



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen
Magisteruppsats i finansiering - 15p
2010-08-23

Finns det ett samband mellan CSR och anormal avkastning?

En event studie kring bolagsinkludering och – exkludering från Ethibel Excellence Global index och dess påverkan på aktieavkastning mellan 2003-2009

Handledare:

Måns Kjellsson

Jens Forssbaeck

Författare:

Jalila Hsi

Andreas Wahlström

Förord

Till att börja med vill vi härmed tacka de personer som har hjälpt och stöttat oss under arbetet med uppsatsen. Ett stort tack vill vi rikta till våra handledare Måns Kjellsson och Jens Forssbaeck på ekonomihögskolan i Lund, för den värdefulla hjälp vi har fått under vår arbetsgång.

Vi vill även passa på att tacka våra familjer, som kritiskt läst allt material med stor omsorg och bidragit med kreativa förslag till förbättringar.

Abstrakt

- Titel:** *Finns det ett samband mellan CSR och anormal avkastning?*
En event studie kring bolagsinkludering och – exkludering från Ethibel Excellence Global Index och dess påverkan på aktieavkastning mellan 2003-2009
- Seminariedatum:** 2010-08-26
- Kurs:** FEKP01, Examensarbete Magisternivå, 15 poäng
- Författare:** Jalila Hsi, Andreas Wahlström
- Handledare:** Måns Kjellsson, Jens Forssbaeck
- Nyckelord:** CSR, Anormal avkastning, Eventstudie, Marknadsmodell, Fama & Frenchs tre- faktor modell.
- Syfte:** Syftet är att undersöka om bolag som är ledande inom CSR har en anormal avkastning. Vi använder oss av en eventstudiemetod i uppsatsen samt tar hänsyn till tidsskillnaden mellan olika världsdelar. Detta genom att undersöka om bolagen påvisar någon signifikant skillnad i marknadsvärdering efter att bolag har blivit inkluderade eller exkluderade från ESI Excellence Global Index.
- Metod:** Vi beräknar anormal avkastning i samband med inkludering och exkludering från ESI Excellence Global index med hjälp av marknadsmodellen samt Fama & Frenchs tre- faktor modell. Vi testar våra hypoteser med hjälp av T-test som genomfördes med hjälp av statistikprogrammet SPSS.
- Teoretisk referensram:** För att förklara våra resultat har vi tagit hänsyn till tidigare studier samt deras teorier kring CSR och finansiell prestation.
- Empiri:** Studien är baserad på 274 event i ESI Excellence Global Index med 160 inkluderingar och 114 exkluderingar under perioden 2003-2009.
- Slutsatser:** Sammanfattningsvis konstateras ingen genomsnittlig signifikant påverkan på marknadsvärdet, CSR genererar varken någon positiv eller negativ anormal avkastning vid inkludering respektive exkludering mellan 2003-2009.

Abstract

Title:	<i>Is there a link between CSR and abnormal returns?</i> An event study of the impact of corporate entries and exits from Ethibel Excellence Global index on the market value of a company between 2003-2009.
Seminar date:	2010-08-26
Course:	FEKP01, Master Thesis in Business administration, 15 University Credit Points (15 ECTS). Major: Finance
Authors:	Jalila Hsi, Andreas Wahlström
Advisors:	Måns Kjellsson; Jens Forssbaeck
Key words:	CSR, Abnormal return, Event study, Fama & Frenchs three factor model.
Purpose:	The purpose of this thesis is to investigate whether companies that are sustainable leaders has higher abnormal returns by examining whether the companies show any significant difference in market valuation after the company has been entries or exits from ESI Excellence Global Index.
Methodology:	The market model and Fama & French three-factor model is used to calculate the link between CSR and abnormal return. We used an event study in the thesis, taking into account the time difference between continents. The significance of results is tested with a T-test.
Theoretical framework:	To explain our results, we have taken into account previous studies and theories on CSR and financial performance.
Empirical foundation:	The study is based on 274 companies in the ESI Excellence Global index by 160 entries and 114 exits the period 2003-2009
Conclusion:	the main conclusion of this study is that a positive or negative change in a company's dedication to CSR, measured by corporate entries or exits from ESI Excellence Global index, does not generate significant abnormal returns.

Innehållsförteckning

Abstrakt	3
Abstract	4
1. Inledning	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Problematisering.....	8
1.3 Problemformulering	10
1.4 Syfte	10
1.5 Avgränsningar	11
1.6 Målgrupp	11
1.7 Disposition.....	11
2. Teoretisk referensram	12
2.1 Effektiva marknadshypotesen	12
2.1.1 Svag Form	12
2.1.2 Halvstark form.....	12
2.1.3 Stark form.....	12
2.2 Signaleringsteorin.....	13
2.3 Marknadens värdering av bolaget	13
2.4 Teorier om sambandet mellan CSR och marknadsvärdering	14
2.5 Tidigare studier.....	15
3. Metod	16
3.1.1 Kvalitativ & kvantitativ metod.....	16
3.1.2 Deduktiv & induktiv metod.....	16
3.2 Event studier.....	17
3.2.1 Definition av event studier	17
3.2.2 Event fönstret	18
3.2.3 Estimeringsfönster	18
3.2.4 Urval.....	19
3.2.5 Anormal avkastning.....	20
3.2.5 Den kumulativa anormal avkastning	23
3.3 Statistiska hypotesprövning.....	23
3.4 T-test.....	24
3.5 hypotesformulering	24
3.6 Databesamling.....	25

3.7 Bortfall	25
3.8 Validitet	26
3.9 Reliabilitet	26
4. Empiriska Resultat.....	27
4.1 Databeskrivning.....	27
4.2 Hypotesbeskrivning.....	28
4.2.1 Hypotes 1 – Marknadsmodellen.....	28
4.2.2 Hypotes 2 – Marknadsmodellen.....	30
4.2.3 Hypotes 1- Fama & French tre- faktor modell FF3M	31
4.2.4 Hypotes 2 – Fama& Frenchs tre- faktor modell.....	32
5. Analys & Slutsats.....	34
5.1 Hypotes ett.....	34
5.2 Hypotes två.....	36
5.3 Sammanfattning resultat.....	39
5.4 Förslag på vidare forskning.....	39
Källförteckning.....	40
Artiklar	40
Elektroniska källor	42
Böcker	42
Bilaga 1	44
Bilaga:2 Undersökta företag samt Beräkning av CAR -Marknads modellen	46
Bilaga 3: Beräkning av CSR-Fama & French tre faktors modell.....	56

1. Inledning

I inledningen börjar författarna med att ge läsaren en överblick över uppsatsens innehåll, med syfte att få läsaren intresserad av att läsa fortsättningen.

1.1 Bakgrund

I dagens globala ekonomi är företagens sociala ansvar (CSR) en viktig del av företagets strategi. Undersökningar har visat att börsnoterade företags CSR- arbete har tagit ett större utrymme i deras strategi på grund av ekonomiska skandaler, ekonomiska förluster och minskad status. CSR har blivit ett viktigt instrument för att minimera konflikter mellan intressenter. Även om dagens företag är fullt sysselsatta med att förbättra metoder för socialt ansvarstagande så finns det (förutom ett fåtal anmärkningsvärda undantag) inga etablerade empiriska forskningsresultat om dess samband och inverkan på aktiemarknaden.

Undersökningar har funnit ett starkt samband mellan sociala prestationer och finansiella prestationer hos verksamheten (Aras *et al*, 2008). Men omfattningen av fördelarna med CSR har gått utöver det finansiella perspektivet, och har inkluderat fördelar som att förbättra företagets image, hantering av risker samt att skapa lojala kunder baserade på etiska värden, i en genuin kultur av ett etiskt tänkande inom organisationen.

Företag använder CSR policy för att locka till sig talangfulla medarbetare (Sen *et al.*, 2006). CSR förbättrar företaget ur ett socialt perspektiv samt förenar finansiella och icke-finansiella resultat och skapar en ren och säker miljö på arbetsplatsen och i samhället i stort. En CSR- policy leder till en fokus på 3 områden inom företaget: Miljö-, social- och affärsmässig effektivitet (Norman, 2004). Fördelarna med CSR i praktiken är enorma för företaget, samhället samt miljön.

Friedman, (1970), hävdar att CSR är oförenlig med kapitalismens natur och syfte. Det är bara människor som har socialt ansvar, företag har inga skyldigheter mot samhället. Företagets grundläggande syfte är att maximera vinsten för sina ägare. Sedan tillkomsten av begreppet socialt ansvar (CSR) i början av 1970-talet (Tepper, 2003) har CSR under de senaste decennierna, vuxit till ett komplicerat och mångsidigt begrepp som blir alltmer centralt för moderna företags beslutsfattande (Cochran, 2007).

Den senaste tidens ekonomiska skandaler, t.ex. Enron, Parmalat, Worldcom etc., har tvingat företagsledare världen över, att överväga en bredare strategi, vilket lyfter frågan kring andra intressen än enbart fokus på vinstmaximering åt aktieägarna. Rapporter har visat att i USA investeras en av nio dollar på den amerikanska marknaden investeras i så kallade CSR-portföljer¹. Liknande tendenser syns

¹Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, 2003 och Cerulli Associate's European SRI Reports

även i Europa där antalet CSR-fonder nästan fördubblats under de senaste åren, främst i Storbritannien, Sverige, Frankrike och Belgien. Becchetti *et al.*, (2009) hävdar att ingen av dessa studier och rapporter fokuserar på uppfattningen hos investerare, eller på den potentiella reaktionen på kapitalmarknaden i samband med sådana socialt ansvarsfulla åtgärder/ icke-åtgärder som vidtas av företag.

Uppsatsen mål är att analysera en lucka i litteraturen genom att undersöka det potentiella sambandet mellan företagets sociala ansvar och förändringen i marknadsvärde. Vi gör detta genom att ta hänsyn till tidigare resultat och undersöka en tidigare utforskad typ av CSR-index på aktiemarknaden, ESI Excellence Global index. Studien kommer att följa upp och utvärdera effekterna av en serie händelser, kring inkludering och exkludering från indexet ifråga på finansmarknadens värdering av bolaget .

Författarna ämnar undersöka om investerare tar hänsyn till effekter inom dessa socialt ansvarstagande företag och index, och att eventuella förändringar i sammansättningen av indexet reflekteras i den anormala avkastningen hos berörda företag på den finansiella marknaden. Författarna kommer att utföra en event studie genom att mäta förändringen i aktiepriset och testa effekten av inkludering och exkludering på ESI Excellence Global index, vilket återspeglar CSR's påverkan på företagets marknadsvärde.

1.2 Problematisering

Det finns många undersökningar som talar både för och emot att CSR skulle ha en påverkan på bolagens finansiella prestation. Bird *et al.*, (2007) argumenterar för att även om CSR investeringar är kostsamma för bolaget på kort sikt, kan de ha långsiktiga vinster för bolaget och även höja marknadsvärdet, som även är en funktion av förväntade framtida vinster. Att bli mer energieffektiva kan innebära investeringar på kortsikt, men vara fördelaktigt över tid. Medan ett arbete med att minska utsläpp kan förhindra myndigheter till att i framtiden vidta kraftigare åtgärder eller rent utav böter. Ryan, (1991) finner även att anställda kan finna ett inneboende värde och då acceptera lägre löner. Det finns olika definition på vad CSR är. Vi väljer att definiera CSR i uppsatsen som ett event samt hävda att ett bolag är oetisk när det exkluderats från ett hållbarhetsindex och ansvarsfull när det inkluderas.

Becchetti *et al.*, (2009) finner vid en djupare undersökning av Domini social 400 index att det inte finns något positivt samband vid inkludering men däremot ett negativt samband vid exkludering, något som blir ännu tydligare efter att man tagit hänsyn till heteroskedasticitet. Eftersom majoriteten av alla CSR- aktiviteter är kostnadseffektiva framhåller Becchetti *et al.*, (2009) att det socialt ansvarstagande företaget här innebär "en övergång från maximering av aktieägarnas värde till belåtenhet för alla intressenter ". La porta *et al.*, (1997) påvisar att omallokering av tillgångar för investeringar i CSR-aktiviteter har negativ påverkan på företagets finansiella prestation på kort sikt. Men man argumenterar samtidigt för att på lång sikt skulle kostnaden för CSR integreras i bolagens budget då

den negativa effekten skulle minska över tid och därigenom skapa hållbar utveckling. Burke och Logsdon, (1996) hävdar att trots bristen på enighet om empiriska belägg för sambandet mellan socialt ansvar och finansiell utveckling så skapar CSR- aktiviteter värde för företaget. Istället för att mäta det direkta sambandet mellan företagets sociala ansvar och kortsiktiga vinster, tar de ett annat perspektiv då de undersöker de sätt på vilka sätt CSR kan skapa strategiska fördelar för organisationen (Burke och Logsdon, 1996) . I undersökningen dras slutsatsen att företagets sociala ansvar bör integreras i den övergripande affärsstrategin i ett företag för att generera värdeskapande. Därför blir det viktigt att kunna erbjuda aktieägaren en konkurrenskraftig avkastning på sitt investerade kapital.

Naturligtvis förefaller frågan om vad som definierar ett socialt ansvarstagande företag. Hoti et al, (2007) presenterade en rad olika hållbarhetsindex med varierande kriterier (Bilaga 1). *Inkluderande urvalsindex* innehåller bolag som arbetar aktivt för att tillämpa ”best-practise” i hållbarhetsfrågor. De olika kriterierna för positiva handlingar har fokus i arbete inom ekonomiska, sociala och miljömässiga aktiviteter. *Negativa urvalsindex* har en motsats synvinkel då de syftar till att exkludera bolag som verkar i oetiska branscher. Slutligen finns det även index som tillämpar en blandning mellan olika positiva och negativa kriterier. Hoti et al, (2007) gjorde en uppdelning mellan positiva så kallade ”inkluderande urvalskriterier”, respektive negativa så kallade ”exkluderande urvalskriterier”. Nedan följer en tabell som ger en överblick kring fenomenet.

Negativa urvalskriterier (Exkluderande)	Positiva urvalskriterier (Inkluderande)
Alkohol	Miljömedveten
Tobak	Mångfald
Kärnvapen	Välfärd för djur
Krigsmateriel och vapen	Mänskliga rättigheter
Spel	Arbetsrätt
Militära kontrakt	Resurseffektivitet
Mänskliga rättigheter	
Underhållning för vuxna	
Diskriminering (Genus, minoritet eller Etnicitet)	
Barn- eller slavarbete	
Negativ påverkan på facklig verksamhet	
Kemisk miljöförstöring eller hälsofarlig Verksamhet	
Genetisk manipulation	
Djurförsök	

Figur 1: Urvalskriterier för att exkludera eller inkludera företag till hållbarhetsindex enligt Hoti et al.(2007,s.973)

Det finns ytterligare skäl till inkludering respektive exkludering från ett hållbarhet index . En självklar orsak till exkludering är ”Konkurs”, ett annat motiv är ”brist på social och ekonomisk prestation”

(Becchetti *et al.* 2009). Påverkan vid inkludering och exkludering från ett index har ökat över åren (Rodges.w; Choy.H.L; Guiral.A, 2008), en förklaring till detta är att finansmarknaden har blivit känsligare gentemot förändringar i CSR över tid på grund av ökat intresse och ökad insyn från investerare, bland annat genom ”Sarbaneeey Oxley act” och tillägg i ”IFRS” och ”GAAP” samt en ökad uppfattning bland investerare kring ett starkare samband mellan CSR och finansiell prestation och även en ökad tillväxt av etiska fonder med aktiva eller passiva strategier till finansiella index (Becchetti *et al.*, S13). Ur investerarnas perspektiv, bör inkludering av företag i index rationellt sett anses vara ett tecken på att företaget har nått en viss nivå av socialt ansvar. Exkludering av ett företag bör däremot ses som ett tecken på att bolaget inte har lyckts hålla en tillfredsställande nivå av socialt ansvar. En stor mängd forskning har genomförts för att undersöka huruvida bolag som presterar bättre i fråga om hållbar utveckling än sina konkurrenter även presterar bättre ekonomiskt, men konsensus har ännu inte nåtts i frågan².

Det finns ingen sammanfattande jämförelse på hur stor påverkan de olika indextyperna har på de noterade bolagen när aktien inkluderas respektive exkluderas från listan. Mot bakgrund av detta anser vi det intressant att undersöka hur urvalskriterierna skiljer sig åt i fråga om marknadsvärdering för de underliggande aktierna. Tidigare studier har undersökt exkluderande urvalskriterier och hybrider mellan inkluderade och exkluderande urvalskriterier, dessa studier beskrivs vidare under *stycke 2.5 tidigare studier*. Därför har författarna valt att undersöka den tredje metoden dvs. inkluderande urvalskriterier.

Vi ämnar göra en event undersökning där vi undersöker hur marknaden reagerar när den får tillgång till ny information kring vilka företag som inkluderats respektive exkluderats på ESI Excellence global index.

1.3 Problemformulering

Vilken påverkan på marknadsvärderingen av bolag som är ledande inom CSR sker vid inkludering eller exkludering från ESI Excellence Global index?

1.4 Syfte

Syftet är att undersöka om bolag som är ledande inom CSR har en högre anormal avkastning, genom att undersöka om bolagen påvisar någon signifikant skillnad i marknadsvärdering efter att bolag har blivit inkluderade eller exkluderade från ESI Excellence global index.

² <http://www2.goldmansachs.com/services/research/gir/index.html>

1.5 Avgränsningar

Vi har valt att avgränsa oss till enbart ESI Excellence Global index som representerar ett positivt urvalskriterium. ESI Excellence Global index innehåller både "A", "B" och "C" bolag. Studien kommer att äga rum mellan 2003 och 2009. Författarna utgår ifrån att positiv CSR är definierat som inkludering i indexet och negativ CSR är definierat som exkludering från indexet.

1.6 Målgrupp

Uppsatsens resultat skulle vara av potentiell relevans för många olika intressegrupper. Både privata och institutionella investerare skulle kunna dra nytta av resultaten. Däremot så innehåller uppsats ett antal finansiella samt akademiska termer som kan vara svårförstådda för den icke insatta läsaren inom området.

1.7 Disposition

Kapitel 1: inledning

I första kapitlet börjar författarna med att ge läsaren en överblick över uppsatsens innehåll, med syfte att få läsaren intresserad av att läsa fortsättningen.

Kapitel 2: Metod

I det andra kapitlet klargör författarna metoder för studien. Då en event studie äger rum förs en diskussion kring tidigare forskning inom området.

Kapitel 3: Teori

I det tredje kapitlet tar författarna upp relevanta teorier som anses vara knutna till ämnets problematik, vilket kommer att ligga till grund för studiens analys och slutsatser.

Kapitel 4: Empiri

Författarna kommer i detta kapitel att presentera de resultat författarna kom fram till. Resultaten kommer att presenteras i form av en bred beskrivning av resultat som bekräftas av tabeller samt text.

Kapitel 5: Analys & slutsats

I detta kapitel analyseras studiens resultat utifrån de empiriska resultat och teorier som presenterades i teoriavsnittet. Kapitlet innehåller även de viktigaste slutsatserna som författarna har kommit fram till baserat på empiri och analys samt med hänsyn till frågeställning och syfte. Dessutom ges förslag till vidare forskning.

2. Teoretisk referensram

Författarna ska i kapitlet ta upp relevanta teorier som anses vara knutna till ämnets problematik.

Vilket kommer att ligga till grund för uppsatsens analys och slutsatser.

2.1 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen (EMH) innebär att marknaden är effektiv då priser fullständigt avspeglar all tillgänglig information som finns på marknaden, (Fama, 1970) dvs. att EMH en stark koppling till information som finns på marknaden. Marknaden kan ses som mer effektiv ju fortare priset anpassas till den tillgängliga information som finns på marknaden. Det är av stor vikt för effektiviteten att information som sprids till aktörerna på marknaden är korrekt och fullständig. I grunden brukar man dela in marknadseffektivitet i tre olika kategorier svag, halvstark och slutligen stark form.

2.1.1 Svag Form

Med svag form av effektivitet menas att dagens pris återspeglar all historisk prisinformation dvs. att man i aktiekursen beaktar endast historisk information, till exempel tidigare aktiepriser och försäljningsvolym. I den svaga formen kan investerare inte förutse framtida kursrörelser eftersom de inte kan studera de historiska kursrörelserna för aktier (Fama, 1970). Den tekniska analysen kan inte skatta något värde för investerare med tanke på att aktiekursen vid denna svaga form av effektivitet följer en ”*random Walk*” (Bodie *et al.*; 2008)

2.1.2 Halvstark form

Halvstark form av effektivitet innebär att dagens pris återspeglar historiska priser och all annan offentlig publik prisinformation (Fama, 1970). Med den publika informationen kan man beakta exempelvis årsredovisningar, utdelningar, vinster, produktionsformation, prognoser etc. Vid halvstark form får insiderinformation ett stort utrymme då investerare som har tillgång till opublicerad information har en stor chans för att slå marknaden. En event studie är en relativt bra metod för att testa en halvstark form av effektivitet.

2.1.3 Stark form

Stark form av effektivitet innebär att priset återspeglar all tillgänglig information samt information som ännu inte publicerats av företaget, så kallad insiderinformation (Fama, 1970). Vid stark form av effektivitet kan investerare inte dra nytta av att följa insiders köp och försäljning då framtida aktiepriser styrs av framtida information som ingen i dagsläget känner till. Vid denna starka form av effektivitet är sannolikheten att slå marknaden ganska liten om den inte rent utav är omöjlig. (Vinell & De Ridder, 1990). Event studier har varit till stor nytta för att testa stark effektivitet. (Bodie *et al.*, 2009).

2.2 Signaleringsteorin

Signaleringsteori presenterades första gången i slutet av 1970-talet. Spence's (1973) studie var den första som behandlade frågan kring teorin, då han syftar till att definiera och förklara begreppet genom att undersöka arbetsmarknaden. Begreppet är nära knutet till effektiva marknadshypotesen, då teorin utgår ifrån att all information kan tas upp av marknaden och speglas i aktiepriset. Mängden information som varje aktör har kan skilja sig från en individ till den andra baserad på den position som man har på marknaden, då ledningen (insiders) har bättre information vad som gäller företagets risk, värde etc. i jämförelse med utomstående (outsiders) (Copeland *et al*, 2005).

Spence, (1973) lyfter fram frågan om investering under osäkerhet. Arbetsgivaren är ofta osäker på produktivitetsskapaciteten hos den nyanställda personalen då denna information sällan är tillgänglig för arbetsgivaren när personalen nyanställs. Det är tidskrävande för en nyanställd att lära sig och det krävs nästan alltid lärande i praktiken. Arbetsgivaren bör vid anställning observera arbetssökandes karaktärsdrag för att minska osäkerheten (Spence, 1973). Detta medför att fullständig information i form av en välformulerad arbetsansökan kan signalera att arbetssökande har en hög arbetsproduktivitet. Arbetsgivare söker efter olika signaler vid anställning för att kunna utvärdera arbetssökandens produktivitetsskapacitet. Spence, (1973) har sin studie tagit hänsyn till att antal år av utbildning en stark signal för att värdera nivån på produktiviteten. I vårt fall, har vi valt att se CSR-aktiviteter som en signal till investerare att förmedla information om ett företag.

2.3 Marknadens värdering av bolaget

Vid antagandet om en effektiv marknad så återspeglar aktiepriset nuvärdet av bolagets diskonterade kassaflöden (DCF). Här lyfter vi fram diskussionen kring olika värdeskapande åtgärder, till exempel hur en investering som är kostsam nu kan generera högre rörelsemarginalen längre fram. Koller *et al*'s., (2005) modell visar att lägre NOPLAT idag kan generera en högre avkastning på investerat kapital, och därigenom ett högre bolagsvärde. Följande formel är användbar vid värdering av bolagsvärdet.

$$V = \frac{NOPLAT_1 \times \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

Där:

V = bolagsvärde

$NOPLAT$ = rörelseresultat

g = Tillväxt

$ROIC$ = avkastning på investerat kapital

$WACC$ = kapital kostnad

Beslutsfattande på individnivå under osäkerhet, vid exempelvis investering i bolag, är genomförbar endast då man maximerar den förväntade nyttan av avkastningen i slutet av investeringsperioden. (Copeland *et al.*, (2005) Investerar vill alltså maximera sin avkastning med hänsyn till riskmedvetenhet. Om allmänheten ser en inkludering eller strykning från ett CSR- index som en minskad respektive ökad risk mot deras förmögenhet så bör detta avspeglas i marknadsvärdet.

2.4 Teorier om sambandet mellan CSR och marknadsvärdering

Sambandet mellan CSR och marknadsvärdering har under lång tid varit ett väldigt intressant forskningsområde. Många undersökningar har utförts kring frågor angående sambandet mellan CSR och företags lönsamhet. En del undersökningar har kommit fram till att det finns ett negativt samband medan andra har visat på ett positivt samband mellan CSR och företags lönsamhet.

Mackey, Mackey och Barney (2007) undersökte huruvida CSR- aktiviteter som reducerar bolagets nutida kassaflöde, har någon påverkan på bolagets marknadsvärde. Om företagsledningens mål är att maximera marknadsvärdet hos bolaget, kommer de då att investera i aktiviteter som ger en reduktion av nutida kassaflöde men leder till högre avkastning på investerat kapital och därigenom ökat värdeskapande. Undersökningen visade att marknadsvärde var en funktion av utbud och efterfrågan, men att när utbud var lägre än efterfrågan så kommer CSR- aktiviteter att reducera marknadsvärdet på bolaget.

Rodgers och Choy,(2008) finner att marknaden värderar CSR i marknadsvärdet med 99 % signifikans. Studien inriktade sig enbart på ”KLD index” och därigenom undersöker man enbart den amerikanska marknaden. Undersökningen visade även att bolag som investerar i CSR värderas positivt av marknaden och får ökat marknadsvärde. Sammantaget finner Rodger och Choy att en bredare socioetisk strategi leder till en väsentlig skillnad i värde jämfört med traditionell finansiell analys. Om sociala uppfattningar då inte är införlivade i strategisk planering så finns det ”*value at stake*” för bolag som kan förstå dessa problem och inkludera dem i sin verksamhet (Rodgers och Choy, 2008). Rodgers och Choy,(2008) fann en ännu tydligare koppling mellan CSR och immateriella tillgångar, och gör antagandet att konsumenter kan tolka CSR som ett sätt att släta över något annat t ex. sämre produktkvalitet.

Presston och O’bannon ,(1997) inriktade sin studie mot den amerikanska marknaden. De utförde en studie på 67 amerikanska bolag mellan 1982 och 1992. Målet med undersökningen är att undersöka om det finns ett negativt samband mellan CSR och företags finansiella prestation. Undersökningen kom fram till att det inte fanns några signifikanta samband.

Waddock och Graves (1997), undersökte huruvida det fanns ett samband mellan social prestation och finansiell prestation och om denna är positiv eller negativ. De undersökte bolag på S&P 500 och fann en positiv påverkan som de döpte till en kraftig cirkel (”*a virtuous circle*”). Resultatet från deras

studie påvisar att sambandet gick åt båda riktningar, vilket innebär att företag med bra social prestation får ett positivt resultat samt större möjlighet att investera i CSR. Medan finansiellt utsatta bolag implementerar en CSR- strategi för att öka sitt anseende.

2.5 Tidigare studier

Förhållandet mellan företagens CSR och dess prestation aktiemarknaden har under länge tid varit i fokus hos forskare, och problematiska aspekter av frågan består i hur marknaden reagerar när aktier inkluderas eller exkluderas från ett CSR- index.

Jones och Murrell, (2001) studerade sambandet mellan företags CSR och marknadsvärdering. Genom att använda en fallstudie, där de mätte konsekvenserna på aktiekursen hos företag som ingår i *the working Mother Magazine's* listor av "most family-friendly companies". Hill, Ainscough, Shank och Manullang (2007) studie använde Alpha, dvs. ett mått på en fonds risk i förhållande till marknaden, för att mäta och jämföra företagets prestation hos de mest socialt ansvarsfulla företagen i Nordamerika, Asien och Europa.

Bird *et al.*, (2007), genomförde en studie i form av en regressionsanalys för att utvärdera vilken typ av CSR- aktiviteter som värderas av marknaden. Becchetti *et al.*, (2007) studerade effekten och betydelsen av företagens sociala ansvar på aktiemarknaden genom att utvärdera marknadens reaktion baserat på inkludering och exkludering av aktier från Domini 400 Social Index. La porta *et al.* (1997) använde de kriterier som fastställts av *Dow Jones Sustainability Index* för att definiera hållbara företag. Studiens syfte var att analysera skillnaden i företagens resultat mellan hållbara företag och andra företag. Hill *et al.*, (2007) utförde en event studie där de påvisade en positiv signifikans för anormal avkastning för europeiska sustainability fonder när ägarna höll dessa under perioden 2002-2005 och för amerikanska och europeiska fonder när ägarna höll dessa under perioden 1995-2006.

Bauer *et al.*, (2002) fann att bolag i CSR- index presterar sämre vid inkludering jämfört med marknaden med hänsyn till Carhart's 4-faktor modell. Carhart's 4-faktormodell tar utöver Fama&French modell, även hänsyn till aktiemarknadens momentum, det vill säga den extra avkastning som förra månaden vinnare ger över förra månadens förlorare denna månaden.

Dessa studier visar på en rad olika metoder och frågeställningar som används när man studerar CSR relaterade frågeställningar. Något som var en nyttig och givande utgångspunkt för vår uppsats.

3. Metod

I det här kapitlet klargör författarna relevanta metoder för studien. Då en event studie äger rum, vidare förs en diskussion kring tidigare forskning inom området

3.1 Val av metod

För att mäta marknadens reaktion efter inkludering eller exkludering av bolag från ESI Excellence Global index, har författarnas val av metod blivit att genomföra en eventstudie. Användandet av denna metod bedöms vara det bästa alternativet för att kunna analysera och besvara det problemområde som uppsatsen behandlar.

3.1.1 Kvalitativ & kvantitativ metod

Metodteori skiljer ofta mellan kvantitativ metodteori och kvalitativ metodteori. Den förstnämnda innehåller ofta insamling av en mängd fakta och analys med statistiska metoder som berör insamling, utvärdering, analys och presentation av data eller information, medan den senare ofta innebär till exempel djupa intervjuer eller deltagande observation (Bryman & Bell, 2003).

Vi har valt att göra en kvantitativ studie över hur marknaden reagerar när aktier inkluderas eller exkluderas från ett CSR-index. I denna uppsats har vi samlat in djupgående data ifrån ett fåtal källor. ESI Excellence Global index har varit vårt huvudindex. Vigeo's³ hemsida var en stor hjälp vid informations- och datainsamling. För detaljerad information och historisk information kring indexets sammansättning så har författarna valt att via E-mail kontakta "Herwig Peeters" *director Forum Ethibel*, varifrån vi fick en mängd användbara datamateriell som har varit till stor hjälp för att utveckla vår uppsats.

3.1.2 Deduktiv & induktiv metod

Deduktiv- och induktiv metod är två välkända och användbara metoder som klargör relationen mellan teori och praktik. Den induktiva metoden utgår från samhällsfenomen för att sedan applicera teorier. Medan den deduktiva metoden utgår ifrån att använda befintliga teorier och sedan går ut i verkligheten och genom empiriska undersökningar kontrollera om dessa teorier faktiskt stämmer in på verkligheten (Bryman & Bell, 2003)

Författarna valt att utgå av en deduktiv forskningsansats, då vi kommer att utgå från tidigare forskning samt genomföra en statistisk analys för att undersöka huruvida de uppmärksammade sambanden på index med andra typer av urvalskriterier även går att applicera på ett index med positiva urvalskriterier. Uppsatsen kommer att bygga på utvalda hypoteser i anknytning till marknadens

³ Vigeo: Är den ledande europeiska leverantören av extern finansiell analys och driver Ethibel. De mäter bolags prestation inom områden som hållbar utveckling och CSR.

reaktion vid inkludering eller exkludering av aktier från ESI Excellence Global index. Studiens syfte är att bekräfta eller förkasta studiens antagna hypoteser efter att teorier kopplats till empirin.

3.2 Event studier

3.2.1 Definition av event studier

Henderson, (1990) beskriver event studiens syfte som att ”mäta i vilken utsträckning bolagens aktieavkastning reagerar på en specifik nyhet”, Det vill säga att undersöka eventuell anormal avkastning på en underliggande tillgång till följd av en specifik händelse. Anormal avkastning är definierad som skillnaden mellan den verkliga avkastningen i efterhand och den förväntade avkastningen, sett över ett event fönster (Campbell 1997). Event fönstret innebär den period som skall undersökas för att beräkna anormal avkastning. Dagen innan och efter event dag har stor betydelse i och med att forskare vid undersökning på en global marknad måste ta hänsyn till olika tidzoner. Ett *pre-event* fönster är betydelsefullt för att kontrollera möjligt informationsläckage, då det uppstår risk att information når marknaden i förväg vilket gör det möjligt att marknaden reagerar innan officiellt publicerings datum genom så kallad ”*insiderhandel*”. Sista steget är att utföra ett *post-event* fönster, som används för att se hur aktiekursen reagerar efter publiceringen med tanke på att marknadens reaktion på händelsen sker med viss fördröjning (MacKinlay, 1997).

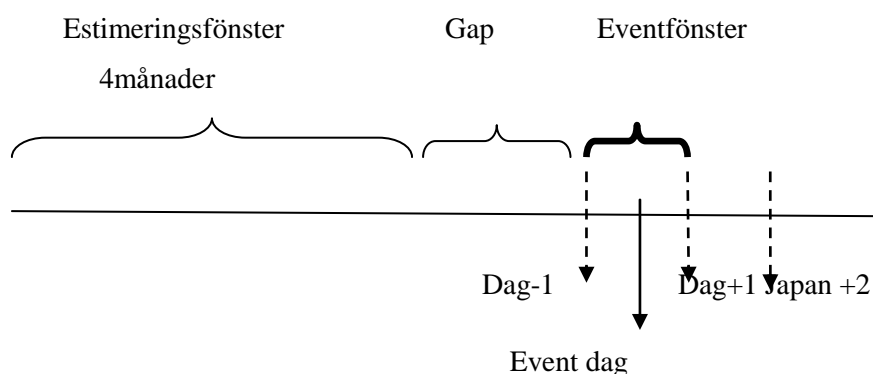
Författarna ämnar använda event studien för att undersöka ifall det finns en signifikant skillnad på den omedelbara effekten kring information om företagets CSR- verksamhet, baserat på förändringar i företagets aktiepris under event fönstret.

I överensstämmelse med MacKinlay, (1997) genomförs en eventstudie enligt följande sex steg:



3.2.2 Event fönstret

Det första som bör göras i en event studie är att definiera eventet av intresse, vilket i vårt fall definieras som datumet för inkludering och exkludering från ESI Excellence Global index, därefter definieras över vilken tid aktiepriser är övervakade, det så kallade *event fönstret*. För att minska störningar och osäkerhet skall event fönstret vara så kort som möjligt, Campbell *et al.*, (1997) föreslår ett fönster på 2 dagar. Dagen för eventet och dagen efter för att undersöka direkt prispåverkan av ny information efter att marknaden stängt. Författarna kommer att utföra en undersökning på ett global index, vilket gör att det blir nödvändig att ta hänsyn till olika tidszoner. Vi kommer att använda ett event fönstret på 3 dagar för Asien och Australien, med hänsyn till en tidszon på CET +8 timmar vilket gör att marknaden för tillgång till informationen en arbetsdag efter Europa. Vad gäller New York-börsen som ligger i en tidszon på CET-6 timmar, och Londonbörsen som ligger i en tidszon på CET-1 timme, så räknar vi med att börserna påverkas på event dagen av förändring i sammansättning. En tydlig bild av hur studiens estimering och event fönstret ser ut följer här nedan.



Figur 1: Tidsram för eventet.

Eventet i vår uppsats är tidpunkten då sammansättningen av index ändras, på Ethibel sker inkluderingar vanligen en gång per termin, tredje fredagen i mars och tredje fredagen i september. Annonsering kring förändringar i sammansättning sker via hemsidan (www.vigeo.com), e-post och press release⁴.

3.2.3 Estimeringsfönster

Den förväntade avkastningen är beräknad under ett estimeringsfönster. Estimeringsfönstret består av en delmängd data från tiden före event fönstret. Campbell *et al.*, (1997) föreslår ett estimeringsfönster på 120 dagar. Klassen och Maclaughlin, (1996) föreslår ett uppehåll innan eventfönstret för att ta hänsyn till eventuell insidershandel. Becchetti, (2009) försöker komma åt problemet genom att

⁴http://www.ethibel.org/pdf/ESI_Rulebook_version%202.pdf

beräkna avvikande avkastning i olika event fönster – $AR(0)$, $AR(-1)$, $CAR(-1,0)$, $CAR(-1,+3)$, $CAR(-1,+1)$ där 0 är eventdagen. Författarna kommer vid studien att följa Becchetti's metod.

För att mäta påverkan på aktiepris använder vi oss av den anormala avkastningen, AR . Förändringar i AR mellan dagen innan eventet och event dagen betecknas $AR1$ (från dag -1 till dag 0) och förändringar i AR mellan event dagen och dagen efter betecknas $AR2$ (från dag 0 till dag ett). I fallet med Asien och Australien, som ligger i en tidszon på CET + 8 timmar, så stänger Tokyobörsen innan marknaden har fått en chans att reagera på informationen på event dagen. Därför kommer förändringar i $AR1$ att beräknas mellan event dagen och en dag efter eventet (från dag 0 till dag 1) medan förändringar i $AR2$ är mellan dagen efter eventet och två dagar efter eventet (från dag 1 till +2).

3.2.4 Urval

Som tidigare nämns i inledningskapitlet avgränsas undersökningen till att omfatta bolag som inkluderas och exkluderas från *ESI Excellence Global Index* under tidsperioden 2003-2009.

Ethibel Sustainability Index (ESI) fastställdes i juni 2002 och har kommit att bli en viktig standard och måttstock för företags CSR och socialt ansvarsfulla investeringar (SRI). ESI ger ett helhetsperspektiv av det finansiella resultatet hos världens ledande CSR företag. Man tillhandahåller denna tjänst för institutionella investerare, kapitalförvaltare, banker och privata investerare. Indexet är ett verktyg för investeringar med både ekonomisk och social avkastning. Indexet innehåller de ledande företagen inom CSR världen över och ger en inblick för en solid ekonomisk avkastning⁵.

ESI index delas in i två globala index: ESI Pioneer Global, ESI Excellence Global och två regionala index: ESI Pioneer Europa och ESI Excellence Europa.

3.2.4.1 Ethibel Pioneer global

Ethibel Pioneer innehåller företag som är klassificerade "A" eller "B" och som inte har någon större medverkan i "negativa kriterier"⁶ eller om nivån på bolagets praxis möter nivån som ligger till grund för Ethibel Pioneers investeringsfonder. Pioneer fokuserar på ledande företag och väljer företag som är föregångare och normgivare i branschen vad gäller CSR.

3.2.4.2 Ethibel Excellence Global

Ethibel Excellence innehåller företag som klassificerade "A", "B" och "C" och som inte har någon större involvering i negativa kriterier, ingår i Ethibel Excellence registret och som erbjuder fondförvaltare bättre förutsättningar för att hålla en god balans för att utveckla deras portföljer, utan att riskera det viktiga målet att ge investeringsmöjligheter i starkt socialt ansvarsfulla bolag.

Baserat på industri klassificerar Ethibel företag i 5 kategorier:

⁵ http://www.ethibel.org/subs_e/4_index/main.html

2010-05-13

⁶ Negativa kriterier: Företag som är verksamma i oetiska branscher (vapenindustri, spelindustri, kärnenergi, tobak, farliga kemikalier, sexindustrin, genmodifierad mat, alkohol och misskötsel av djur).

- **A: Pioneer** (enastående och/eller innovativa bolag när det gäller CSR, enbart de allra bästa företagen ingår här).
- **B: Bäst i klass** företag.
- **C: Företag** som presterar över genomsnittet.
- **D: Efterföljare**, Företag som agerar senare än genomsnittet
- **E: Eftersläntrare** och/ eller icke transparenta företag

3.2.5 Anormal avkastning

Författarnas nästa steg är att beräkna den anormala avkastningen för varje dag under event fönstret. Det finns flera modeller för att beräkna aktiens förväntade avkastning varav den mest kända och använda är marknadsmodellen. Författarna ämnar också använda Fama & Frenchs tre-faktor modell som har en förklaringsgrad på över 90% jämfört med 80% hos marknadsmodellen (Fama & French (1993)). Ahern (2006) framhäver även Fama & French 3-faktor modell som den modell som ger minst snedvridningseffekter.

3.2.5.1 Marknadsmodellen

Beräkning av marknadsmodellen utförs genom att den faktiska avkastningen R_{it} subtraheras med den förväntade avkastning ($\alpha_i + \beta_i * R_{mt}$). MacKinlay, (1997) har rekommenderat en marknadsmodell som författarna bestämt att följa för att beräkna den förväntade avkastning. Aktie i 's förväntade avkastning för perioden t beräknas på följande sätt.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Parametrarna α och β skattas för varje enskild aktie med hjälp av minsta kvadrat-metoden i Excel där vi även skattar daglig avkastning för aktie R_i och marknadsportföljens avkastning R_m under estimeringsfönstret som i vårt fall är 4 månader. Parametern α mäter det specifika bolagets risk under estimeringsfönstret, det vill säga hur mycket aktieavkastningen förändras när marknadsavkastningen är konstant. Parametern β mäter riskexponeringen gentemot marknaden under estimeringsfönstret och anger hur mycket aktieavkastningen förändras för varje procentenhets förändring i marknadsindex (Berk, DeMarzo, 2007).

Efter att dessa parametrar erhållits så beräknas den anormala avkastningen för varje enskild aktie enligt följande formel:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i * R_{mt})$$

Där

AR_{it} = anormal avkastning för aktien i vid tidpunkten t .

R_{it} = den faktiska avkastningen för aktien i vid tidpunkten t

$(\alpha_i + \beta_i * R_{mt})$ = faktisk avkastning för marknadsportföljen, generalindex, vid tidpunkt t .

Anormal avkastning är sedan aggregerad för alla aktier och används för beräkningen av kumulativ avvikande avkastning (CAR) över hela event fönstret.

3.2.5.2 Fama-French trefaktormodell

Famas & Frenchs, (1993) ifrågasättning och kritik av CAPM resulterade i en trefaktormodell, där avkastningen dels beror på hur aktien i fråga varierar mot marknadsportföljen, dels på företagets book-to-market kvot och storlek. Ahern, (2006) framhäver Fama & Frenchs trefaktormodell, FF3M, som den modell som ger minst snedvridningseffekter och har en förklaringsgrad på mer än 90 % på aktiepriset jämfört med 80 % för marknadsmodellen (Fama&French, 1993). MacKinlay, (1997) hävdade att skillnaderna mellan marknadsmodellen och olika flerfaktormodeller är små. MacKinlay anmärkte att Fama & French modell bör tas i åtanke när undersökningar genomförs på en mer specifik grupp av företag, det vill säga företag med liknande karakteristika. MacKinlay,(1997) hävdar även att en flerfaktormodell sannolikt ger ett mer rättvisande resultat.

Det är inte BTM och storlek i sig som beräknas i modellen utan förhållandet mellan dem, det vill säga den extra avkastning som värdeaktier har genererat historiskt jämfört med tillväxtaktier, samt den extra avkastning som mindre bolag anses ge eftersom de anses mer välskötta än större bolag. Fama & French,(1993) kallar dessa faktorer till SMB, (Small Minus Big), respektive HML, (High Minus Low) för storleken respektive book-to-market värdet. För att beräkna SMB- och HML- portföljerna utgår Fama&French, (1993) från sex portföljer baserat på det totala antalet företag och deras marknadsvärde och book-to-market där indelningen i portföljer sker enligt följande modell (Fama et al.1993).

		<i>Median MV</i>	
		Small Value	Big Value
70: Th BtM percentile			
		Small Neutral	Big Neutral
30: Th BtM percentile			
		Small Growth	Big Growth

Figur: 4 Fama & French 2003, ”Portföljkonstruktion”

3.2.5.2.1 SMB – faktorn

Fama & French (1993) visade att storleken på företaget har påverkar avkastningen. SMB (small minus Big) är utformad för att mäta den överavkastning som historiskt har erhållits genom att investera i bolag med lågt marknadsvärde jämfört med bolag med högt marknadsvärde. SMB-faktorn är den genomsnittliga avkastningen för de aktier på en marknad som har lägst marknadsvärde minus den genomsnittliga avkastningen för de med högst marknadsvärde, sorterade med hjälp av storleksmedianen. Ett positivt värde på SMB innebär att företag med lågt marknadsvärde har haft en högre avkastning under den månaden än företag med högt marknadsvärde. När SMB-värdet är negativt däremot, har företag med högt marknadsvärde presterat bättre än de med lågt marknadsvärde (Womack & Zhang, 2003).

SMB-faktorns syfte är att mäta den avkastning, jämfört med marknadsavkastningen, som historiskt erhållits genom att investera i mindre bolag .

SMB- värdena beräknas enligt nedan

$$SMB = 1/3 (\text{Small Value} + \text{Small Neutral} + \text{Small Growth}) - 1/3 (\text{Big Value} + \text{Big Neutral} + \text{Big Growth})$$

3.2.5.2.2 HML- faktorn

Förhållandet mellan bokfört värde på eget kapital och marknadsvärdet (BTM) har också visat sig ha betydelse för avkastningsnivån. Fama & French (1993) skiljer på så kallade värdeaktier (value shares) och tillväxtaktier (growth shares) när de konstruerat HML-faktorn (High minus low) för att mäta den extra avkastning som investerare historiskt sett har erhållit genom att investera i värdeaktier (aktier med högt BTM) jämfört med tillväxtaktier (aktier med lågt BTM). Ett positivt värde på HML innebär att värdeaktierna överträffat tillväxtaktiernas avkastning under den månaden. Ett negativt värde på HML betyder att tillväxtaktierna har genererat en högre genomsnittlig avkastning än värdeaktierna. HML- värdena beräknas enligt nedan

$$HML = 1/2 (\text{Small Value} + \text{Big Value}) - 1/2 (\text{small Growth} + \text{Big Growth})$$

Variablerna α_i , β_i , S_i och h_i skattas historiskt genom en regressionsanalys med minsta kvadratmetoden i Excel (Ahern, 2006).

Enligt Fama& Frenchs, (1993) trefaktorsmodell beräknas den förväntade avkastningen med följande formel (Ahern, 2006):

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{M,t} + s_i SMB_t + h_i HML_t$$

Där :

$R_{M,t}$ = Visar riskpremien på marknaden

SMB_t (Small Minus Big)= ett värde som fångar risk relaterad till storlek.

HML_t (High Minus Low)= ett värde som fångar risk relaterad till book-to-market-värde (B/M)

α_i = den del av avkastningen som inte kan mätas med hjälp av de andra faktorerna

β_i = aktiens volatilitet i förhållande till marknads volatilitet.

s_i = aktiens storlek relativt marknads genomsnitt

h_i = aktiens book-to-market relativt marknads genomsnitt

Den anormal avkastning kommer i detta fall beräknas enligt nedanstående formel.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{M,t} + s_i SMB_t + h_i HML_t)$$

3.2.5 Den kumulativa anormal avkastning

Vid beräkning av kumulativ anormal avkastning summeras de anormala avkastningarna för aktierna över hela eventfönstret,

$$CAR_{i(t,t+k)} = \sum_{t=tag-1}^{t+k} AR_{it}$$

Där:

CAR = Kumulativ anormal avkastning

K = antalet dagar event fönstret

T = första dagen i event fönstret

i = är den aktie som är föremål för en inkludering eller strykning från en lista.

Den kumulativa genomsnittliga överavkastningen, CAAR, erhålls genom att dividera CAR med antalet observationer, K (MacKinley, 1997).

3.3 Statistiska hypotesprövning

Det fjärde steget i eventstudiemetoden består av en statistisk prövning för att kunna påvisa om en portföljs genomsnittliga överavkastning är signifikant eller om testet ska förkastas. Här definieras även nollhypotesen för studien som förklarar om en signifikant överavkastning existerar. Alla test kommer att utföras i statistikprogrammet SPSS. För att kunna genomföra t-test krävs att mätvärdena är normalfördelade. Det finns ett antal olika test som kan utföras för att säkerställa normalfördelning, till exempel *Chi-square*-, *Shapiro-Wilk*-, *Anderson-Darling*- och *Kolmogorov-Smirnov test*. Författarna valt att säkerhetsställa studiens normalfördelning med hjälp av ett Kolmogorov- Smirnov test med hjälp av statistikprogrammet SPSS. Testet utförs med en fem procentig signifikansnivå. Hypotesen som kommer att testas är följande:

H_0 : Event data är normalfördelad

H_1 : Event data är inte normalfördelad

3.4 T-test

Henderson, (1990) hävdar att det mest utbredda tillvägagångssättet vid hypotesprövning i en event studie är t-test. Men Ahern, (2006) visar i sin forskning att t-test är det minst lämpliga testet för att säkerhetsställa att ett resultat är signifikant. Corrado *et al.*, (1992) och Campbell *et al.*, (1993) stöder Aherns resultat, de hävdar även att t-test har tendens att ge snedvridningar i resultaten. För ett mer rättvisande resultat föreslår Ahern ett Sign test i kombination med Fama& Frenchs trefaktormodell som mest lämplig.

I denna studie kommer författarna att genomföra ett t- test med hjälp av SPSS, syftet är att undersöka resultatets signifikans. Målet med testet är att få fram ett så kallat p-värde. Författarna kommer att testa hypoteser med en signifikansnivå på 0,05. Hypoteser som inte förkastas på den här nivån anses ge en korrekt skattning för det undersökta urvalet. Vid hypotesprövning ställs hypoteser mot varandra där det är nollhypotesen som testas och mothypotesen vars giltighet testas. Om mothypotesen är giltig så ska nollhypotesen förkastas.

$$T\text{-test} = \frac{\bar{X} - \mu}{S_x / \sqrt{n}}$$

Där

\bar{X} = genomsnitt för hela populationen

μ = genomsnitt med hänsyn till $N-1$ frihetsgrad.

S_x = Standaravvikelse för urvalet

n = urvalet

3.5 hypotesformulering

För att besvara problemformuleringen har författarna utfört och testat följande hypoteser. Under en så kallad nollhypotes antas att medelvärdet av variabeln vara noll.

Hypotes 1

H_0 : Det finns ingen signifikant anormal avkastning i samband med en bolagsinkludering eller -exkludering från ESI Excellence global index mellan 2003 och 2009

H_{0a} : Det finns ingen signifikant positiv anormal avkastning när ett bolag inkluderas i ESI Excellence global Index

H_{0b} : *Det finns ingen negativ signifikant anormal avkastning när ett bolag exkluderas ifrån ESI Excellence global Index*

Hypotes 2

H_1 : *Det finns ingen sig anormal avkastning i samband med en bolagsinkludering eller exkludering från ESI Excellence global index för varje enskilt år mellan 2003 och 2009.*

3.6 Datainsamling

För att få fram nödvändig information för att beräkna anormal avkastning enligt marknadsmodellen och enligt Fama&French trefaktor modell så har författarna inhämtat sekundära källor från olika håll. I datainsamlingsprocessen användes Thomson Datastream för att få fram historisk finansiell data såsom marknadsvärde, aktiepriser och marknadsindex, härifrån hämtas även market-to-book värden som sedan inverteras för att få fram book-to-market värden vid beräkning av HML. Företags market-to-book värden beräknas genom att dividera företagets marknadsvärden med totala eget kapital. Denna uträkning utgår ifrån Datastream definition av market-to-book värde.

Vid beräkning av avkastning har justerade priser använts med hänsyn till splittrar, emissioner, sammanslagningar och dylikt.

För att få fram jämförbara marknadsvärden för beräkning av SMB användes FTSE MV USD för att inte skillnader i växelkurs skulle påverka alltför mycket. För beräkning av marknadsindex ombads Datastream ta fram marknadsindex självt, det vill säga det generalindex för landet där aktien är listad. För att mäta CSR's påverkan har författarna valt att undersöka hur aktiepriset påverkats vid inkludering eller exkludering på ESI Excellence global index. För att få information kring detta samt kring förändringar i sammansättningen av indexet har kontakt tagits med Herwig Peeters⁷ som driver ESI Excellence index på Vigeo. Event data kring inkludering och exkludering publiceras i samband med förändringar i sammansättningen av indexet på Vigeo's hemsida. Där anges även orsaker bakom exkludering.

3.7 Bortfall

I uppsatsen har författarna haft ett bortfall på 15 % av det totala urvalet vilket motsvarar 320 event. Esaiasson *et al.*, 2007 hävdar att ett bortfall under 30 % är försumbart och risken för skevhet i analysen är då liten. Bortfall har förekommit till följd av negativt bokfört eget kapital (fama-french, 1993), samt brist på information kring storlek och book-to-market. Felaktig registrerat bortfall har uppkommit till följd av sammanslagningar och namnbyten dvs. sammanträffande av inkludering och exkludering av ett bolag samma dag.

⁷ Herwig Peeters: Director, Forum ETHIBEL asbl, Rue du prodrés 333/7. B-1030 Brussels, Belgium.

3.8 Validitet

Validitet syftar på att samla in relevant och korrekt data för problemställningen för att mäta det man avser att mäta (Eriksson och Wiedersheim-Paul, 2006) . Validitet kan delas upp i två beståndsdelar, inre validitet som ställer frågan om vi mäter vad vi vill mäta och extern validitet som ställer frågan om resultaten går att generalisera och tillämpa i andra sammanhang. Författarna har funnit att en event studie är den mest lämpliga metoden för vad vi ämnar undersöka. Vid användandet av event studie är det många faktorer som har stora effekter på studiens validitet vilket är viktigt att ta hänsyn till. Det är viktigt att precisera eventet för att vara säker att den absoluta anormala avkastningen är resultatet av det specifika eventet som vi önskar mäta . Henderson, (1990) hävdar att ju fler dagar som inkluderas i event fönstret, desto mindre säker blir event studien. Vid event studie det är viktigt att hålla eventfönstret kort, t ex två dagar för att minimera störningar från andra händelser som eventuellt kan påverka aktiekursen t.ex. att event dagar inte sammanfaller med varken kvartalsrapport eller årsredovisning, vilket naturligtvis har en effekt på företags aktiepris. Andra störningar som bör undervikas är spridning av information kring publicering av aktiens inkludering och exkluderings datum från ESI Excellence Global index . Henderson, (1990) hävdar att det i en event studie är viktigt att identifiera den tidpunkt då ny information först når marknaden. dvs. den verkliga event dagen.

3.9 Reliabilitet

Reliabiliteten anger tillförlitligheten i mätningen, det vill säga att resultatet skall vara detsamma vid upprepade mätningar och oberoende av vem som utför testet.

Reliabilitet innebär att andra forskare skall uppnå samma resultat med en liknande undersökning. I den här studien, är undersökningen baserad på event studie och sannolikheten för att göra subjektiva bedömningar vid en event studie är mycket liten. Insamling av data och noggrann analys är tecken på stark reliabilitet, Sekundärdata från aktiemarknaden hämtas från välrenommerade och säkra källor såsom Vigeo's hemsida samt Thomson Datastream. Vi använder Excel för att beräkna anormal avkastning, men vad som gäller T-test så har författarna använt SPSS vid prövning. Vad gäller eventets information så var Vigeo's hemsida samt den information som vi fick av Vigeo's ”director” väldigt användbara då vi hade tillgång till företag som inkluderats eller exkluderats mellan 2003-2009. Vidare kommer reliabiliteten att påverkas av hur författaren tolkar och bearbetar inhämtade data.

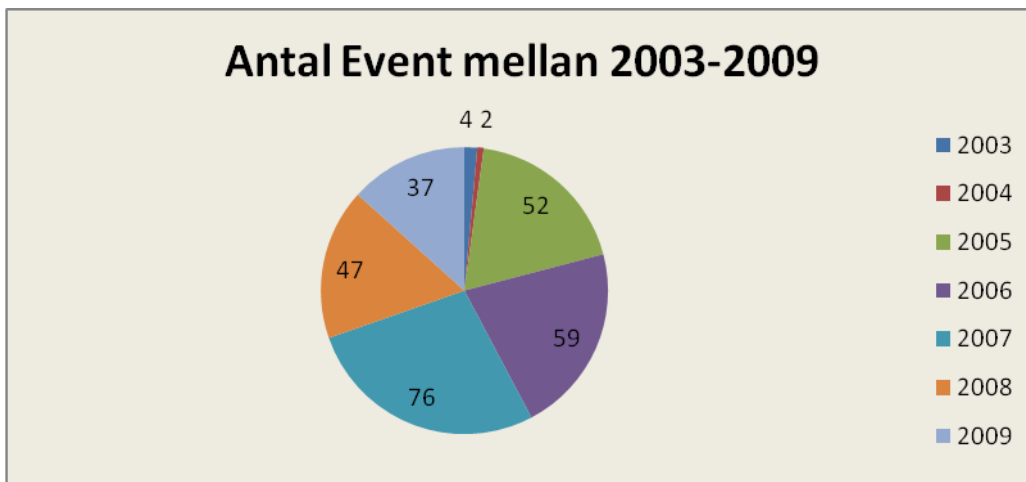
Reliabiliteten har också att göra med urvalet av företag eftersom det inte är säkert att de företag som presterar bäst gör det på grund av sitt agerande inom CSR. Det är ett problem som är svårt att undkomma och för att minska dess inverkan har vi enbart kollat på ESI Excellence Global index.

4. Empiriska Resultat

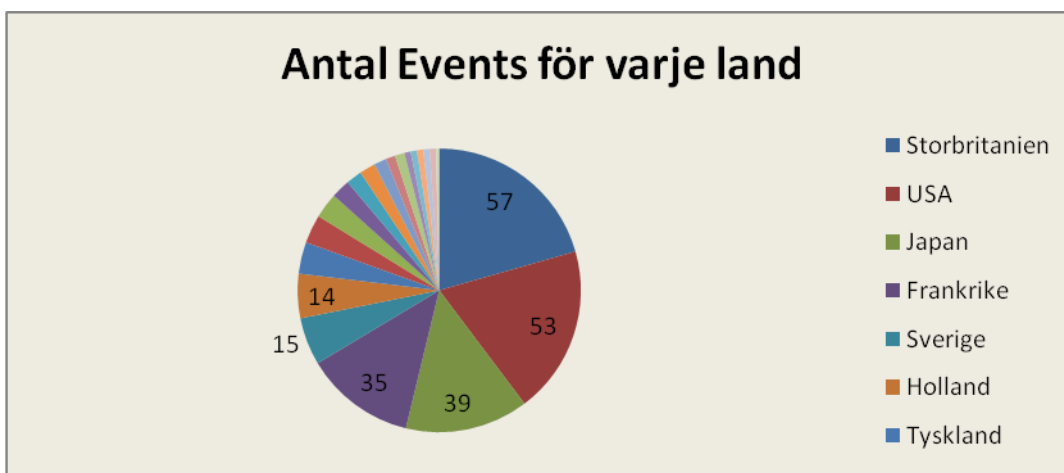
Författarna kommer i detta kapitel att presentera de resultat vi har kommit fram till. Resultaten kommer att presenteras i form av en bred beskrivning av resultat som bekräftas av tabeller samt diagram.

4.1 Databeskrivning

Huvudsyftet med vår studie var att undersöka marknadens reaktion vid inkludering eller exkludering från ett index. Studien inriktade sig mot att undersöka ESI Excellence Global index. ESI Excellence Global index innehåller i dagsläget 127 företag från hela världen. Studien visade att mellan 2003 och 2009 har det skett 274 event varav 160 inkluderingar och 114 exkluderingar. Nedan följer ett diagram som visar antalet event varje enskilt år mellan 2003-2009.



Undersökning visade att antalet event under undersökningsperioden varierar från år till år, då 2005, 2006, 2007 har haft största antal events. Vad det gäller länder innehåller indexet 21 länder och undersökning visade att länder som har haft det största antalet event under den undersökta perioden är USA, Japan, Frankrike och Sverige. Nedan följer ett diagram med över antal events per land:



I studien har författarna utfört ett T-test, då det Kolmogorov-Smirnov test som genomfördes visade att avkastningen för alla portföljer var normalfördelade. Huvudsyftet med användning av T-test är för att undersöka om den anormala avkastningen är signifikant.

4.2 Hypotesbeskrivning

Empiriska resultat tjänar som bas för att testa de hypoteser som ger oss möjlighet att besvara vår problemformulering. Som vi nämnde i *stycke 3.2.5 anormal avkastning* så beräknas anormal avkastning med hjälp av marknadsmodellen samt FF3F för varje aktie med hänsyn till event fönstret. Den kumulativa anormala avkastningen (CAR) över event fönstret ger genomsnittliga avkastningar mellan dag-1 och dag + 1. I vårt fall, som vi tidigare nämnde i *stycke 3.2.6 den kumulativa anormala avkastningen* så anger AR1 aktiens avkastning mellan event dagen och dagen innan, medan AR2 ger avkastning för event dag och dagen efter. Bilaga 2 anger de resultatet som författarna har fått fram vad som gäller AR1, AR2 samt CAR för varje enskild aktie mellan 2003 och 2009 baserad på marknadsmodellen respektive FF3F . Författarna har som tidigare nämnts använt sig av T-test för att testa hypoteserna.

4.2.1 Hypotes 1 – Marknadsmodellen

H₀: *Det finns ingen signifikant anormal avkastning i samband med en bolagsinkludering eller exkludering från ESI Excellence global index mellan 2003 och 2009*

Hypotes 1 formuleras med syfte att analysera CSR-eventets påverkan på företagets marknadsvärde. För att besvara studiens problemformulering har författarna valt att dela upp hypotes1 till två delhypotes (delhypotes 1 samt delhypotes2), med syfte att få möjlighet att analysera marknaden med tanke på att inkludering och exkludering kan ha olika effekter på marknaden. Vi presenterar här vår första delhypotes.

delhypotes 1

H_{0a}: *Det finns ingen signifikant positiv anormal avkastning när ett bolag inkluderas i ESI Index.*

För att testa hypotesen har författarna utfört ett T-test, där hypotesen accepteras om p-värdet är mindre eller lika med 0,05 och förkastas vid motsats resultat. Följande tabell visar resultatet av den utställda hypotesen.

Alla händelse, CAR, inkludering	
Mean:	-0,0054
Standard deviation mean:	0,05010
Two- Tailed p-value:	0,178
95 % Confidence interval :	
Lower:	-0,0132
Upper:	0,0025

I tabellen för T-test av anormal avkastning sett över hela fönstret (CAR) vid inkludering i ESI Excellence global index mellan 2003 och 2009 ger ett p-värde på 0,178. Värdet har en större signifikansnivå än 0,05, vilket innebär att hypotes H_{0A} inte kan förkastas dvs. Hypotesen borde accepteras.

Slutsats 1: Det finns ingen genomsnittlig positiv signifikans på marknadens reaktion om företaget inkluderas i ESI index.

delhypotes2

H_{0b} : *Det finns ingen negativ signifikant anormal avkastning när ett bolag Exkluderas ifrån ESI Index*

Vid testing av delhypotes 2 har vi kommit fram till följande resultat.

Alla händelse, CAR, Exkludering	
Mean:	0,0164
Standard deviation mean:	0,15776
Two- Tailed p-value:	0,269
95 % Confidence interval :	
Lower:	-0,0129
Upper:	0,047

Tabellen visar resultatet av T- test för kumulativa anormal avkastning (CAR) över hela event fönstret för alla exkluderade bolag från ESI Excellence Global index mellan 2003 och 2009. Testet har gett ett p-värde på 0,269. Värdet har en större signifikansnivå än 0,05 vilket innebär att delhypotes 2 accepteras.

Slutsats 2: Det finns ingen genomsnittlig positiv marknadsreaktion när ett företag exkluderas från ESI Excellence global index.

Baserat på slutsats 1 och slutsats 2 kommer författarna inte att förkasta hypotes 1, eftersom vi inte fann någon signifikans mot CAR för inkludering i AR1 och AR2 och CAR för strykning i AR1 och AR2.

Detta gör att hypotes 1 förkastats för år att det inte finns någon genomsnittlig signifikant marknadsreaktion för företagets inkludering eller strykning från ESI Excellence Global index.

Testet visade att CSR aktiviteter inte har någon generell påverkan på marknadsvärdet på företag.

4.2.2 Hypotes 2 – Marknadsmodellen

H₂: *Det finns ingen sig anormal avkastning i samband med ett bolags inkludering eller strykning från ESI Excellence Global index för varje enskilt år mellan 2003 och 2009.*

Med hypotes 2 vill författarna analysera om CSR-aktiviteters påverkan på företagets marknadsvärde har ändrats mellan 2003 och 2009. Syftet är att utvärdera förändringen i aktiemarknadens reaktion. Författarna har i detta fall valt att kolla på inkluderingar och exkluderingar av bolag för varje enskilt år. Resultaten vi har kommit fram till presenteras i tabellen nedan. Vi har gulmarkerat alla signifikanta resultat som har ett p-värde som är mindre än 0,05.

ÅR	Antal events	Mean (CAR)	Two-tailed p-value(CAR)	Mean		Mean		Two-tailed p-value (AR2)
				AR1	Two-tailed p-value (AR1)	AR2	Two-tailed p-value (AR2)	
2003 inkl	3	-0,0113	0,6	0,107	0,168	-0,022	0,446	
2003 exkl.	0	0	0	0	0	0	0	
2004 inkl	2	-0,0541	0,237	-0,0256	0,161	-0,0285	0,299	
2004 exkl.	0	0	0		0	0	0	
2005 inkl	43	-0,0004	0,942	-0,0011	0,736	0,00062	0,845	
2005 exkl.	19	-0,0102	0,202	-0,0061	0,158	-0,0041	0,45	
2006 inkl	32	0,00271	0,481	0,0023	0,214	0,00042	0,881	
2006 exkl.	33	-0,00558	0,464	-0,00254	0,571	-0,003	0,45	
2007 inkl	58	-0,00362	0,463	0,00023	0,941	-0,0038	0,264	
2007 exkl.	23	-0,0143	0,154	-0,00645	0,15	-0,0079	0,187	
2008 inkl	34	-0,01986	0,266	-0,00991	0,3	-0,00994	0,271	
2008 exkl.	21	0,06069	0,455	0,0288	0,363	0,03188	0,522	
2009 inkl	2	-0,006	0,6	-0,009	0,382	0,003	0,38	
2009 exkl.	36	0,036	0,017	0,0251	0,005	0,0109	0,227	

Med hänsyn till hypotes 2 ” det finns ingen signifikant anormal avkastning vid bolagsinkludering respektive -exkludering för varje enskilt år mellan 2003-2009” så kan hypotesen inte förkastas vid inkludering och exkludering enligt marknadsmodellen för åren 2003-2008, samt för inkluderingar 2009. Däremot kan vi förkasta hypotesen för exkluderingar under 2009 då p-värdet för AR1 är på 0,005 och då är under signifikansnivån på 95 %, Den anormala avkastningen för perioden är på 2,51 %. Även för CAR sker en positiv signifikant avkastning, här på 3.6 % och med ett p-värde på 0,017.

Det sker sålunda en positiv anormal avkastning. Därmed har exkludering en positiv påverkan på marknadsvärdet 2009.

4.2.3 Hypotes 1- Fama & French tre- faktor modell FF3M

H₀: *Det finns ingen signifikant anormal avkastning i samband med en bolagsinkludering eller exkludering från ESI Excellence global index mellan 2003 och 2009*

4.2.3.1 delhypotes 1

H_{0a}: *Det finns ingen signifikant positiv anormal avkastning när ett bolag inkluderas i ESI Index.*

Med hänsyn till Fama& French tre- faktor modell har författarna kommit fram till följande resultat vad gäller delhypotes 1.

Alla händelse, CAR, inkludering	
Mean:	0,0068
Standard deviation mean:	0,07147
Two- Tailed p-value:	0,314
95 % Confidence interval:	
Lower:	-0, 0065
Upper:	0,0200

Tabellen visar resultatet vid T-test av kumulativ anormal avkastning (CAR) sett över hela fönstret vid inkludering i ESI Excellence global index mellan 2003 och 2009 och anger ett p-värde på 0,314. Värdet har en större signifikansnivå än 0,05, vilket innebär att hypotes H_{0A} inte kan förkastas dvs. Hypotesen borde accepteras.

Slutsats 1: det finns ingen genomsnittlig positiv signifikant marknadsreaktion när företaget inkluderas i ESI Excellence global index.

4.3.2.2 delhypotes 2

H_{0b}: *Det finns ingen negativ signifikant anormal avkastning när ett bolag exkluderas från ESI Excellence Global Index*

Vid test av delhypotes 2 har vi kommit fram till följande resultat.

Alla händelse, CAR, Exkludering

Mean:	-0,0127
Standard deviation mean:	0,09137
Two- Tailed p-value:	0,081
95 % Confidence interval:	
Lower:	-0,0270
Upper:	0,0016

Tabellen visar genomförande av T-test för kumulativa anormal avkastning(CAR) under hela event fönstret för alla exkluderade bolag från ESI Excellence Global index mellan 2003 och 2009. Testet har gett ett p-värde på 0,081. Värdet har en större signifikansnivå än 0,05 vilket innebär att delhypotes 2 accepteras.

Slutsats 2: Det finns ingen genomsnittlig negativ marknadsreaktion när ett företag exkluderas från ESI Excellence global index.

Vid beaktande av Fama & Frenchs trefaktor modell och slutliga slutsatser, kommer författarna inte att förkasta hypotes 1, eftersom vi inte fann någon signifikans mot CAR varken vid inkludering eller exkludering mellan 2003 -2009 .

4.2.4 Hypotes 2 – Fama& Frenchs tre- faktor modell

H₂: *Det finns ingen signifikant anormal avkastning i samband med en bolagsinkludering eller -exkludering från ESI Excellence global index under varje enskilt år mellan 2003 och 2009.*

För att åskådliggöra förändringar i marknadens reaktion så delas urvalet upp i undergrupper baserat på marknadens reaktion för varje år. Resultaten redovisas i tabellen nedan där alla signifikanta resultat med p-värde under 0.05 är gulmarkerade.

ÅR	Antal events	Mean (CAR)	Two-tailed p-value(CAR)	Mean AR1	Two-tailed p-value (AR1)	Mean AR2	Two-trailed p-value (AR2)
2003 inkl	4	-0,0135	0,634	0,0096	0,053	-0,0231	0,473
2003 exkl.	0	0	0	0	0	0	0
2004 inkl	2	-0,0547	0,237	-0,0259	0,162	-0,0288	0,298
2004 exkl.	0	0	0	0	0	0	0
2005 inkl	43	-0,0517	0,009	-0,0267	0,007	-0,025	0,011
2005 exkl.	19	-0,0205	0,031	-0,0113	0,026	-0,0093	0,122
2006 inkl	32	0,0133	0,518	0,0076	0,478	0,0057	0,57
2006 exkl.	33	-0,0239	0,29	-0,0117	0,326	-0,0122	0,266
2007 inkl	58	0,0031	0,543	0,0036	0,245	-0,0005	0,895
2007 exkl.	23	-0,0059	0,481	-0,0022	0,554	-0,0037	0,472
2008 inkl	34	-0,0154	0,388	-0,0077	0,42	-0,0077	0,393
2008 exkl.	21	0,0727	0,37	0,0348	0,273	0,0379	0,445
2009 inkl	2	-0,0006	0,874	-0,0063	0,317	0,0057	0,072
2009 exkl.	36	0,0201	0,119	0,0172	0,038	0,0029	0,71

Med hänsyn till Fama & French tre-faktor modell kan vi förkasta hypotesen för samtliga fönster, AR1, AR2 och CAR vid inkludering år 2005. AR1 har en anormal avkastning på -5.17% och ett p-värde på 0,009. AR1 har en anormal avkastning på -2.67% och ett p-värde 0,007. AR2 har en anormal avkastning på -2.5% och ett p-värde på 0,011. Under 2005 har alltså inkluderingar på ESI Excellence Global ett signifikant negativt samband.

Exkluderingar under 2005 har en signifikant anormal avkastning i CAR på -2.05% och med ett p-värde på 0,031 samt med en AR1 på -1.13% och ett p-värde på 0,026. Urvalet är i detta fall relativt litet vilket gör att enstaka större förändringar kan snedvrider resultatet.

För exkluderingar 2009 finns signifikans på AR1 med en anormal avkastning på 1.72% och ett p-värde på 0,038. Sålunda finns där ett signifikant positivt samband mellan exkludering och positiv avkastning.

5. Analys & Slutsats

I detta kapitel analyseras studiens resultat utifrån de empiriska resultat och teorier som presenterades i teoriavsnittet. Kapitlet innehåller även de viktigaste slutsatserna som författarna har kommit fram till baserat på empiri och analys samt med hänsyn till frågeställning och syfte dessutom ges förslag till vidare forskning.

Analyskapitlet innehåller en djupgående analys av studiens empiriska resultat som grundar sig på teorier och resultaten från tidigare studier som presenterats i kapitel 2. Diskussionen i analysen kommer att ligga till grund för att undersöka om vi kan mäta CSR påverkan genom att undersöka förändringar i marknadsvärdet vid inkludering eller exkludering från ESI Excellence Global Index. Undersökningen baseras på två huvudhypoteser, se avsnitt 3.5 hypotesformulering, men analysens fokus kommer att ligga på hypotes ett, som syftar till att ge ett tydligt svar på studiens väsentliga forskningsfråga. Författarna kommer i analysen att kombinera de teoretiska och empiriska resultat som utvecklades ur den ursprungliga problemdiskussionen.

5.1 Hypotes ett

Det påträffas ingen övergripande signifikant reaktion i stycke 4.2.1 empiriska resultat - hypotes ett marknadsmodellen som anges av brist på signifikanta anormala avkastningar för båda event dagarna enskilt samt under hela event fönstret till följd av en inkludering eller exkludering från ESI Excellence Global Index. Följaktligen, kan nollhypotesen inte förkastas vid inkludering eller exkludering från ESI Excellence Global Index mellan 2003 och 2009 eftersom det inte finns någon signifikant anormal avkastning.

De empiriska resultaten av denna studie visar att företagens CSR- verksamhet inte har någon påverkan på marknadsvärdet hos företaget, vilket stämmer överens med resultaten från tidigare forskning som bedrivits av Presston & O'Bannon, (1997) och Bauer, (2002). Men motsägelsefull till en rad andra studier som bedrivits av Hill et al,(2007), Becchetti et al, (2007), Bird et al, (2007) samt Jones & Murrell,(2001).

Det faktum att resultatet av denna studie verkar stå i strid med ett antal tidigare genomförda studier kommer inte som någon överraskning. Waddock och Graves (1997) exempelvis drog slutsatsen att det finns olika perspektiv kring hur ett socialt ansvarstagande definieras, många forskare har reflekterat över detta. Det faktum att tidigare studier ger motsägelsefulla resultat till de resultat som fås i denna studie, beror på att det finns en skillnad i de använda metoder, studerade urvalsstorlekar samt den teoretiska definitionen av CSR.

Antagandet att marknaden är effektiv och att aktiekursen i ett företag avspeglar det förväntade värdet av dess framtida diskonterade kassaflöden (Koller *et al*, 2005), diskuteras i kapitel 2 teoretisk ram.

Avsaknaden av en marknadsreaktion till följd av en negativ eller positiv förändring i företagens CSR, mätt genom exkludering eller inkludering i ESI Excellence Global, indikerar att CSR inte har någon effekt på företagets framtida kassaflöden och därigenom dess marknadsvärde.

Som tidigare nämnts, fann författarna i likhet med studien av Presston & O'Bannon, (1997) inga signifikanta förhållanden mellan ledande bolag inom CSR och aktieavkastning. Följaktligen innebär detta att förbättrad CSR inte skapar något värde för bolaget mätt som ökat marknadsvärde. Detta leder till frågan om varför CSR aktiviteter inte genererar någon påverkan på aktiepriset. Enligt Freeman, (1999) är det svårt för investerare att bedöma den verkliga inverkan av CSR som kan påverka resultatet hos ett bolag, vilket resulterar i en avsaknad av ett signifikant samband mellan företagens CSR och aktiemarknadens värdering. CSR kan vara positivt för företaget utan att investerare faktiskt inser detta.

Investerare behöver inte nödvändigtvis tolka den "belöning" som ges genom att inkluderas eller "bestraffning" som ges genom att exkluderas från indexet som ett tecken på positiv eller negativ CSR. Utifrån denna argumentation kan man dra slutsatsen att avsaknaden av en betydande påverkan på företagets marknadsvärde vid en inkludering eller exkludering från ESI Excellence Global index kan vara ett resultat av investerarnas oförmåga att uppfatta detta events påverkan på framtida kassaflöden för företaget.

Däremot finner studien av Becchetti *et al.*, (2009) en signifikant negativ anormal avkastning vid en exkludering från Domini 400 Social index. Forskarna har dock kommit fram till att den negativa påverkan på aktiekursen som sker hos ett företag som bryter mot sociala kriterier (och därmed exkluderas) inträffar när etiska fonder (som har aktier i företag som ingår i Domini 400 Social Index) säljer sitt aktieinnehav, snarare än på grund av en förväntad "negativ chock på aktiekapitalet" (Becchetti *et al.*, 2009). Argumentationen skulle kunna tillämpas kring avsaknaden av marknadsreaktion vid en exkludering från ESI Excellence Global index. Dessutom finns det en möjlighet att etiska fonder har en passiv strategi även på ESI Excellence Global index, och säljer aktier i bolag som exkluderas och köper i bolag som inkluderas.

De väsentliga resultaten av denna studies slutsats är att den första hypotesen inte kan förkastas, vilket tyder på att det inte finns någon koppling mellan CSR och finansiella resultat som den uppfattas av investerarna. Eftersom de inte reagerar på nyheter om företagets sociala ansvar, exempelvis inkludering eller exkludering från ESI Excellence Global index. Om man antar motsatsen att det finns ett samband mellan finansiella resultat och CSR, skulle investerare integrera information om företagets sociala ansvar i sitt beslut, vilket i sin tur resulterar i en reaktion från marknaden.

I motsvarighet till denna studie fann Aupperle *et al.*, (1985) att det finns otillräckliga bevis för att påvisa att socialt ansvarsfulla företag, är mer lönsamma än andra. Cochran & Wood, (1984) Fann ingen

koppling mellan CSR och finansiell prestation, medan Preston och O'Bannon, (1997) inte fann någon signifikant negativ koppling mellan CSR och finansiella resultat. Man kan hävda att resultaten av denna studie innebär att det inte finns något samband CSR och finansiella resultat som den uppfattas av investerare.

Om man utgår ifrån att marknaden påverkas av förhållandet mellan CSR och ekonomiskt resultat, kan resultatet av denna studie förklaras av att en inkludering eller exkludering från ett index kanske inte är resultatet av ett strategiskt beslut som genomförs av ett bolag. Något som enligt Johnson (2003), är en förutsättning för ett positivt samband mellan CSR och ekonomiska resultat. Snarare kan inkludering eller exkludering av ett bolag från ESI Excellence global index ses som en följd av händelser som tidigare inträffat. Det är högst sannolikt att dessa tidigare händelser kan förklaras exempelvis med en stor ökning av utsläppen av koldioxid eller andra föroreningar av ett bolag. Vilket i direkt anslutning till händelsen genererar en betydande påverkan på aktiemarknaden. Följaktligen skulle man inte kunna förvänta sig att hitta någon betydande anormal avkastning efter en förändring av sammansättningen av ESI Excellence Global index. Istället förekommer anormal avkastning eventuellt i samband med den händelse som leder till inkludering eller exkludering från indexet.

Teorin om signalering stöds av resultaten hos Klassen & McLaughlin, (1996), som drar slutsatsen att miljöutmärkelser skapar en signifikant reaktion på marknaden. Signalering bekräftas ytterligare av Jones och Murrell, (2001), som hävdar att marknaden reagerar positivt på information kring att ett bolag har inkluderats på mest familjevänliga företag ”*working mothers magazine's list*”. Trots att de resultat som presenteras i empiri kapitlet visar att oavsett signaler kring antingen exkludering eller inkludering från ESI Excellence Global Index som förmedlas till investerare, behöver dessa inte nödvändigtvis tolkas som något som skulle påverka framtida kassaflöden i företaget.

Även företagens inkludering eller exkludering ur ESI Excellence Global index i sig kan inte påverka resultat hos ett bolag. I så fall skulle det gå att skicka signaler till investerare för att förmedla information om framtida resultat hos företaget. Därigenom kan händelser som inte har en direkt påverkan på likvida medel, fortfarande anses generera en reaktion på marknaden.

5.2 Hypotes två

Empiriska resultat från hypotes två bör analyseras med syfte att undersöka hur CSR aktiviteter påverkan på marknadsvärden har förändrats över tid.

Som tidigare behandlats i empiri kapitlet så förekommer ingen signifikant anormal avkastning under åren 2003, 2004, 2006, 2007, 2008 samt under inkludering 2009. vilket innebär att vi inte kommer att förkasta utställd hypotes. Däremot har resultatet visat att det finns en negativ signifikant avkastning för både inkludering och exkludering 2005 samt signifikant positiv avkastning för exkludering 2009 vilket innebär att hypotes 2 kommer att förkastas i detta fall .

Resultat av denna studie, visar på att påverkan av CSR-aktiviteter mätt som inkludering eller exkludering från ESI Excellence Global index har varierat under den undersökta perioden 2003-2009. I likhet med Becchetti *et al.*, (2009), och Bird *et al.*, (2007), som fann att påverkan av CSR definierat som inkludering och exkludering från indexet har blivit starkare över tid mellan 1990 och 2004, vilket de tolkar som ökat intresse från investerare för CSR. Vidare har det ökade kapitalet för etiska fonder, bidraget till att stärka effekten av marknaden mot förändringen i etiska index under senare år (Becchetti *et al.*, 2009). Men även om våra resultat har visat att påverkan har förändrats mellan 2003 och 2009, är det inte möjligt att bekräfta Becchetti's resultat. Då förändringar inte kan förklaras med att påverkan vid förändringar har blivit starkare över tid mellan 2003-2009. Däremot kan det hävdas att resultaten av dessa studier påvisat att även om investerare blir mer och mer intresserade av CSR (med tanke på det ökade kapital hos etiska fonder) så är deras förmåga att utvärdera sambandet mellan CSR och finansiella prestation fortfarande otillräckligt .

De empiriska resultaten i den här studien står i linje med resultaten hos Bird *et al.*, (2007). Deras studier fann att aktiemarknaden har förändrat i sin reaktion till olika CSR- relaterade aktiviteter mellan 1990-2003, exempelvis bestraffades bolag som bröt mot miljömässiga regleringar med sämre avkastning. Men samtidigt reagerade marknaden negativt mot bolag som lägger mer resurser än nödvändigt för att uppnå statliga miljömål. Vår studie indikerar att marknaden inte är konsekvent i sin utveckling av CSR- aktiviteter, mätt som en reaktion kring en inkludering eller exkludering från ESI Excellence global index mellan 2003-2009. De empiriska resultaten under undersökningsperioden kan härledas till svängningar i konjunktur på marknaden under perioden med tanke på att event studiemetoden är känslig för svängningar i marknadens pessimism eller optimism. Perioden 2003-2009 innefattar stora fluktuationer på aktiemarknaden med både högkonjunktur och en ekonomisk kris, det här argumentet förespråkas av Becchetti *et al.*, (2009).

Den signifikanta anormala avkastning som fås till följd av inkludering eller exkludering från ESI Excellence Global, som åskådliggörs när man bryter ner urvalet på enskilda år kan analyseras på tidigare forskning som presenterats i *avsnitt 2.3marknadens värdering av bolaget*. Den negativa anormala avkastning som fås till följes av ett bolags inkludering i ESI Excellence Global tyder på att investerare ser händelsen som en signal på att den kommer att ha en negativ påverkan på framtida kassaflöden hos bolaget och därigenom dess marknadsvärde. Dessa resultat kan förklaras utifrån ett neo-klassiskt perspektiv genom att hävda att bolagets enda syfte är att maximera sin vinst (Friedman, 1970). Det neoklassiska perspektivet ser CSR som en avvikelse från vinstmaximeringen genom att tillfredställa andra intressenter bortsett från aktieägarna, vilket innebär en avvägning mellan CSR och vinster. Följaktligen innebär en inkludering i ett index att bolaget har avvikit från vinstmaximering och avvarat stora resurser och tid på CSR för att möta kraven för inkludering i ett index. En studie av La Porta *et al.*, (2007) visade att omallokering av tillgångar för att investera i CSR har en negativ

påverkan på bolags prestation på kort sikt. Följaktligen kan en negativ reaktion vid ett bolags inkludering i ESI Excellence global index tolkas som att investerarna följer denna tes.

Den negativa anormala avkastning som fås följd av en exkludering från ESI Excellence Global betyder att investerare uppfattar att detta event har en negativ påverkan på framtida kassaflöden. Resultatet tyder på att aktiemarknaden bestraffar bolag som ignorerar CSR definierat som ett resultat av exkludering från ESI . Rationellt sett kan man dra slutsatsen att det sannolikt finns en tro hos investerarna på ett samband mellan CSR och finansiell prestation. Baserat på detta samband hävdar Ruf *et al.*,(2001) att bolag som möter efterfrågan från olika intressenter tror att högre CSR leder till signifikant högre försäljningstillväxt för den närmaste framtiden. Laporta *et al.* (1997) finner att omallokering av tillgångar till CSR aktiviteter har en negativ påverkan på bolags resultat på kort sikt. Detta argument stämmer även för vår undersökning där marknaden värderar kortsiktiga förluster högre än långsiktiga vinster vilket leder till en negativ reaktion när marknaden får veta att bolaget har investerat mer i CSR än sina konkurrenter, d v s genom inkludering i index. Medan exkludering påvisar att man inte tillhör ”bäst i klassen” längre och därigenom lägger vad man behöver på miljökrav och arbetsrätt.

Genom att utgå ifrån att investerare ser en exkludering från ESI Excellence Global som en indikation på försämrad CSR, ses detta som något som har en negativ effekt på värdet på bolaget, eftersom händelsen generera negativ anormal avkastning. Resultaten är i linje med resultat hos Jones & Murrell, (2001) som finner ett positivt samband mellan signalen av positiv CSR och marknads reaktion.

Enligt Becchetti *et al.*, 2009, har marknaden och förekomsten av etiska index och -fonder vuxit sig starkare på senare år och även sambandet mellan CSR och avkastning. De finner även att både avkastningen och marknaden fluktuerat kraftigt under 2000-talet. Detta skulle kunna förklara varför både inkluderingar och exkluderingar påvisar negativ avkastning under 2005. Ainschough *et al.*, (2006) och Bird *et al.*, (2007) fann att marknaden reagerar negativt på bolag som allokerar mer resurser till miljövänlig verksamhet för att uppnå utsatta mål.

Burke och Logsdon,(1996) hävdar att CSR skulle kunna integreras i den övergripande strategin för att leda till ökat värdeskapande i likhet med ”VRIO-teorin”. Marknaden verkar inte anse att CSR kan ses som en värdefull och organiserbar verksamhet. I motsats till Rodgers och Choy,(2008) fann författarna inget starkare samband under senare år mellan inkludering och exkludering på CSR- index och avkastning.

Däremot fann Bauer *et al.*, (2002) genom att använda ”Carharts 4-faktormodell” att bolag som inkluderas på CSR- index underpresterar. Författarna fann samma tendens för ESI Excellence Global index när vi använde oss av Fama & French tre-faktor modell.

5. 3. Sammanfattning resultat

För att avgöra om CSR har en positiv påverkan på marknadsvärdet hos ett bolag, genomfördes en event studie på ESI Excellence Global index, ett index med så kallade positiva urvalskriterier. Författarna ämnade undersöka hur marknadsvärdet påverkades i form av aktieavkastning i samband med inkludering eller exkludering från indexet.

CSR (mätt som anormal avkastning i samband med inkludering eller exkludering från ESI Excellence Global) har i genomsnitt ingen signifikant påverkan på marknadsvärdet. Utifrån detta kan antas att CSR inte genererar något extra aktieägarvärde på kort sikt. Men samtidigt kan det inte antas att CSR genererar en negativ påverkan på marknadsvärdet. Avsaknaden av marknadsreaktion till CSR-aktiviteter kan härledas till den allmänna uppfattningen hos investerare att CSR inte påverkar bolagens kassaflöden och därigenom deras fundamentala värde. Detta med utgångspunkt i att negativ respektive positiv CSR kan likställas med exkludering respektive positiv inkludering i ESI Excellence Global Index.

Graden av påverkan från CSR-aktiviteter har inte förändrats under åren 2003-2009, då signifikanta reaktioner påträffats under vissa år men inte under andra. Komplexiteten kring begreppet CSR har skapat svårigheter hos investerare att bedöma dess påverkan på värdet hos bolagen.

5.4 Förslag på vidare forskning

Som komplement till vår forskning kan det vara intressant att:

- Göra en jämförande studie mot ASPI som är det andra stora indexet med positiva urvalskriterier för att undersöka ifall vi får samma resultat.
- Ta hänsyn till högkonjunktur och lågkonjunktur för att eliminera påverkan från *Bullish* och *Bearish* marknad.
- Ta hänsyn till *Carharts 4 faktor* modell som utöver storleks och BTM- effekten även lägger till en faktor för marknadens momentum. En Carhart undersökning skulle även ge en närmare jämförelse med Bauers studie.
- Göra en komparativ studie mellan ESI Excellence global och ESI Pioneer global som enbart innehåller bolag som är längre fram i sitt CSR- arbete, för att jämföra huruvida bolag som är ännu bättre på CSR har högre avkastning i samband med inkludering eller exkludering. Uppdelning gentemot Excellence US eller uppdelning på länder för att undersöka eventuella nationella skillnader, värderas CSR annorlunda beroende på land?
- Göra uppdelning kring varför exkludering respektive inkludering då vissa bolag exkluderats enbart till följd av konkurs eller sammanslagningar och uppköp. Kan det finnas någon skillnad beroende på vilken uteslutningsprincip som tillämpats?

Källförteckning

Artiklar

Ahern, K R., (2009),” *Samples Selection and Event Study Estimation*”, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 16, Nr. 3.

Aupperle, K E., Carroll, AB., Hatfield, JD., (1985), “*An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability*”, *The Academy of Management Journal*, Vol. 28, Nr. 2, Sid . 446-463

Becchetti, L., Ciciretti, R., Hasan,I.,(2009) ;“*Corporate Social Responsibility And Shareholder ’s, Value: An Empirical Analysis*”, *Bank of Finland Research Discussion paper*, Nr.1.

Bird, H., Hall, A.D., Momentè, F., Reggiani, F., (2007), “*What Corporate Social responsibility Activities are Valued by the Market?*”, *Journal of Business Ethics*, Vol.76, Sid. 189-206.

Burke, L., J. M. Logsdon., (1996), ‘*How Corporate Social Responsibility Pays Off*’, *Long Range Planning*, Vol. **29**, Nr.4, Sid 495–502.

Campbell, J Y., Lo, A., McKinlay, C., (1997), “*The Econometrics of Financial Markets*”, *Princeton University Press*, Princeton.

Cochran P.L., Wood R. A., (1984),”*Corporate Social Responsibility and Financial Performance*”, *the Academy of Management Journal*, Vol. 27, No. 1, Sid .42-56.

Cochran, P.L., (2007),”*The evolution of corporate social responsibility*”, *Business Horizons*, Vol.50, Nr. 6, Sid 449-454.

Copeland, T E., Antikarov, V., (2005), “*Real Options: Meeting the Georgetown Challenge*”, *Journal of Applied Corporate Finance* ,Vol. 17, Nr. 2, Sid. 32-52

Corrado. C J., Zivney, T L., (1992), ”*The Specification and Power of the Sign Test in Event Study Hypothesis tests Using Daily Stock Returns*”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* ,Vol. 27 Nr. 3, Sid. 465-478.

Fama ,E F., French, K R., (1993), “*French Common Risk Factors In The Returns on Stocks and Bonds*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 33 , Sid. 3-56.

Fama, EF., (1970), “*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* ”, *journal of finance* ,Vol .25, Nr 2, Sid. 383-417

Friedman, M., (1970), “*The social responsibility of a firm is to increase profits*”, new York times magazine .

Aras,G., Aybars,A., Kutlu, O., (2008), "*Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets*", International Journal of Productivity and Performance Management, Vol. 59, Nr.3, Sid .229 – 254 .

Henderson Jr, G ., (1990),” *Problems and Solutions in Conducting Event Studies*”, Journal of Risk & Insurance, Vol. 57, Nr. 2, Sid. 282-307.

Hill,R P., Ainscough, T., Shank, T., Manullang D., (2007),” *Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective*”. Journal of Business Ethics,Vol. 70, Sid.165–174.

Hoti, S., McAleer, M., Pauwels, L., (2007), “*Measuring risk in environmental finance*, Journal of economic surveys, vol. 21,Nr. 5, Sid 970-998.

Jones, R., Murrell, A J., (2001),” *Signaling Positive Corporate Social Performance. Business & Society*, Vol. 40, Nr. 1, Sid. 59-79.

Klassen,R D., McLaughlin, C P., (1996),” *The Impact of Environmental Management on Firm Performance*”. Management Science , Vol.42, Nr. 8, Sid. 1199-1214

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., (1997) “*Legal Determinants of External Finance*”, Journal of Finance, Vol. 52, sid. 1131–1150.

Mackey, A., Mackey,T., Barney,J., (2007), “*Corporate social responsibility and performance :investor preferences and corporate strategies*”, Academy of Management Review, Vol. 32, Nr. 3, Sid 817–835.

MacKinlay ,C., (1997), “*Event Studies in Economics and Finance*”, Journal of Economic Literature, Vol. 35 ,Sid. 13-39

Norman,W., Macdonald, C., (2004), “*Getting to the bottom of triple bottom line*”, Business Ethics Quarterly, vol. 14, Nr. 2.

Preston, L ., O’Bannon, D., (1997), “*The corporate social-financial performance relationship*”. Business and Society, Vol. 36, Nr.1, Sid. 5-31.

Ryan, R M., Koestmer, R., Deci, E L., (1991),” *Varied Formas of Persistence: When Free-Choice Behavior is Nnot Intrinsically Motivated*”, Motivation and Emotion,Vol. 15, Sid. 185-205.

Sen. S., Bhattacharya, CB., Korschun, D., (2006), "*The Role of Corporate Social Responsibility in Strengthening Multiple Stakeholder Relationships*", a field experiment. *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 34, Sid. 158-166.

Spence, M., (1973), "*Job Market Signaling*" the quarterly journal of economics, vol. 87, Sid. 355-374.

Tepper, M., (2003), "*Abrief History of Social Reporting*", *Business Respect*, Nr. 51.

Waddock, S A., Graves, S A., (1997), "*The Corporate Social Performance-Financial Performance*" Link, *Strategic Management Journal*, Vol.18, Nr.4, Sid. 303-319.

Elektroniska källor

Bauer, Rob. Koedijk, kees och otten, Rogér *international evidence on ethical mutual funds performance and investment style..* Maastrichts universitet. life working paper 2002 nr 59
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=297882

Rodgers, waymond. Choy Hiu Lam. Guiral, Andres *Do Investors Value a Firm's Commitment to Social Activities? The Moderating Role of Intangibles and the Impact of the Sarbanes-Oxley Act*, working paper http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1311473

Womack. Kent L Zhang ying Dartmouth College – Tuck School of Business. *Understanding Risk and Return, the CAPM, and the Fama-French Three-Factor Model*

http://www.ethibel.org/pdf/ESI_Rulebook_version%202.pdf

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=481881

Böcker

Berk, J., DeMarzo, P., (2007), "*Corporate Finance*", upplaga 1, Pearson education, Boston.

Bodie, Z., Kane, A., Marcus A., (2008), "*Investments*", upplaga 7, mcgraw-hill, Boston

Bryman. A., Bell, E., (2003), "*Företagsekonomiska forskningsmetoder*", Liber ekonomi, Malmö:

Eriksson, L., Wiedersheim-Paul, F., (2006). "*Att utreda, forska och rapportera*", upplaga 8, Liber ekonomi, Malmö:

Esaiasson, P., Giljam, M., Oscarsson, H., Wängnerud, L., (2007), "*Metodpraktikan- konsten att studera samhälle individ och marknad*", Norstedts juridik, Stockholm

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., (2005), "*Valuation; measuring and managing the value of companies*", Upplaga 4, McKinsey & Company Hoboken, New Jersey

Weston, J.F., Shastri, K., (2005), "*Financial Theory and Corporate Policy*", upplaga 4, Pearson Addison-Wesley, Boston

Vinell, L., De Ridder, A., (1990). "*Aktiers avkastning och risk- Teori och praktik*", Nordstedts, Stockholm.

Bilaga 1

Nr	Indexfamilj	Indikatorer	Antal bolag	Antal Länder	Urvalskriterier	Urvalsmetod	Driver indexet
1.	Ethibel	ESI Excellence	127	21	Ekonomi	+	Ethibel
	Hållbarhet	Global ESI Excellence	200	15	Socialt ansvar		Belgien
	Index (ESI)	europé			ETIK		
2.	Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI)	DJSI World	316	34	Ekonomi	-	Dow Jones
		DJSI EURO stxxx	84		Socialt ansvar		Sam's Group
					Hållbarhet		STOXX Limited, Schweiz
3.	Calvert Social Index	NA	657	USA	Produkter	-	Calvert
					Hållbarhet		
					Arbetsplats		
					Integritet		
4.	KLD Indikator	DS 400 Index	400	USA	Varierar	+ eller -	KLD Research
5.	ASPI	ASPI Eurozone	120	EU	Län och närområde	+	
					Företagsledning		
					Kunder och leverantörer		
					Hälsa, säkerhet och miljö		
					Mänskliga resurser och arbetsrättslig standard		
6.	Ethical Index	Ethical Index Euro	40	10	Socialt ansvarstagande	+ eller -	ECPI
		Ethical Index Global	40	10	Miljö		
7.	JSI	NA	60	Kanada	Affärsverksamhet	+ eller -	MRJA
					Närområde, mångfald, arbetsförhållanden, Mänskliga rättigheter		
					Produktssäkerhets		
					Intressenternas		
8.	FTSE4Good	Global/Global 100	100	Globalt	relationer	+ eller -	FTSE
		UK/UK 50	50	storbritannien	Miljö		
		Europa/ Europa 50	50	Europa	Mänskliga rättigheter		

		US/ Us 100	100	USA			
	Humanix						Humanix
9.	Ethical	Humanix 200			Miljö	-	Humanix Holding
	Index	Global	200	EU,EFTA, USA	Mänskliga rättigheter		AB
		Humanix 175					
		europa	175	EU;EFTA	Vapen		
		Humanix 175 USA	175	USA	tobak		
		Humanix 50					
		Sverige	50	Sverige			
10.	NAI	NA	30	12	Socialt ansvarsyagnade	+ eller -	Securvita
					Ekologiskt		
					etik		
11.	OMX GES Sustainability SWEDEN		30	Sverige	Hållbarhet	-	NASDAQ OMX
	OMX GES Sustainability Nordic		50	Norden	Miljö		GES Investment
					Socialt ansvastagande		Services
					Ledarskap		
					FN: s principer för ansvarsfullt		
					företagande		
					Etik		
					Mänskliga rättigheter & korruption		
					Ej Fföretag med produktion inom vapen,		
					tabak, alkohol,pornografi eller spel		

Figur 22: Tabellsammanställning över hållbarhetsindex som noterats under litteraturstudien (Hoti et al., 2007) Samt egna bearbetningar.

Bilaga:2 Undersökta företag samt Beräkning av CAR -Marknads modellen

Event dag	Land	Företaget	Valuta	Händelse	AR1	AR2	CAR
							-
2003-03-24	Finland	Metso OYJ	EUR	Inkluderad	0,02076	-0,06878	0,04802
2003-03-24	Norge	Norske Skogindustrier ASA	NOK	Inkluderad	0,00550	0,00025	0,00575
2003-09-23	Norge	Tetenor ASA	NOK	Inkluderad	0,00578	0,00251	0,00829
							-
2004-06-21	Sverige	Trelleborg AB - B Shares	SEK	Inkluderad	0,03222	-0,04297	0,07519
							-
2004-06-21	Storbrittanien	Cattles Plc	GBP	Inkluderad	0,01897	-0,01405	0,03301
							-
2005-02-15	Österrike	Va Technologig	EUR	Exkluderad	0,00898	-0,00408	0,01307
							-
2005-03-21	Sverige	SKF AB-B	SEK	Inkluderad	0,00062	-0,00511	0,00449
2005-03-21	Holland	TNT NV	EUR	Exkluderad	0,01393	0,00349	0,01741
							-
2005-03-21	Schweiz	Sulzer AG-REG	CHF	Inkluderad	0,00817	-0,00286	0,01103
							-
2005-03-21	Sverige	Volvo AB-B	SEK	Inkluderad	0,00917	-0,00502	0,01419
							-
2005-03-21	Sverige	Sandvik AB	SEK	Inkluderad	0,01668	0,00702	0,00966
							-
2005-03-21	Sverige	SAS AB	SEK	Inkluderad	0,03654	-0,01105	0,04759
							-
2005-03-21	Spanien	Iberia Lineas Aereas de Espana SA	EUR	Inkluderad	0,00662	-0,00637	0,01299
2005-03-21	Sverige	Volvo AB-A	SEK	Inkluderad	0,00293	0,00438	0,00732
							-
2005-03-21	Storbrittanien	Mitchells & Butl	GBP	Exkluderad	0,00583	-0,00570	0,01153
2005-03-21	Australien	Brambles Limited	AUD	Inkluderad	0,00616	0,00390	0,01006
2005-03-21	USA	Heinz (H.J.)	USD	Inkluderad	0,00153	0,00052	0,00205
2005-03-21	Kanada	BCE INC.	CAD	Inkluderad	0,00732	0,00222	0,00954
2005-03-21	Frankrike	Autoroutes du Sud de la France	EUR	Inkluderad	0,02378	0,01834	0,04212
							-
2005-03-22	Japan	Yakult Honsha Co Ltd	JPY	Inkluderad	0,00562	0,00166	0,00396
2005-03-22	Japan	Ito en LTD	JPY	Inkluderad	0,00086	0,00105	0,00192
							-
2005-03-22	Japan	Kokuyo Co Ltd	JPY	Inkluderad	0,00119	0,00597	0,00478
2005-03-22	Japan	Ajinomoto Co. Inc.	JPY	Inkluderad	0,01567	0,00749	0,02315
							-
2005-05-03	USA	Kidde	USD	Exkluderad	0,00030	-0,00030	0,00060
2005-05-12	Danmark	ISS A/S	DKK	Exkluderad	0,00004	0,00025	0,00029

								-
2005-06-20	Japan	Shimano Inc.	JPY	Exkluderad	0,00405	-0,04519	0,04114	
2005-06-20	USA	United Parcel Service	USD	Inkluderad	0,00014	-0,00003	0,00011	
2005-06-20	Italien	SNAM RETE GAS	EUR	Inkluderad	0,01816	0,01580	0,03396	
								-
2005-06-20	USA	Southwest Airlines	USD	Exkluderad	0,00041	0,02499	0,02459	
2005-06-20	Storbrittanien	National Grid PLC	GBP	Inkluderad	0,01379	0,00677	0,02056	
2005-09-01	Japan	Seven & I Holdings	JPY	Inkluderad	0,06586	0,08648	0,15234	
								-
2005-09-01	Japan	Ito-Yokado Co.	JPY	Exkluderad	0,00123	-0,00123	0,00246	
								-
2005-09-19	Storbrittanien	Yell Group PLC	GBP	Inkluderad	0,00127	-0,00474	0,00347	
								-
2005-09-19	USA	Xerox Corp.	USD	Exkluderad	0,01953	0,00421	0,01532	
								-
2005-09-19	Holland	Wolters Kluwer -C	EUR	Exkluderad	0,00435	0,00470	0,00035	
								-
2005-09-19	Holland	Reed Elsevier	EUR	Inkluderad	0,00863	-0,00016	0,00879	
								-
2005-09-19	USA	Avaya Inc.	USD	Exkluderad	0,03580	-0,01998	0,05578	
2005-09-19	USA	Agilent Technologies	USD	Exkluderad	0,00778	0,01210	0,01988	
								-
2005-09-19	USA	Xilinx, Inc	USD	Inkluderad	0,02213	-0,00763	0,02976	
								-
2005-09-19	USA	Lucent Technologies	USD	Exkluderad	0,02302	-0,02290	0,04592	
								-
2005-09-19	USA	Motorola Inc.	USD	Inkluderad	0,02698	-0,03886	0,06584	
2005-09-19	USA	Hewlett-Packard	USD	Inkluderad	0,03002	-0,00181	0,02821	
								-
2005-09-19	Storbrittanien	WPP Group PLC	GBP	Inkluderad	0,00974	-0,00216	0,01190	
								-
2005-09-19	USA	Dell Inc.	USD	Inkluderad	0,00872	-0,01266	0,02138	
								-
2005-12-01	Japan	Asahi Glass Co.	JPY	Inkluderad	0,02496	0,01071	0,01425	
2005-12-19	Japan	Toto Ltd.	JPY	Inkluderad	0,00460	0,00956	0,01416	
								-
2005-12-19	Norge	Norsk Hydro ASA	NOK	Inkluderad	0,00178	-0,00309	0,00131	
								-
2005-12-19	Frankrike	Casino Guichard	EUR	Inkluderad	0,01565	-0,03328	0,04893	
2005-12-19	Frankrike	Carrefour SA	EUR	Inkluderad	0,02655	0,00272	0,02927	
		Australia And New Zealand Banking Group						
2005-12-19	Nya Zeeland	Limited	NZD	Inkluderad	0,01866	0,02263	0,04129	
								-
2005-12-19	USA	Northeast Utilities	USD	Inkluderad	0,00455	0,00066	0,00389	
2005-12-19	Japan	JS Group Corp	JPY	Inkluderad	-	0,02858	0,02653	

						0,00205		
						-		-
2005-12-19	Japan	Yaoka	JPY	Inkluderad	0,02708	-0,02598	0,05306	
								-
2005-12-19	Kanada	Enbridge INC.	CAD	Inkluderad	0,00154	-0,01042	0,00888	
								-
2005-12-19	Finland	Neste OIL	EUR	Inkluderad	0,03960	-0,03095	0,07055	
								-
2005-12-19	Japan	NTN Corp	JPY	Inkluderad	0,00520	-0,00913	0,01433	
								-
2005-12-19	Japan	Fuji Electric Holdings	JPY	Inkluderad	0,00303	-0,00095	0,00398	
								-
2006-01-03	USA	MBNA Corp.	USD	Exkluderad	0,01474	-0,01746	0,03220	
								-
2006-01-26	Storbrittanen	O2 PLC	GBP	Exkluderad	0,03737	-0,03271	0,07008	
								-
2006-02-01	Sverige	Skandia Forsakri	SEK	Exkluderad	0,07940	-0,01994	0,09934	
								-
2006-02-23	Kanda	Dofasco Inc.	CAD	Exkluderad	0,00346	0,00194	0,00152	
2006-03-20	Japan	The Shiga Bank Ltd	JPY	Inkluderad	0,01769	-0,00522	0,01247	
								-
2006-03-20	Japan	KDDI Corp.	JPY	Inkluderad	0,00787	-0,00876	0,00089	
2006-03-20	Japan	Nippon Tel&Tel Co.	JPY	Inkluderad	0,00775	0,00473	0,01247	
								-
2006-03-20	Spanien	SANTANDER	EUR	Inkluderad	0,00632	-0,00394	0,01026	
								-
2006-03-20	Japan	Sumitomo Trust & Banking	JPY	Inkluderad	0,01557	0,00573	0,00984	
								-
2006-03-20	Storbrittanien	HSBC HLDGS PLC	GBP	Inkluderad	0,00188	-0,00288	0,00476	
								-
2006-03-20	Italien	Sanpaolo IMI SPA	EUR	Inkluderad	0,00004	-0,00690	0,00694	
								-
2006-03-20	Frankrike	SOC GENERALE	EUR	Inkluderad	0,01431	-0,00496	0,01927	
2006-03-20	Frankrike	BNP PARIBAS	EUR	Exkluderad	0,00317	0,02113	0,02430	
2006-03-20	Spanien	BBVA	EUR	Inkluderad	0,01820	0,00216	0,02037	
								-
2006-03-20	Japan	Mitsubishi Tokyo Financial Group	JPY	Inkluderad	0,00347	-0,00445	0,00792	
2006-03-20	USA	UnumProvident Corp.	USD	Exkluderad	0,00947	-0,00788	0,00159	
								-
2006-03-20	USA	SAFECO Corp.	USD	Exkluderad	0,00640	-0,00860	0,00219	
2006-03-20	USA	Mellon Bank Corp.	USD	Inkluderad	0,01297	-0,00968	0,00329	
								-
2006-03-20	USA	Chubb Corp.	USD	Exkluderad	0,00361	-0,01207	0,01568	
								-
2006-03-20	USA	American Express	USD	Exkluderad	0,00038	-0,00973	0,00935	

						-	-	-
2006-03-24	Frankrike	Autoroutes du Sud de la France	EUR	Exkluderad	0,00188	-0,00163	0,00351	
2006-04-24	USA	Guidant Corp.	USD	Exkluderad	0,00360	-0,00265	0,00095	
2006-06-02	USA	Albertson's	USD	Exkluderad	0,00022	0,00144	0,00166	
						-	-	
2006-07-12	Storbritannien	BAA PLC	GBP	Exkluderad	0,00618	-0,00460	0,01078	
2006-07-20	Sverige	Gambro AB - A shares	SEK	Exkluderad	0,05866	0,08212	0,14078	
2006-08-01	Luxembourg	ARCELOR	EUR	Exkluderad	0,04950	-0,00373	0,04577	
						-	-	
2006-09-19	Frankrike	Omega Pharma SA	EUR	Exkluderad	0,01450	-0,01957	0,00507	
2006-09-19	Storbritannien	Glaxosmithkline	GBP	Inkluderad	0,00349	0,01313	0,01662	
						-	-	
2006-09-19	Frankrike	Valeo	EUR	Exkluderad	0,00471	-0,01618	0,02089	
						-	-	
2006-09-18	Sverige	Volvo AB-A	SEK	Exkluderad	0,00852	0,00274	0,00578	
						-	-	
2006-09-18	USA	Kraft Foods INC-A	USD	Inkluderad	0,00138	-0,00037	0,00175	
						-	-	
2006-09-18	Grekland	Cosmote Mobile Communication	EUR	Inkluderad	0,00300	-0,01106	0,01406	
2006-09-18	Holland	Unilever NV-CVA	EUR	Inkluderad	0,00505	0,00210	0,00715	
						-	-	
2006-09-18	Holland	KPN (KONIN) NV	EUR	Inkluderad	0,00242	-0,00287	0,00529	
2006-09-18	Storbritannien	Unilever PLC	GBP	Inkluderad	0,00666	-0,00427	0,00239	
						-	-	
2006-09-18	storbritannien	Scottish & Newca	GBP	Inkluderad	0,00456	-0,00549	0,00093	
						-	-	
2006-09-18	Frankrike	France Telecom	EUR	Inkluderad	0,01715	-0,01285	0,03000	
						-	-	
2006-09-18	Sverige	Volvo AB-B	SEK	Exkluderad	0,01283	-0,00033	0,01316	
2006-09-18	Sverige	Husqvarna AB - B Shares	SEK	Inkluderad	0,02066	0,03347	0,05413	
						-	-	
2006-09-19	Tyskland	Bayer SCHERING AG	EUR	Exkluderad	0,01287	-0,01291	0,02578	
2006-09-19	Frankrike	PEUGEOT SA	EUR	Inkluderad	0,01405	0,00655	0,02060	
						-	-	
2006-09-19	Schweiz	Roche Hldg-Genus	SHF	Inkluderad	0,00068	-0,00256	0,00324	
						-	-	
2006-09-19	Frankrike	Faurecia	EUR	Inkluderad	0,00277	-0,00485	0,00208	
						-	-	
2006-11-29	Japan	Takara Holdings Inc	JPY	Inkluderad	0,00979	-0,01414	0,00435	
						-	-	
2006-11-29	Storbritannien	AWG PLC	GBP	Exkluderad	0,01019	-0,00505	0,01525	
						-	-	
2006-12-18	USA	Becton, Dickinson	USD	Inkluderad	0,00902	-0,00353	0,01255	
2006-12-18	Frankrike	Essilor INTL	EUR	Inkluderad	0,01468	-0,00074	0,01394	
2006-12-18	Spanien	Gamesa Corp Tecnologica SA	EUR	Inkluderad	-	-0,00086	-	

						0,00542		0,00628
						-		-
2006-12-18	USA	Heinz (H.J.)	USD	Exkluderad	0,01123	-0,01855		0,02978
2006-12-18	Japan	Hokuetsu Paper Mills	JPY	Inkluderad	0,01570	0,06520		0,08090
						-		-
2006-12-18	USA	Humana Inc.	USD	Inkluderad	0,00542	0,01012		0,00470
						-		-
2006-12-18	Storbritannien	Intercontinental	GBP	Exkluderad	0,00557	0,00999		0,00441
						-		-
2006-12-18	USA	Kellogg Co.	USD	Exkluderad	0,00130	0,00515		0,00385
2006-12-18	Frankrike	LVMH Moët Hennes	EUR	Exkluderad	0,00177	0,00563		0,00739
						-		-
2006-12-18	USA	Lilly (Eli) & Co.	USD	Exkluderad	0,00876	-0,03138		0,04014
						-		-
2006-12-18	Storbritannien	Marston's PLC	GBP	Inkluderad	0,00439	-0,00126		0,00565
						-		-
2006-12-18	Storbritannien	Reckitt Benckiser Group PLC	GBP	Inkluderad	0,00036	-0,01866		0,01902
2006-12-18	Japan	Sumitomo Trust & Banking	JPY	Exkluderad	0,00534	0,01750		0,02284
						-		-
2006-12-18	Sverige	Swedbank AB	SEK	Exkluderad	0,00163	-0,00755		0,00918
						-		-
2007-03-19	Tyskland	Allianz SE	EUR	Inkluderad	0,00098	-0,00117		0,00215
						-		-
2007-03-19	USA	Alcatel-Lucent	USD	Exkluderad	0,00984	-0,03402		0,04386
2007-03-19	Storbritannien	BRIXTON	GBP	Inkluderad	0,00173	0,01241		0,01414
2007-03-19	Danmark	Bang & Olufsen A/S-B	DKK	Exkluderad	0,02079	0,02094		0,04173
						-		-
2007-03-19	Frankrike	EDF Energies Nouvelles SA	EUR	Inkluderad	0,01603	0,00858		0,00745
						-		-
2007-03-19	USA	Evergreen Solar Inc	USD	Inkluderad	0,00844	-0,01431		0,02275
						-		-
2007-03-19	Storbritannien	Friends Provident	GBP	Inkluderad	0,01105	-0,03480		0,02375
2007-03-19	Storbritannien	George Wimpey	GBP	Inkluderad	0,02645	0,02143		0,04788
						-		-
2007-03-19	Frankrike	KLEPIERRE	EUR	Inkluderad	0,05192	0,05320		0,00128
2007-03-19	Japan	Nitto Denko	JPY	Inkluderad	0,01400	0,01353		0,02753
						-		-
2007-03-19	Storbritannien	OLD Mutual PLC	GBP	Inkluderad	0,00776	0,00372		0,00405
						-		-
2007-03-19	Holland	PHILIPS ELECTRON	EUR	Inkluderad	0,00092	-0,00794		0,00886
						-		-
2007-03-19	Kanada	Potash Corporation	CAD	Inkluderad	0,03570	-0,00576		0,04146
						-		-
2007-03-19	USA	Procter & Gamble	USD	Inkluderad	0,00443	-0,00398		0,00841
2007-03-19	storbritannien	RSA Insurance	GBP	Inkluderad	0,01917	0,01750		0,03666

2007-03-19	storbritannien	SEGRO PLC	GBP	Inkluderad	0,01263	0,00556	0,01819	-
2007-03-19	Tyskland	Solarworld AG	EUR	Inkluderad	0,00806	-0,00996	0,00190	-
2007-03-19	Storbritannien	Taylor Wimpey PLC	GBP	Inkluderad	0,00702	0,00395	0,01097	-
2007-03-19	Japan	Toray Inds. Inc.	JPY	Inkluderad	0,00356	0,00243	0,00113	-
2007-07-02	USA	Mellon Bank Corp.	USD	Exkluderad	0,01501	-0,00941	0,02442	-
2007-07-03	Storbritannien	George Wimpey	GBP	Exkluderad	0,01000	-0,02000	0,03000	-
2007-08-06	Storbritannien	EMI GROUP PLC	GBP	Exkluderad	0,00078	-0,00103	0,00024	-
2007-08-27	USA	Keyspan Energy	USD	Exkluderad	0,00223	0,00026	0,00249	-
2007-09-24	schweiz	AdeccoSA-REG	EUR	Inkluderad	0,03170	-0,02599	0,05769	-
2007-09-24	Frankrike	ADP	EUR	Inkluderad	0,01430	-0,02364	0,03794	-
2007-09-24	Holland	Akzo Nobel	EUR	Inkluderad	0,00614	0,00294	0,00908	-
2007-09-24	Kanada	Alcan INC.	CAD	Inkluderad	0,01105	-0,00638	0,01743	-
2007-09-24	Storbritannien	Arriva ORD GBP	GBP	Inkluderad	0,02101	0,00690	0,01411	-
2007-09-24	Frankrike	Air France-KLM	EUR	Inkluderad	0,02899	0,02706	0,00194	-
2007-09-24	USA	Alcoa Inc	USD	Inkluderad	0,00695	-0,00313	0,01008	-
2007-09-24	Tyskland	BASF SE	EUR	Inkluderad	0,00287	0,01693	0,01980	-
2007-09-24	Frankrike	BIC	EUR	Inkluderad	0,01191	-0,01371	0,00180	-
2007-09-24	Frankrike	Bouygues	EUR	Inkluderad	0,00894	0,00606	0,01500	-
2007-09-24	Storbritannien	BP PLC	GBP	Exkluderad	0,00770	-0,02647	0,03417	-
2007-09-24	Storbritannien	Bunzl PLC	GBP	Inkluderad	0,00245	-0,01108	0,00864	-
2007-09-24	Storbritannien	Bradford & Bingley	GBP	Inkluderad	0,01619	-0,04528	0,06147	-
2007-09-24	Frankrike	CAP Gemini SA	EUR	Inkluderad	0,01268	-0,01201	0,02469	-
2007-09-24	Storbritannien	Cairn Energy Plc	GBP	Inkluderad	0,01706	-0,03795	0,02089	-
2007-09-24	Schweiz	Ciba Holding AG	CHF	Inkluderad	0,00312	0,00730	0,01042	-
2007-09-24	USA	Corning Inc.	USD	Exkluderad	0,00974	0,01078	0,02052	-
2007-09-24	Holland	Corporate Express NV	EUR	Exkluderad	0,01504	-0,01915	0,03419	-
2007-09-24	Holland	DSM NV	EUR	Inkluderad	0,01016	0,00263	0,00753	-
2007-09-24	USA	Dell Inc.	USD	Exkluderad	0,00025	0,01834	0,01809	-
2007-09-24	Frankrike	Eiffage	EUR	Inkluderad	0,0194	0,01497	0,03442	-

2007-09-24	Storbritannien	First Group PLC	GBP	Exkluderad	0,00581	0,00632	0,01213
					-		
2007-09-24	Spanien	Fomento de construc	EUR	Inkluderad	0,00479	-0,02498	0,02977
					-		
2007-09-24	Storbritannien	Hays PLC	GBP	Exkluderad	0,03092	-0,01769	0,04861
					-		
2007-09-24	Tyskland	Hochtief AG	EUR	Inkluderad	0,00064	-0,07651	0,07715
					-		
2007-09-24	Storbritannien	Johnson Matthey	GBP	Inkluderad	0,00052	-0,00223	0,00275
					-		
2007-09-24	Storbritannien	Kelda Group PLC	GBP	Inkluderad	0,03854	0,00488	0,03366
2007-09-24	Tyskland	Linde AG	EUR	Exkluderad	0,00965	0,01894	0,02860
					-		
2007-09-24	Storbritannien	Lonmin PLC	GBP	Inkluderad	0,01263	-0,01479	0,00216
2007-09-24	Storbritannien	London Stock Exchange	GBP	Inkluderad	0,04376	-0,04123	0,00253
					-		
2007-09-24	Tyskland	METRO AG	EUR	Inkluderad	0,03139	-0,03222	0,06361
2007-09-24	Storbritannien	Man Group PLC	GBP	Inkluderad	0,02704	0,05722	0,08425
					-		
2007-09-24	Holland	archelorMittal Steel Co NV	EUR	Inkluderad	0,05010	-0,02608	0,07618
					-		
2007-09-24	Japan	Nikko Cordial Securities Inc.	JPY	Exkluderad	0,02095	-0,02453	0,04548
2007-09-24	Finland	Outokumpu OYJ	EUR	Inkluderad	0,04710	0,00770	0,05480
					-		
2007-09-24	USA	Pitney-Bowes	USD	Exkluderad	0,01426	-0,01311	0,02737
					-		
2007-09-24	Storbritannien	Rentokil Initial	GBP	Inkluderad	0,02151	-0,02781	0,04932
					-		
2007-09-24	Spanien	Repsol YPF SA	EUR	Inkluderad	0,01329	0,00502	0,00827
2007-09-24	Storbritannien	Rexam PLC	GBP	Inkluderad	0,02470	0,01110	0,03580
					-		
2007-09-24	Frankrike	Rhodia Sa	EUR	Inkluderad	0,00144	-0,06056	0,06200
2007-09-24	Storbritannien	Sage Group	GBP	Inkluderad	0,02506	0,00659	0,03165
					-		
2007-09-24	Grekland	Schroders PLC	EUR	Inkluderad	0,01555	-0,03408	0,04963
2007-09-24	Storbritannien	Tesco PLC	GBP	Exkluderad	0,02538	0,00115	0,02653
					-		
2007-09-24	Storbritannien	Taylor Wimpey PLC	GBP	Exkluderad	0,06293	-0,09192	0,15485
2007-09-24	Frankrike	Technip SA	EUR	Inkluderad	0,01395	0,04084	0,05479
2007-09-24	Belgien	Umicore	EUR	Inkluderad	0,04160	0,02468	0,06627
2007-09-24	Frankrike	Vallourec	EUR	Inkluderad	0,03153	-0,00066	0,03087
2007-09-24	Frankrike	Vinci S.A.	EUR	Inkluderad	0,03331	0,00564	0,03895
					-		
2007-09-24	USA	Xilinx, Inc	USD	Exkluderad	0,01223	0,00020	0,01203
2007-10-15	Holland	ABN AMRO HLDG	EUR	Exkluderad	0,00613	0,01453	0,02067

						-	-	-
2007-11-01	Kanada	Alcan INC.	CAD	Exkluderad	0,01262	0,00840	0,00422	
2008-01-07	Storbritannien	Kelda Group PLC	GBP	Exkluderad	0,02011	-0,00041	0,01970	
								-
2008-01-17	Spanien	Aguas	EUR	Exkluderad	0,01257	-0,04328	0,03071	
								-
2008-02-07	Grekland	Cosmote Mobile Communication	EUR	Exkluderad	0,00245	-0,00266	0,00511	
								-
2008-03-24	USA	Abbott Labs	USD	Inkluderad	0,01283	-0,03018	0,04301	
2008-03-24	USA	Adobe Systems	USD	Inkluderad	0,04185	0,05267	0,09452	
2008-03-24	Japan	Aeon Co., Ltd.	JPY	Inkluderad	0,02226	0,00156	0,02382	
								-
2008-03-24	Storbritannien	Barclays PLC	GBP	Exkluderad	0,00189	0,01159	0,00970	
2008-03-24	Kanada	Canadian Imperial Bank	CAD	Inkluderad	0,02912	0,01727	0,04638	
2008-03-24	Japan	Chugai Phalma ltd	JPY	Inkluderad	0,00351	0,01633	0,01983	
2008-03-24	Japan	Daiwa House Inds.	JPY	Inkluderad	0,02205	-0,01280	0,00925	
								-
2008-03-24	Italien	ENEL SPA	EUR	Exkluderad	0,00083	-0,01070	0,00987	
								-
2008-03-24	belgien	Fortis	EUR	Inkluderad	0,00130	0,00815	0,00685	
2008-03-24	Holland	Heineken NV	EUR	Exkluderad	0,00607	0,00920	0,01527	
								-
2008-03-24	Japan	Hachijuni Bank Ltd	JPY	Inkluderad	0,03780	-0,02770	0,06550	
								-
2008-03-24	USA	Heinz (H.J.)	USD	Inkluderad	0,00613	0,00006	0,00607	
								-
2008-03-24	Japan	Horiba Ltd	JPY	Inkluderad	0,11040	-0,02570	0,13610	
2008-03-24	Storbritannien	Kesa Electricals	GBP	Exkluderad	0,03238	0,00305	0,03543	
								-
2008-03-24	USA	Kraft Foods Inc-A	USD	Inkluderad	0,02083	-0,02784	0,04867	
								-
2008-03-24	USA	Lilly (Eli) & Co.	USD	Inkluderad	0,00442	-0,00443	0,00885	
2008-03-24	Japan	Millea Holdings	JPY	Inkluderad	0,00000	0,00000	0,00000	
								-
2008-03-24	USA	Mirant Corp	USD	Inkluderad	0,01925	-0,02084	0,04009	
2008-03-24	USA	Norfolk Southern Corp.	USD	Inkluderad	0,00060	0,03305	0,03365	
								-
2008-03-24	Japan	Panahome Corp	JPY	Inkluderad	0,01960	-0,05500	0,07460	
								-
2008-03-24	frankrike	Pernod-Ricard	EUR	Inkluderad	0,19100	-0,20250	0,39350	
2008-03-24	Frankrike	PPR SA	EUR	Inkluderad	0,00099	0,03470	0,03569	
								-
2008-03-24	Japan	Rohm CO LTD	JPY	Inkluderad	0,00600	0,00115	0,00485	
								-
2008-03-24	Spanien	Red Electrica De Espana SA	EUR	Inkluderad	0,00270	-0,03270	0,03540	

								-
2008-03-24	Storbritannien	Scottish & Newca	GBP	Exkluderad	0,00101	-0,00589	0,00489	-
					-			-
2008-03-24	Japan	Sanyo Electric Co.	JPY	Inkluderad	0,03930	0,01504	0,02426	-
					-			-
2008-03-24	japan	Sekisui Chemical	JPY	Inkluderad	0,01760	-0,01950	0,03710	-
					-			-
2008-03-24	Japan	Sekisui House	JPY	Inkluderad	0,01330	-0,01770	0,03100	-
2008-03-24	Japan	Sony Corp.	JPY	Inkluderad	0,00181	0,01015	0,01197	-
					-			-
2008-03-24	Japan	Sumitomo Trust & Banking	JPY	Inkluderad	0,00535	-0,04158	0,03622	-
					-			-
2008-03-24	New Zealand	The Warehouse Group Limited	NZD	Inkluderad	0,01690	-0,02370	0,04060	-
					-			-
2008-03-24	USA	Waste Management Inc.	USD	Inkluderad	0,00160	0,01114	0,00954	-
					-			-
2008-03-24	Japan	Yamaha Corp.	JPY	Inkluderad	0,02270	-0,03330	0,05600	-
					-			-
2008-04-17	Storbritannien	Thomson Reuters PLC	GBP	Exkluderad	0,11930	-0,15320	0,27250	-
2008-09-22	USA	Fannie Mae	USD	Exkluderad	0,59130	0,93852	1,52981	-
					-			-
2008-10-06	Tyskland	Allianz SE	EUR	Exkluderad	0,00138	-0,02675	0,02813	-
					-			-
2008-10-06	luxenburg	Arcelor Mittal	EUR	Exkluderad	0,01477	-0,04134	0,02657	-
					-			-
2008-10-06	Belgien	Dexia S.A.	EUR	Exkluderad	0,05809	-0,11381	0,17190	-
					-			-
2008-10-06	Espanien	Gas Natural SDG S.A.	EUR	Exkluderad	0,03589	-0,03484	0,07073	-
					-			-
2008-10-06	USA	Kimberly-Clark	USD	Exkluderad	0,02497	-0,00618	0,03115	-
2008-10-06	Storbrinatnnien	Marks & Spencer Group PLC	GBP	Exkluderad	0,07529	0,04847	0,12377	-
					-			-
2008-10-06	Norge	Norsk Hydro ASA	NOK	Exkluderad	0,00374	0,01152	0,00778	-
2008-10-06	Frankrike	Societe Generale - A Shares	EUR	Exkluderad	0,05570	0,02578	0,08148	-
					-			-
2008-10-06	Holland	Unilever NV	EUR	Exkluderad	0,00370	0,02226	0,01856	-
2008-10-06	Storbritanien	Unilever ord	GBP	Exkluderad	0,01745	0,00635	0,02380	-
2008-10-06	Frankrike	BNP Paribas S.A.	EUR	Inkluderad	0,12863	0,08580	0,21443	-
					-			-
2009-03-23	Österrika	OMV AG	EUR	Exkluderad	0,00672	-0,01789	0,01118	-
					-			-
2009-03-23		Brambles Ltd.	AUD	Exkluderad	0,02425	-0,12042	0,14467	-
					-			-
2009-03-23	Belgien	Ageas Fortis	EUR	Exkluderad	0,00621	-0,06650	0,06029	-
2009-03-23	Belgien	KBC Group N.V.	EUR	Exkluderad	0,08431	0,01255	0,09687	-

2009-03-23	Kanda	Petro-Canada	CAD	Exkluderad	0,10778	0,08691	0,19469
2009-03-23	Kanada	Canadian Pacific Railway Ltd.	CAD	Exkluderad	0,02275	0,03801	0,06077
2009-03-23	Schweiz	Swiss Reinsurance Co.	CHF	Exkluderad	0,08160	0,01825	0,09986
					-		
2009-03-23	Tyskland	adidas AG	EUR	Exkluderad	0,01756	0,04227	0,02471
2009-03-23	Tyskland	Commerzbank AG	EUR	Exkluderad	0,02460	0,17532	0,19992
					-		-
2009-03-23	Danmark	Vestas Wind Systems	DKK	Exkluderad	0,02742	-0,03484	0,06226
					-		-
2009-03-23	Frankrike	Accor S.A.	EUR	Exkluderad	0,04810	-0,05092	0,09902
					-		-
2009-03-23	Frankrike	Gale des Ets Michelin	EUR	Exkluderad	0,00102	-0,02549	0,02651
					-		-
2009-03-23	Frankrike	Lafarge S.A.	EUR	Exkluderad	0,01095	0,00902	0,00193
2009-03-23	Frankrike	Renault S.A.	EUR	Exkluderad	0,07771	0,00618	0,08389
2009-03-23	Frankrike	Valloirec S.A.	EUR	Exkluderad	0,03130	0,01845	0,04976
2009-03-23	Storbritanien	Land Securities Group PLC	GBP	Exkluderad	0,05958	0,01269	0,07227
2009-03-23	Storbritanien	Legal & General Group PLC	GBP	Exkluderad	0,12195	-0,02366	0,09829
2009-03-23	Storbritanien	Man Group PLC	GBP	Exkluderad	0,01378	0,02376	0,00998
2009-03-23	Storbritanien	Old Mutual PLC	GBP	Exkluderad	0,11207	0,12111	0,23318
					-		-
2009-03-23	Storbritanien	WPP Group PLC	GBP	Exkluderad	0,04760	-0,01285	0,06045
2009-03-23	Hongkong	Hong Kong & China Gas Co. Ltd.	HKD	Exkluderad	0,01683	0,01245	0,02928
2009-03-23	Italian	Banca Monte dei Paschi di Siena	EUR	Exkluderad	0,03735	0,04425	0,08159
2009-03-23	Japan	Asahi Glass Co. Ltd.	JPY	Exkluderad	0,05229	-0,00609	0,04620
					-		-
2009-03-23	Japan	Sumitomo Trust & Banking	JPY	Exkluderad	0,04566	-0,04618	0,09184
2009-03-23	Holland	Koninklijke DSM N.V.	EUR	Exkluderad	0,01241	0,01464	0,02705
					-		-
2009-03-23	Norge	Orkla ASA	NOK	Exkluderad	0,02692	0,00622	0,02070
2009-03-23	Norge	Telenor ASA	NOK	Exkluderad	0,04678	0,02484	0,07161
2009-03-23	Sverige	Atlas Copco AB Series A	SEK	Exkluderad	0,00788	0,04149	0,04937
2009-03-23	Sverige	Sandvik AB	SEK	Exkluderad	0,04543	0,02302	0,06844
2009-03-23	Sverige	Svenska Handelsbanken - A	SEK	Exkluderad	0,03191	0,01980	0,05171
2009-03-23	USA	Alcoa Inc.	USD	Exkluderad	0,05895	0,02745	0,08641
2009-03-23	USA	Ford Motor Co.	USD	Exkluderad	0,09975	-0,02268	0,07707
2009-03-23	USA	McGraw-Hill Cos.	USD	Exkluderad	0,01896	0,01392	0,03288
					-		-
2009-03-23	USA	Weyerhaeuser Co.	USD	Exkluderad	0,04844	0,00492	0,04352
					-		-
2009-10-05	USA	Ford Motor Co.	USD	Inkluderad	0,00285	0,00510	0,00225
					-		-
2009-10-05	Frankrike	Lafarge	EUR	Inkluderad	0,01515	0,00097	0,01418
2009-10-05	Storbritanien	Reed Elsevier PLC	GBP	Exkluderad	-	0,00682	-

Bilaga 3: Beräkning av CSR-Fama & French tre faktors modell

Event dag	Land	Företaget	Valuta	Händelse	Si	SMB	Hi	HML	F-AR1	F-AR2	F-CAR
								-		-	-
2003-03-24	Finland	Metso OYJ	EUR	Inkluderad	0,00845	0,00224	-2,48500	0,00278	0,01384	0,07571	0,06187
		Norske Skogindustrier						-			
2003-03-24	Norge	ASA	NOK	Inkluderad	0,12766	0,00224	1,38774	0,00278	0,00907	0,00382	0,01289
								-			
2003-09-23	Norge	Telenor ASA	NOK	Inkluderad	0,00448	0,00071	0,77819	0,00017	0,00591	0,00264	0,00855
									-	-	-
2004-06-21	Sverige	Trelleborg AB - B Share	SEK	Inkluderad	0,08017	0,00058	2,70230	0,00014	0,03263	0,04338	0,07602
									-	-	-
2004-06-21	Storbrittanien	Cattles Plc	GBP	Inkluderad	0,25223	0,00058	0,30711	0,00014	0,01916	0,01423	0,03339
							-		-	-	-
2005-02-15	Österrike	Va Technologie	EUR	Exkluderad	0,11772	0,00010	2,58027	0,00041	0,01002	0,00512	0,01515
									-	-	-
2005-03-21	Sverige	SKF AB-B	SEK	Inkluderad	0,28210	0,00086	1,59262	0,00094	0,00113	0,00685	0,00798
2005-03-21	Holland	TNT E271NV	EUR	Exkluderad	0,67968	0,00086	1,44926	0,00094	0,01198	0,00153	0,01351
2005-03-21	Schweiz	Sulzer AG-REG	CHF	Inkluderad	0,06828	0,00086	4,14896	0,00094	-	-	-

									0,01214	0,00683	0,01897
									-	-	-
2005-03-21	Sverige	Volvo AB-B	SEK	Inkluderad	0,44141	0,00086	3,01161	0,00094	0,01239	0,00824	0,02063
									-	-	-
2005-03-21	Sverige	Sandvik AB	SEK	Inkluderad	0,34274	0,00086	0,72497	0,00094	0,01766	0,00605	0,01161
									-	-	-
2005-03-21	Sverige	SAS AB	SEK	Inkluderad	0,08316	0,00086	4,16831	0,00094	0,04054	0,01505	0,05559
		Iberia Lineas Aereas de							-	-	-
2005-03-21	Spanien	Espana SA	EUR	Inkluderad	0,12972	0,00086	1,72543	0,00094	0,00836	0,00811	0,01647
									-	-	-
2005-03-21	Sverige	Volvo AB-A	SEK	Inkluderad	0,18963	0,00086	3,40161	0,00094	0,00044	0,00101	0,00057
									-	-	-
2005-03-21	Storbrittanien	Mitchells & BUTL	GBP	Exkluderad	0,21652	0,00086	1,71317	0,00094	0,00763	0,00750	0,01513
2005-03-21	Australien	Brambles Limited	AUD	Inkluderad	0,18342	0,00086	0,42803	0,00094	0,00560	0,00334	0,00894
2005-03-21	USA	Heinz (H.J.)	USD	Inkluderad	-0,06432	0,00086	0,03520	0,00094	0,00155	0,00054	0,00209
2005-03-21	Kanada	BCE INC.	CAD	Inkluderad	0,10009	0,00086	0,32502	0,00094	0,00693	0,00182	0,00875
		Autoroutes du Sud de							-	-	-
2005-03-21	Frankrike	la France	EUR	Inkluderad	0,06278	0,00086	0,00817	0,00094	0,02372	0,01828	0,04200
									-	-	-
2005-03-22	Japan	Yakult Honsha Co Ltd	JPY	Inkluderad	0,18493	0,00086	1,50946	0,00094	0,00720	0,00008	0,00713
2005-03-22	Japan	Ito en Ltd	JPY	Inkluderad	0,04583	0,00086	0,01074	0,00094	0,00081	0,00100	0,00182
									-	-	-
2005-03-22	Japan	Kokuyo Co Ltd	JPY	Inkluderad	0,05060	0,00086	1,66665	0,00094	0,00281	0,00435	0,00155
2005-03-22	Japan	Ajinomoto Co. Inc.	JPY	Inkluderad	0,21498	0,00086	0,66460	0,00094	0,01486	0,00667	0,02153
									-	-	-
2005-05-12	Danmark	ISS A/S	DKK	Exkluderad	-0,41633	0,00011	-2,63763	0,00086	0,00227	0,00207	0,00434
									-	-	-
2005-06-20	Japan	Shimano Inc.	JPY	Exkluderad	0,00131	0,00071	-0,38760	0,00075	0,00434	0,04490	0,04056
									-	-	-
2005-06-20	USA	United Parcel Service	USD	Inkluderad	0,40220	0,00071	0,33947	0,00075	0,00040	0,00058	0,00097
2005-06-20	Italien	Snam Rete GAS	EUR	Inkluderad	0,02851	0,00071	-0,08174	0,00075	0,01820	0,01584	0,03404
2005-06-20	USA	Southwest Airlines	USD	Exkluderad	-0,12378	0,00071	-0,84594	0,00075	0,00032	0,02572	0,02603
2005-06-20	Storbrittanien	National Grid PLC	GBP	Inkluderad	-0,06108	0,00071	4,82745	0,00075	0,01020	0,00319	0,01339
2005-09-01	Japan	Seven & I Holdings	JPY	Inkluderad	0,16326	0,00905	2,31663	0,01542	0,02865	0,04927	0,07792
									-	-	-
2005-09-01	Japan	Ito-Yokado Co.	JPY	Exkluderad	0,18417	0,00905	1,22288	0,01542	0,02176	0,02176	0,04352
									-	-	-
2005-09-19	Storbrittanien	Yell Group PLC	GBP	Inkluderad	0,20262	0,00905	1,19257	0,01542	0,01896	0,02497	0,04392
									-	-	-
2005-09-19	USA	Xerox Corp.	USD	Exkluderad	-0,03503	0,00905	-0,67379	0,01542	0,00882	0,01492	0,00610
									-	-	-
2005-09-19	Holland	Wolters Kluwer -C	EUR	Exkluderad	0,10944	0,00905	0,76293	0,01542	0,01711	0,00806	0,02517
									-	-	-
2005-09-19	Holland	Reed Elsevier	EUR	Inkluderad	0,01529	0,00905	0,08525	0,01542	0,01008	0,00162	0,01170
2005-09-19	USA	Avaya Inc.	USD	Exkluderad	0,21343	0,00905	0,49188	0,01542	-	-	-

									0,04532	0,02950	0,07482
									-	-	-
2005-09-19	USA	Agilent Technologies	USD	Exkluderad	1,40502	0,00905	0,78096	0,01542	0,01698	0,01266	0,02965
									-	-	-
2005-09-19	USA	Xilinx, Inc	USD	Inkluderad	0,02319	0,00905	0,16188	0,01542	0,02484	0,01034	0,03517
									-	-	-
2005-09-19	USA	Lucent Technologies	USD	Exkluderad	0,19364	0,00905	-0,02572	0,01542	0,02438	0,02426	0,04863
									-	-	-
2005-09-19	USA	Motorola Inc.	USD	Inkluderad	4,56930	0,00905	2,70615	0,01542	0,11008	0,12196	0,23204
									-	-	-
2005-09-19	USA	Hewlett-Packard	USD	Inkluderad	3,62778	0,00905	2,66822	0,01542	0,04397	0,07580	0,11977
									-	-	-
2005-09-19	Storbritannien	WPP Group PLC	GBP	Inkluderad	0,03787	0,00905	0,10495	0,01542	0,01170	0,00412	0,01582
2005-09-19	USA	Dell Inc.	USD	Inkluderad	-3,49092	0,00905	-0,09067	0,01542	0,02428	0,02034	0,04461
									-	-	-
2005-12-01	Japan	Asahi Glass Co.	JPY	Inkluderad	-0,15997	0,01366	3,36040	0,02244	0,09818	0,06250	0,16068
									-	-	-
2005-12-19	Japan	Toto Ltd.	JPY	Inkluderad	0,05294	0,01366	3,20442	0,02244	0,06802	0,06306	0,13109
									-	-	-
2005-12-19	Norge	Norsk Hydro ASA	NOK	Inkluderad	0,10542	0,01366	0,93073	0,02244	0,02054	0,02541	0,04595
									-	-	-
2005-12-19	Frankrike	Casino Guichard	EUR	Inkluderad	0,60199	0,01366	-0,16208	0,02244	0,02024	0,03787	0,05810
2005-12-19	Frankrike	Carrefour SA	EUR	Inkluderad	0,09395	0,01366	-0,13109	0,02244	0,02820	0,00438	0,03259
		Australia And New Zealand Banking Group Limited									
2005-12-19	Nya Zeeland	Group Limited	NZD	Inkluderad	-0,01628	0,01366	-0,06929	0,02244	0,02044	0,02441	0,04485
									-	-	-
2005-12-19	USA	Northeast Utilities	USD	Inkluderad	1,52154	0,01366	-0,72537	0,02244	0,00906	0,00385	0,01291
									-	-	-
2005-12-19	Japan	JS Group Corp	JPY	Inkluderad	0,22136	0,01366	3,85021	0,02244	0,09147	0,06083	0,15230
									-	-	-
2005-12-19	Japan	Yaoko	JPY	Inkluderad	8,95943	0,01366	3,15019	0,02244	0,22016	0,21906	0,43922
									-	-	-
2005-12-19	Kanada	ENBRIDGE INC.	CAD	Inkluderad	0,04336	0,01366	0,28891	0,02244	0,00553	0,01749	0,02303
									-	-	-
2005-12-19	Finland	NESTE OIL	EUR	Inkluderad	0,12582	0,01366	0,09009	0,02244	0,04334	0,03469	0,07803
									-	-	-
2005-12-19	Japan	NTN Corp	JPY	Inkluderad	0,25376	0,01366	3,49428	0,02244	0,08707	0,09100	0,17807
									-	-	-
2005-12-19	Japan	Fuji Electric Holdings	JPY	Inkluderad	17,8352	0,01366	-0,36035	0,02244	0,23860	0,23652	0,47511
									-	-	-
2006-01-03	USA	MBNA Corp.	USD	Exkluderad	0,06856	0,01262	0,85337	0,02130	0,03378	0,03650	0,07029
									-	-	-
2006-01-26	Storbritannien	O2 PLC	GBP	Exkluderad	0,05939	0,01262	4,55150	0,02130	0,13508	0,13042	0,26549
2006-02-01	Sverige	Skandia Forsakri	SEK	Exkluderad	0,68499	0,01259	1,58839	0,02024	-	-	-

									0,12016	0,06070	0,18087
									-	-	-
2006-02-23	Kanda	Dofasco Inc.	CAD	Exkluderad	0,57014	0,01259	9,53205	0,02024	0,20353	0,19813	0,40166
2006-03-20	Japan	The Shiga Bank Ltd	JPY	Inkluderad	-7,22031	0,01443	-1,53484	0,02518	0,16051	0,13761	0,29812
2006-03-20	Japan	KDDI Corp.	JPY	Inkluderad	-0,30964	0,01443	-1,35736	0,02518	0,04652	0,02989	0,07642
2006-03-20	Japan	Nippon Tel&Tel Co.	JPY	Inkluderad	-0,34203	0,01443	-2,40757	0,02518	0,07331	0,07029	0,14361
									-	-	-
2006-03-20	Spanien	Santander	EUR	Inkluderad	0,10503	0,01443	0,94568	0,02518	0,03165	0,02927	0,06092
		Sumitomo Trust &							-	-	-
2006-03-20	Japan	Banking	JPY	Inkluderad	0,31823	0,01443	3,49372	0,02518	0,10815	0,08685	0,19500
									-	-	-
2006-03-20	Storbritannien	Hsbc Hldgs PLC	GBP	Inkluderad	0,09443	0,01443	0,73659	0,02518	0,02179	0,02280	0,04459
									-	-	-
2006-03-20	Italien	Sanpaolo IMI SPA	EUR	Inkluderad	0,41674	0,01443	3,30724	0,02518	0,08934	0,09621	0,18555
									-	-	-
2006-03-20	Frankrike	Soc Generale	EUR	Inkluderad	0,11410	0,01443	0,79373	0,02518	0,03595	0,02660	0,06254
									-	-	-
2006-03-20	Frankrike	BNP Papibas	EUR	Exkluderad	0,09513	0,01443	0,19382	0,02518	0,00308	0,01488	0,01179
2006-03-20	Spanien	BBVA	EUR	Inkluderad	-12,0275	0,01443	-0,92627	0,02518	0,21506	0,19902	0,41409
		Mitsubishi Tokyo							-	-	-
2006-03-20	Japan	Financial Group	JPY	Inkluderad	2,72027	0,01443	-0,31283	0,02518	0,03483	0,03582	0,07066
2006-03-20	USA	UnumProvident Corp.	USD	Exkluderad	-1,23493	0,01443	-4,98563	0,02518	0,15284	0,13550	0,28834
									-	-	-
2006-03-20	USA	Safeco Corp.	USD	Exkluderad	-1,25682	0,01443	0,44005	0,02518	0,01345	0,00155	0,01191
									-	-	-
2006-03-20	USA	Mellon Bank Corp.	USD	Inkluderad	0,31228	0,01443	-0,43344	0,02518	0,01938	0,00327	0,01611
2006-03-20	USA	Chubb Corp.	USD	Exkluderad	-0,69770	0,01443	-0,96374	0,02518	0,03073	0,02227	0,05300
									-	-	-
2006-03-20	USA	American Express	USD	Exkluderad	0,23846	0,01443	0,34004	0,02518	0,01163	0,02173	0,03336
		Autoroutes du Sud de							-	-	-
2006-03-24	Frankrike	la France	EUR	Exkluderad	0,10134	0,01443	0,61294	0,02518	0,01878	0,01853	0,03731
									-	-	-
2006-04-24	USA	Guidant Corp.	USD	Exkluderad	0,31664	0,01559	0,84123	0,02572	0,02298	0,02922	0,05220
									-	-	-
2006-06-02	USA	Albertson's	USD	Exkluderad	-0,02902	0,01223	0,77710	0,02053	0,01538	0,01416	0,02954
									-	-	-
2006-07-12	Storbritannien	BAA PLC	GBP	Exkluderad	0,03148	0,00023	-1,73279	0,00044	0,00541	0,00383	0,00925
									-	-	-
2006-07-20	Sverige	Gambro AB - A shares	SEK	Exkluderad	0,14085	0,00023	-1,77293	0,00044	0,05947	0,08293	0,14240
									-	-	-
2006-08-01	Luxembourg	Arcelor	EUR	Exkluderad	-0,12284	0,00038	-2,42961	0,00027	0,05011	0,00312	0,04699
									-	-	-
2006-09-18	Sverige	Volvo AB-A	SEK	Exkluderad	0,07293	0,00004	2,42998	0,00029	0,00782	0,00344	0,00438
									-	-	-
2006-09-18	USA	Kraft Foods INC-A	USD	Inkluderad	0,50307	0,00004	0,57498	0,00029	0,00123	0,00022	0,00146

		Cosmote Mobile						-	-	-	-
2006-09-18	Grekland	Communication	EUR	Inkluderad	1,72582	0,00004	0,33489	0,00029	0,00297	0,01103	0,01400
								-	-	-	-
2006-09-18	Frankrike	France Telecom	EUR	Inkluderad	0,14796	0,00004	1,31586	0,00029	0,01677	0,01247	0,02925
								-	-	-	-
2006-09-18	Holland	Unilever NV-CVA	EUR	Inkluderad	-0,03543	0,00004	1,04239	0,00029	0,00535	0,00241	0,00776
								-	-	-	-
2006-09-18	Holland	KPN (KONIN) NV	EUR	Inkluderad	-0,15517	0,00004	0,62743	0,00029	0,00223	0,00268	0,00491
								-	-	-	-
2006-09-18	Storbrittanien	Unilever PLC	GBP	Inkluderad	0,02247	0,00004	1,04239	0,00029	0,00696	0,00397	0,00299
								-	-	-	-
2006-09-18	storbrittanien	Scottish & Newca	GBP	Inkluderad	-0,04277	0,00004	0,96152	0,00029	0,00484	0,00521	0,00037
								-	-	-	-
2006-09-18	Sverige	Volvo AB-B	SEK	Exkluderad	0,15042	0,00004	2,24537	0,00029	0,01219	0,00031	0,01187
		Husqvarna AB - B						-	-	-	-
2006-09-18	Sverige	Shares	SEK	Inkluderad	-0,14592	0,00004	-0,12066	0,00029	0,02063	0,03344	0,05407
								-	-	-	-
2006-09-19	Frankrike	Omega Pharma SA	EUR	Exkluderad	-0,12499	0,00004	0,16306	0,00029	0,01455	0,01952	0,00497
								-	-	-	-
2006-09-19	Storbrittanien	Glaxosmithkline	GBP	Inkluderad	0,05131	0,00004	0,07834	0,00029	0,00351	0,01315	0,01666
								-	-	-	-
2006-09-19	Frankrike	Valeo	EUR	Exkluderad	1,25645	0,00004	3,58974	0,00029	0,00372	0,01519	0,01891
								-	-	-	-
2006-09-19	Tyskland	Bayer SCHERING AG	EUR	Exkluderad	0,01454	0,00004	-0,25042	0,00029	0,01294	0,01298	0,02593
								-	-	-	-
2006-09-19	Frankrike	PEUGEOT SA	EUR	Inkluderad	0,03357	0,00004	1,48470	0,00029	0,01448	0,00698	0,02146
								-	-	-	-
2006-09-19	Schweiz	Roche Hldg-Genus	SHF	Inkluderad	-0,00271	0,00004	0,14019	0,00029	0,00064	0,00252	0,00316
								-	-	-	-
2006-09-19	Frankrike	Faurecia	EUR	Inkluderad	5,43537	0,00004	2,78796	0,00029	0,00335	0,00426	0,00091
								-	-	-	-
2006-11-29	Japan	Takara Holdings Inc	JPY	Inkluderad	15,31604	0,00078	1,98481	0,00080	0,00061	0,02454	0,02515
								-	-	-	-
2006-11-29	Storbrittanien	AWG PLC	GBP	Exkluderad	1,49319	0,00078	0,47805	0,00080	0,01098	0,00584	0,01682
								-	-	-	-
2006-12-18	USA	Becton, Dickinson	USD	Inkluderad	1,42630	0,00081	-0,56002	0,00077	0,00974	0,00426	0,01400
								-	-	-	-
2006-12-18	Frankrike	Essolir INTL	EUR	Inkluderad	2,53612	0,00081	0,35007	0,00077	0,01235	0,00307	0,00928
		Gamesa Corp						-	-	-	-
2006-12-18	Spanien	Tecnologica SA	EUR	Inkluderad	2,03754	0,00081	1,27517	0,00077	0,00806	0,00350	0,01156
								-	-	-	-
2006-12-18	USA	Heinz (H.J.)	USD	Exkluderad	0,35252	0,00081	0,22142	0,00077	0,01168	0,01901	0,03069
2006-12-18	Japan	Hokuetsu Paper Mills	JPY	Inkluderad	-8,94241	0,00081	-4,11977	0,00077	0,02615	0,07564	0,10178
								-	-	-	-
2006-12-18	USA	Humana Inc.	USD	Inkluderad	-0,66278	0,00081	-0,82995	0,00077	0,00424	0,01130	0,00706

2006-12-18	Storbritannien	Intercontinental	GBP	Exkluderad	1,47767	0,00081	1,08773	0,00077	0,00761	0,00795	0,00034
									-		
2006-12-18	USA	Kellogg Co.	USD	Exkluderad	0,62010	0,00081	0,05815	0,00077	0,00185	0,00460	0,00276
									-	-	-
2006-12-18	USA	Lilly (Eli) & Co.	USD	Exkluderad	-0,24652	0,00081	-0,07594	0,00077	0,00850	0,03112	0,03962
									-	-	-
2006-12-18	Storbritannien	Marston's PLC	GBP	Inkluderad	3,28021	0,00081	0,78159	0,00077	0,00766	0,00453	0,01219
		Reckitt Benckiser							-	-	-
2006-12-18	Storbritannien	Group PLC	GBP	Inkluderad	0,54016	0,00081	0,24102	0,00077	0,00098	0,01928	0,02027
		Sumitomo Trust &									
2006-12-18	Japan	Banking	JPY	Exkluderad	0,70153	0,00081	-0,09801	0,00077	0,00485	0,01701	0,02185
									-	-	-
2006-12-18	Sverige	Swedbank AB	SEK	Exkluderad	0,79588	0,00081	2,53448	0,00077	0,00423	0,01015	0,01438
									-	-	-
2007-03-19	Tyskland	Allianz SE	EUR	Inkluderad	0,00434	0,00030	0,19877	0,00040	0,00090	0,00109	0,00199
									-	-	-
2007-03-19	USA	Alcatel-Lucent	USD	Exkluderad	0,00028	0,00030	7,56894	0,00040	0,00680	0,03098	0,03777
									-	-	-
2007-03-19	Storbritannien	Brixton	GBP	Inkluderad	-0,42450	0,00030	2,00819	0,00040	0,00267	0,01334	0,01601
									-	-	-
2007-03-19	Danmark	Bang & Olufsen A/S-B	DKK	Exkluderad	-0,30300	0,00030	0,43346	0,00040	0,02106	0,02120	0,04226
		EDF Energies							-	-	-
2007-03-19	Frankrike	Nouvelles SA	EUR	Inkluderad	0,00000	0,00030	1,17557	0,00040	0,01556	0,00906	0,00650
									-	-	-
2007-03-19	USA	Evergreen Solar Inc	USD	Inkluderad	3,04757	0,00030	10,3883	0,00040	0,00517	0,01104	0,01620
									-	-	-
2007-03-19	Storbritannien	George Wimpey	GBP	Inkluderad	0,04713	0,00030	2,19548	0,00040	0,02732	0,02230	0,04962
									-	-	-
2007-03-19	Frankrike	Klepierre	EUR	Inkluderad	0,18942	0,00030	1,84437	0,00040	0,05123	0,05388	0,00265
									-	-	-
2007-03-19	Japan	Nitto Denko	JPY	Inkluderad	-0,02286	0,00030	0,71794	0,00040	0,01429	0,01383	0,02812
									-	-	-
2007-03-19	Storbritannien	Old Mutual PLC	GBP	Inkluderad	-0,02912	0,00030	2,29896	0,00040	0,00683	0,00465	0,00218
									-	-	-
2007-03-19	Holland	Philips Electron	EUR	Inkluderad	-0,00168	0,00030	0,99751	0,00040	0,00052	0,00754	0,00806
		Potash Corporation OF							-	-	-
2007-03-19	Kanada	Skatchewan INC.	CAD	Inkluderad	0,06964	0,00030	0,93271	0,00040	0,03535	0,00541	0,04075
									-	-	-
2007-03-19	USA	Procter & Gamble	USD	Inkluderad	-0,00072	0,00030	0,30095	0,00040	0,00431	0,00386	0,00817
									-	-	-
2007-03-19	storbritannien	RSA Insurance	GBP	Inkluderad	0,04924	0,00030	2,96172	0,00040	0,02034	0,01867	0,03901
									-	-	-
2007-03-19	storbritannien	SEGRO PLC	GBP	Inkluderad	-0,05636	0,00030	1,10132	0,00040	0,01309	0,00602	0,01911
2007-03-19	Tyskland	Solarworld AG	EUR	Inkluderad	0,47823	0,00030	1,11318	-	0,00837	-	-

								0,00040		0,00965	0,00128
								-			
2007-03-19	Storbritannien	Taylor Wimpey PLC	GBP	Inkluderad	-0,03466	0,00030	15,43065	0,00040	0,01324	0,01016	0,02340
								-			
2007-03-19	Japan	Toray Inds. Inc.	JPY	Inkluderad	-0,02677	0,00030	0,79025	0,00040	0,00323	0,00275	0,00048
								-			
2007-07-02	USA	Mellon Bank Corp.	USD	Exkluderad	0,35816	0,00349	1,30107	0,00155	0,01174	0,00614	0,01789
								-			
2007-07-03	Storbritannien	George Wimpey	GBP	Exkluderad	0,44513	0,00349	1,65976	0,00155	0,00368	0,01605	0,01974
								-			
2007-08-06	Storbritannien	EMI Group PLC	GBP	Exkluderad	1,27910	0,00284	0,00000	0,00149	0,00441	0,00260	0,00701
								-			
2007-08-27	USA	Keyspan Energy	USD	Exkluderad	2,88163	0,00284	-0,06224	0,00149	0,01031	0,00834	0,01865
								-			
2007-09-24	schweiz	Adecco SA-REG	SHF	Inkluderad	0,24194	0,00220	2,12052	0,00247	0,02593	0,02022	0,04615
								-			
2007-09-24	Frankrike	ADP	EUR	Inkluderad	0,98248	0,00220	1,10125	0,00247	0,00942	0,01876	0,02818
								-			
2007-09-24	Holland	Akzo Nobel	EUR	Inkluderad	0,25672	0,00220	2,27259	0,00247	0,01232	0,00911	0,02143
								-			
2007-09-24	Kanada	Alcan INC.	CAD	Inkluderad	0,00930	0,00220	0,00000	0,00247	0,01103	0,00636	0,01739
								-			
2007-09-24	Storbritannien	Arriva ORD	GBP	Inkluderad	1,17577	0,00220	-0,38952	0,00247	0,01939	0,00852	0,01086
								-			
2007-09-24	Frankrike	Air France-KLM	EUR	Inkluderad	0,25432	0,00220	10,00277	0,00247	0,00373	0,05231	0,04858
								-			
2007-09-24	USA	Alcoa Inc	USD	Inkluderad	0,06622	0,00220	2,35515	0,00247	0,00099	0,00283	0,00184
								-			
2007-09-24	Tyskland	BASF SE	EUR	Inkluderad	0,07176	0,00220	0,01570	0,00247	0,00307	0,01713	0,02020
								-			
2007-09-24	Frankrike	BIC	EUR	Inkluderad	1,40913	0,00220	0,14265	0,00247	0,01536	0,01026	0,00511
								-			
2007-09-24	Frankrike	Bouygues	EUR	Inkluderad	0,14021	0,00220	1,44996	0,00247	0,01283	0,00994	0,02277
								-			
2007-09-24	Storbritannien	BP PLC	GBP	Exkluderad	0,03283	0,00220	0,85191	0,00247	0,00552	0,02429	0,02982
								-			
2007-09-24	Storbritannien	Bunzl PLC	GBP	Inkluderad	-0,12681	0,00220	0,47284	0,00247	0,00334	0,01020	0,00686
								-			
2007-09-24	Storbritannien	Bradford & Bingley	GBP	Inkluderad	0,15411	0,00220	3,11947	0,00247	0,00815	0,03724	0,04539
								-			
2007-09-24	Frankrike	CAP Gemini SA	EUR	Inkluderad	0,19376	0,00220	4,19433	0,00247	0,00190	0,00123	0,00312
								-			
2007-09-24	Storbritannien	Cairn Energy Plc	GBP	Inkluderad	0,78769	0,00220	-0,05164	0,00247	0,01867	0,03635	0,01768
								-			
2007-09-24	Schweiz	Ciba Holding AG	SHF	Inkluderad	0,52833	0,00220	4,88556	0,00247	0,01635	0,02053	0,03687

							-	-				
2007-09-24	USA	Corning Inc.	USD	Exkluderad	0,14607	0,00220	0,55528	0,00247	0,01143	0,01247	0,02390	
							-	-				
2007-09-24	Holland	Corporate Express NV	EUR	Exkluderad	1,25282	0,00220	6,78791	0,00247	0,00448	0,00037	0,00484	
							-	-				
2007-09-24	Holland	DSM NV	EUR	Inkluderad	0,80032	0,00220	0,59055	0,00247	0,00694	0,00585	0,00109	
							-	-				
2007-09-24	USA	Dell Inc.	USD	Exkluderad	0,11592	0,00220	0,03274	0,00247	0,00009	0,01868	0,01876	
							-	-				
2007-09-24	Frankrike	Eiffage	EUR	Inkluderad	0,18162	0,00220	2,40190	0,00247	0,02577	0,02130	0,04708	
							-	-				
2007-09-24	Storbritannien	First Group PLC	GBP	Exkluderad	0,48009	0,00220	0,67252	0,00247	0,00852	0,00904	0,01756	
		Fomento De Construc					-	-				
2007-09-24	Spanien	y Contra	EUR	Inkluderad	0,28340	0,00220	1,85085	0,00247	0,00040	0,01979	0,01938	
							-	-				
2007-09-24	Storbritannien	Hays PLC	GBP	Exkluderad	0,53537	0,00220	0,38367	0,00247	0,02880	0,01557	0,04436	
							-	-				
2007-09-24	Tyskland	Hochtief AG	EUR	Inkluderad	0,12196	0,00220	1,97885	0,00247	0,00451	0,07136	0,06684	
							-	-				
2007-09-24	Storbritannien	Johnson Matthey	GBP	Inkluderad	0,85928	0,00220	0,64914	0,00247	0,00298	0,00126	0,00423	
							-	-				
2007-09-24	Storbritannien	Kelda Group PLC	GBP	Inkluderad	-0,01909	0,00220	4,79972	0,00247	0,02673	0,01669	0,01004	
							-	-				
2007-09-24	Tyskland	LINDE AG	EUR	Exkluderad	0,24592	0,00220	0,31052	0,00247	0,01096	0,02025	0,03121	
							-	-				
2007-09-24	Storbritannien	LONMIN PLC	GBP	Inkluderad	0,13060	0,00220	1,39874	0,00247	0,01637	0,01105	0,00532	
		London Stock					-	-				
2007-09-24	Storbritannien	Exchange	GBP	Inkluderad	0,44071	0,00220	-0,05231	0,00247	0,04460	0,04039	0,00421	
							-	-				
2007-09-24	Tyskland	Metro AG	EUR	Inkluderad	0,08496	0,00220	0,13478	0,00247	0,03087	0,03170	0,06257	
							-	-				
2007-09-24	Storbritannien	Man Group PLC	GBP	Inkluderad	0,12048	0,00220	1,50344	0,00247	0,03101	0,06119	0,09221	
		ArchelorMittal Steel					-	-				
2007-09-24	Holland	Co NV	EUR	Inkluderad	0,03072	0,00220	-0,68954	0,00247	0,05174	0,02772	0,07945	
		Nikko Cordial					-	-				
2007-09-24	Japan	Securities	JPY	Exkluderad	1,25475	0,00220	2,45768	0,00247	0,01212	0,01570	0,02782	
							-	-				
2007-09-24	Finland	Outokumpu OYJ	EUR	Inkluderad	0,20357	0,00220	5,27655	0,00247	0,06058	0,02118	0,08176	
							-	-				
2007-09-24	USA	Pitney-Bowes	USD	Exkluderad	0,70547	0,00220	0,02665	0,00247	0,01264	0,01149	0,02414	
							-	-				
2007-09-24	Storbritannien	Rentokil Initial	GBP	Inkluderad	-0,51123	0,00220	0,01190	0,00247	0,02260	0,02890	0,05151	
							-	-				
2007-09-24	Spanien	Repsol YPF SA	EUR	Inkluderad	0,09134	0,00220	1,62474	0,00247	0,00908	0,00923	0,00015	
2007-09-24	Storbritannien	Rexam PLC	GBP	Inkluderad	0,15785	-	-0,76627	-	0,02315	0,00955	0,03271	

						0,00220		0,00247				
						-		-		-		-
2007-09-24	Frankrike	Rhodia Sa	EUR	Inkluderad	0,49447	0,00220	0,00000	0,00247	0,00035	0,05947	0,05983	
						-		-				
2007-09-24	Storbritannien	Sage Group	GBP	Inkluderad	0,23840	0,00220	0,34097	0,00247	0,02643	0,00795	0,03438	
						-		-				
2007-09-24	Grekland	Schroders PLC	EUR	Inkluderad	-0,51007	0,00220	0,67132	0,00247	0,01502	0,03354	0,04856	
						-		-				
2007-09-24	Storbritannien	Tesco PLC	GBP	Exkluderad	-0,00473	0,00220	0,62596	0,00247	0,02692	0,00269	0,02960	
						-		-				
2007-09-24	Storbritannien	Taylor Wimpey PLC	GBP	Exkluderad	0,00767	0,00220	7,32480	0,00247	0,04483	0,07382	0,11864	
						-		-				
2007-09-24	Frankrike	Technip SA	EUR	Inkluderad	0,48116	0,00220	0,61482	0,00247	0,01652	0,04341	0,05994	
						-		-				
2007-09-24	Belgien	Umicore	EUR	Inkluderad	0,63649	0,00220	0,36480	0,00247	0,04390	0,02698	0,07087	
						-		-				
2007-09-24	Frankrike	Vallourec	EUR	Inkluderad	0,08706	0,00220	1,70578	0,00247	0,03593	0,00374	0,03967	
						-		-				
2007-09-24	Frankrike	Vinci S.A.	EUR	Inkluderad	0,06524	0,00220	1,34602	0,00247	0,03677	0,00911	0,04588	
						-		-				
2007-09-24	USA	Xilinx, Inc	USD	Exkluderad	-0,01722	0,00220	0,76842	0,00247	0,01037	0,00206	0,00831	
						-		-				
2007-10-15	Holland	ABN Amro HLDG	EUR	Exkluderad	0,02390	0,00134	0,18674	0,00089	0,00633	0,01473	0,02106	
						-		-				
2007-11-01	Kanada	Alcan INC.	CAD	Exkluderad	-0,00358	0,00483	0,00000	0,00092	0,01264	0,00838	0,00426	
						-		-				
2008-01-07	Storbritannien	Kelda Group PLC	GBP	Exkluderad	-0,05487	0,00745	-2,68265	0,00100	0,02237	0,00186	0,02423	
		Cosmote Mobile				-		-				
2008-02-07	Grekland	Communication	EUR	Exkluderad	0,20257	0,00179	-0,12530	0,00112	0,00223	0,00244	0,00467	
						-		-				
2008-03-24	USA	Abbott Labs	USD	Inkluderad	0,00256	0,00493	0,13685	0,00071	0,01272	0,03007	0,04279	
						-		-				
2008-03-24	USA	Adobe Systems	USD	Inkluderad	0,18142	0,00493	0,96805	0,00071	0,04342	0,05425	0,09767	
						-		-				
2008-03-24	Japan	Aeon Co., Ltd.	JPY	Inkluderad	0,47532	0,00493	5,02899	0,00071	0,02815	0,00744	0,03560	
						-		-				
2008-03-24	Storbritannien	Barclays PLC	GBP	Exkluderad	0,05846	0,00493	5,19749	0,00071	0,00206	0,01554	0,01760	
		Canadian Imperial				-		-				
2008-03-24	Kanada	Bank Of Commerce	CAD	Inkluderad	0,03939	0,00493	1,10685	0,00071	0,03009	0,01824	0,04833	
						-		-				
2008-03-24	Japan	Chugai Phalma ltd	JPY	Inkluderad	1,00981	0,00493	3,95134	0,00071	0,01127	0,02409	0,03536	
						-		-				
2008-03-24	Japan	Daiwa House Inds.	JPY	Inkluderad	0,41010	0,00493	5,62309	0,00071	0,02804	0,00681	0,02122	
						-		-				
2008-03-24	belgien	FORTIS	EUR	Inkluderad	0,04091	0,00493	-8,98516	0,00071	0,00743	0,00202	0,00542	

						-		-			
2008-03-24	Holland	Heineken NV	EUR	Exkluderad	0,17462	0,00493	0,30157	0,00071	0,00714	0,01027	0,01742
						-		-			-
2008-03-24	Japan	Hachijuni Bank Ltd	JPY	Inkluderad	0,59303	0,00493	4,02014	0,00071	0,03204	0,02194	0,05399
						-		-			-
2008-03-24	USA	Heinz (H.J.)	USD	Inkluderad	0,04501	0,00493	0,12653	0,00071	0,00582	0,00037	0,00545
						-		-			-
2008-03-24	Japan	Horiba Ltd	JPY	Inkluderad	2,57826	0,00493	2,56438	0,00071	0,09589	0,01119	0,10707
						-		-			-
2008-03-24	Storbritannien	Kesa Electricals	GBP	Exkluderad	1,06738	0,00493	1,05011	0,00071	0,03838	0,00905	0,04743
						-		-			-
2008-03-24	USA	Kraft Foods Inc-A	USD	Inkluderad	0,04907	0,00493	-0,60250	0,00071	0,02101	0,02802	0,04904
						-		-			-
2008-03-24	USA	Lilly (Eli) & Co.	USD	Inkluderad	0,00294	0,00493	-1,52715	0,00071	0,00548	0,00549	0,01097
						-		-			-
2008-03-24	USA	Mirant Corp	USD	Inkluderad	0,11654	0,00493	-0,60575	0,00071	0,01910	0,02069	0,03980
		Norfolk Southern				-		-			-
2008-03-24	USA	Corp.	USD	Inkluderad	-0,12890	0,00493	-0,30273	0,00071	0,00025	0,03220	0,03195
						-		-			-
2008-03-24	Japan	Panahome Corp	JPY	Inkluderad	1,48779	0,00493	2,54681	0,00071	0,01047	0,04587	0,05634
						-		-			-
2008-03-24	frankrike	Pernod-Ricard	EUR	Inkluderad	0,02684	0,00493	0,94792	0,00071	0,19020	0,20170	0,39190
						-		-			-
2008-03-24	Frankrike	PPR SA	EUR	Inkluderad	0,27221	0,00493	4,17061	0,00071	0,00527	0,03898	0,04425
						-		-			-
2008-03-24	Japan	Rohm Co LTD	JPY	Inkluderad	0,39339	0,00493	5,64297	0,00071	0,00008	0,00707	0,00698
		Red Electrica De				-		-			-
2008-03-24	Spanien	Espana SA	EUR	Inkluderad	-0,28177	0,00493	0,53754	0,00071	0,00371	0,03371	0,03742
		SCOTTISH &				-		-			-
2008-03-24	Storbritannien	NEWCA	GBP	Exkluderad	-0,20387	0,00493	-0,48847	0,00071	0,00034	0,00724	0,00758
						-		-			-
2008-03-24	Japan	Sanyo Electric Co.	JPY	Inkluderad	-0,33411	0,00493	-0,39517	0,00071	0,04123	0,01311	0,02811
						-		-			-
2008-03-24	japan	Sekisui Chemical	JPY	Inkluderad	0,01477	0,00493	2,78361	0,00071	0,01556	0,01746	0,03303
						-		-			-
2008-03-24	Japan	Sekisui House	JPY	Inkluderad	0,43264	0,00493	4,88972	0,00071	0,00772	0,01212	0,01984
						-		-			-
2008-03-24	Japan	Sony Corp.	JPY	Inkluderad	0,05152	0,00493	3,60552	0,00071	0,00461	0,01295	0,01756
		Sumitomo Trust &				-		-			-
2008-03-24	Japan	Banking	JPY	Inkluderad	0,23521	0,00493	2,95228	0,00071	0,00860	0,03834	0,02974
		The Warehouse G.				-		-			-
2008-03-24	New Zealand	Limited	NZD	Inkluderad	-2,65932	0,00493	-0,13420	0,00071	0,03010	0,03690	0,06700
		Waste Management				-		-			-
2008-03-24	USA	Inc.	USD	Inkluderad	0,03917	0,00493	0,42694	0,00071	0,00111	0,01163	0,01053
2008-03-24	Japan	Yamaha Corp.	JPY	Inkluderad	1,01708	-	3,56979	-	-	-	-

						0,00493		0,00071	0,01517	0,02577	0,04094
						-		-	-	-	-
2008-04-17	Storbritannien	Thomson Reuters PLC	GBP	Exkluderad	-0,06352	0,00097	1,08549	0,00107	0,11821	0,15211	0,27031
						-		-	-	-	-
2008-10-06	Tyskland	Allianz SE	EUR	Exkluderad	0,13773	0,00253	1,32796	0,00614	0,00713	0,01824	0,01112
						-		-	-	-	-
2008-10-06	Luxenburg	Arcelor Mittal	EUR	Exkluderad	0,05674	0,00253	2,82550	0,00614	0,03227	0,02384	0,00843
						-		-	-	-	-
2008-10-06	Belgien	Dexia S.A.	EUR	Exkluderad	0,26293	0,00253	1,00839	0,00614	0,05123	0,10695	0,15818
						-		-	-	-	-
2008-10-06	Espanien	Gas Natural SDG S.A.	EUR	Exkluderad	0,56125	0,00253	1,02894	0,00614	0,02815	0,02710	0,05525
						-		-	-	-	-
2008-10-06	USA	Kimberly-Clark Marks & Spencer	USD	Exkluderad	-0,33047	0,00253	0,05714	0,00614	0,02546	0,00667	0,03212
						-		-	-	-	-
2008-10-06	Storbritannien	Group	GBP	Exkluderad	0,49924	0,00253	2,98987	0,00614	0,09492	0,06810	0,16302
						-		-	-	-	-
2008-10-06	Norge	Norsk Hydro ASA	NOK	Exkluderad	0,34598	0,00253	5,08106	0,00614	0,02835	0,04361	0,07196
						-		-	-	-	-
2008-10-06	Frankrike	Societe Generale - A Shares	EUR	Exkluderad	-0,00862	0,00253	1,29507	0,00614	0,06363	0,03371	0,09734
						-		-	-	-	-
2008-10-06	Holland	Unilever NV	EUR	Exkluderad	0,23844	0,00253	0,32282	0,00614	0,00111	0,02485	0,02373
						-		-	-	-	-
2008-10-06	Storbritannien	Unilever ord	GBP	Exkluderad	0,36056	0,00253	0,63075	0,00614	0,02223	0,01114	0,03337
						-		-	-	-	-
2008-10-06	Frankrike	BNP Paribas S.A.	EUR	Inkluderad	0,04962	0,00253	0,72112	0,00614	0,13319	0,09035	0,22354
						-		-	-	-	-
2009-03-23	Österrike	OMV AG	EUR	Exkluderad	-2,31322	0,00160	0,28544	0,00314	0,00951	0,01509	0,00558
						-		-	-	-	-
2009-03-23	Australien	Brambles Ltd.	AUD	Exkluderad	0,52496	0,00160	0,24554	0,00314	0,02586	0,12203	0,14789
						-		-	-	-	-
2009-03-23	Belgien	Ageas Fortis	EUR	Exkluderad	0,12726	0,00160	-1,06838	0,00314	0,00936	0,06335	0,05398
						-		-	-	-	-
2009-03-23	Belgien	KBC Group N.V.	EUR	Exkluderad	0,60314	0,00160	12,22448	0,00314	0,04494	0,02682	0,01812
						-		-	-	-	-
2009-03-23	Kanada	Canadian Pacific Railway	CAD	Exkluderad	1,46030	0,00160	0,60392	0,00314	0,01853	0,03378	0,05231
						-		-	-	-	-
2009-03-23	Schweiz	Swiss Reinsurance Co.	CHF	Exkluderad	0,00000	0,00160	11,28419	0,00314	0,04615	0,01720	0,02894
						-		-	-	-	-
2009-03-23	Tyskland	adidas AG	EUR	Exkluderad	0,30479	0,00160	0,39047	0,00314	0,01927	0,04055	0,02128
						-		-	-	-	-
2009-03-23	Tyskland	Commerzbank AG	EUR	Exkluderad	0,54119	0,00160	20,35827	0,00314	0,04024	0,11049	0,07026
						-		-	-	-	-
2009-03-23	Danmark	Vestas Wind Systems	DKK	Exkluderad	0,35348	0,00160	0,67170	0,00314	0,03009	0,03751	0,06761
						-		-	-	-	-
2009-03-23	Frankrike	Accor S.A.	EUR	Exkluderad	0,45938	0,00160	0,05129	0,00314	0,04899	0,05181	0,10081

2009-03-23	Frankrike	Compagnie Gale des Michelin	EUR	Exkluderad	1,11911	0,00160	1,47480	0,00314	0,00744	0,03191	0,03935
2009-03-23	Frankrike	Lafarge S.A.	EUR	Exkluderad	0,63996	0,00160	2,29546	0,00314	0,01918	0,00079	0,01840
2009-03-23	Frankrike	Renault S.A.	EUR	Exkluderad	0,94355	0,00160	3,27636	0,00314	0,06591	0,00562	0,06028
2009-03-23	Franakrike	Vallourec S.A.	EUR	Exkluderad	0,95088	0,00160	1,19110	0,00314	0,02604	0,01319	0,03923
2009-03-23	Storbritanien	Land Securities Group PLC	GBP	Exkluderad	0,73707	0,00160	3,09032	0,00314	0,04869	0,00180	0,05049
2009-03-23	Storbritanien	Legal & General Group PLC	GBP	Exkluderad	0,65661	0,00160	3,82201	0,00314	0,10889	0,03671	0,07217
2009-03-23	Storbritanien	Man Group PLC	GBP	Exkluderad	1,00319	0,00160	0,76314	0,00314	0,01778	0,01976	0,00198
2009-03-23	Storbritanien	Old Mutual PLC	GBP	Exkluderad	1,19534	0,00160	3,85150	0,00314	0,09806	0,10710	0,20517
2009-03-23	Stobritanien	WPP Group PLC	GBP	Exkluderad	-0,02555	0,00160	-0,11186	0,00314	0,04721	0,01246	0,05967
2009-03-23	Hongkung	Hong Kong & China Gas	HKD	Exkluderad	2,24964	0,00160	0,19217	0,00314	0,01263	0,00826	0,02089
2009-03-23	Italian	Banca Monte dei Paschi	EUR	Exkluderad	0,94495	0,00160	3,73667	0,00314	0,02410	0,03100	0,05509
2009-03-23	Japan	Asahi Glass Co. Ltd.	JPY	Exkluderad	1,57554	0,00160	0,62935	0,00314	0,04780	0,01058	0,03721
2009-03-23	Japan	Sumitomo Trust & Banking	JPY	Exkluderad	0,70153	0,00160	1,37779	0,00314	0,05111	0,05163	0,10274
2009-03-23	Holland	Koninklijke DSM N.V.	EUR	Exkluderad	0,26226	0,00160	0,33465	0,00314	0,01094	0,01317	0,02411
2009-03-23	Norge	Telenor ASA	NOK	Exkluderad	0,06075	0,00160	0,26212	0,00314	0,04585	0,02391	0,06977
2009-03-23	Sverige	Atlas Copco AB Series A	SEK	Exkluderad	0,27804	0,00160	0,06467	0,00314	0,00723	0,04084	0,04807
2009-03-23	Severige	Sandvik AB Svenska	SEK	Exkluderad	0,07605	0,00160	-0,26385	0,00314	0,04613	0,02372	0,06986
2009-03-23	Sverige	Handelsbanken A	SEK	Exkluderad	0,59876	0,00160	1,05349	0,00314	0,02764	0,01554	0,04318
2009-03-23	USA	Alcoa Inc.	USD	Exkluderad	0,63340	0,00160	3,29691	0,00314	0,04758	0,01608	0,06367
2009-03-23	USA	Ford Motor Co.	USD	Exkluderad	0,52947	0,00160	0,00000	0,00314	0,09890	0,02353	0,07538
2009-03-23	USA	McGraw-Hill Cos.	USD	Exkluderad	0,95052	0,00160	0,34920	0,00314	0,01634	0,01131	0,02765
2009-03-23	USA	Weyerhaeuser Co.	USD	Exkluderad	0,92839	0,00160	0,45716	0,00314	0,05136	0,00200	0,04936
2009-10-05	USA	Ford Motor Co.	USD	Inkluderad	0,52947	0,00003	0,00000	0,00160	0,00287	0,00509	0,00222
2009-10-05	Frankrike	Lafarge	EUR	Inkluderad	0,50744	0,00003	3,39452	0,00160	0,00973	0,00639	0,00333