

# The stock market and corporate consequences of the ethical exclusions by the world's largest fund

Erika Berle, Wanwei (Angela) He & Bernt Arne Ødegaard  
*Journal of International Financial Markets, Institutions, & Money* (2025)

## Sammendrag

Vi ser på konsekvensene for aksjemarkedet og selskaper av etisk motiverte utelukkelse. Utelukkelsene fra Norges "Oljefond," verdens største fond, gir et utvalg av selskaper som blir ekskludert av mange institusjonelle investorer. Vi estimerer en meravkastning (alfa) på 5% for denne "uetiske" porteføljen. Vi ser også på selskaper som har fått ekskluderingen reversert. For denne porteføljen av "nylig etiske selskaper" finner vi ingen meravkastning framover. Vi evaluerer hvorvidt resultatene kan linkes direkte til oljefondets ekskluderinger. Vi finner ingen ting som tyder på at effektene kommer fra oljefondets ekskluderinger. Vi ser også på hvordan selskap reagerer på å bli ekskludert. Bare 14% av selskapene som er ekskludert gjør tilstrekkelige endringer til at de ikke lenger anses som uetiske.

### Forskningsspørsmål

Etiske utelukkelse – institusjonelle investorer uvillige til å investere i "uetiske" selskaper.

Generelt forskningsspørsmål

- Hva er konsekvensene (hvis noen) av slike utelukkelse?

Spesifikke forskningsspørsmål

- Er *avkastningen* for utelukkede selskaper "forskjellig"?
- Hvordan reagerer *aksjemarkedet* på annonsering av utelukkelse?
- Reagerer *selskaper* på å bli utelukket? Hvilke selskaper?
- Tjener selskaper på å få utelukkelsen reversert? Endringer i kapital kostnad?

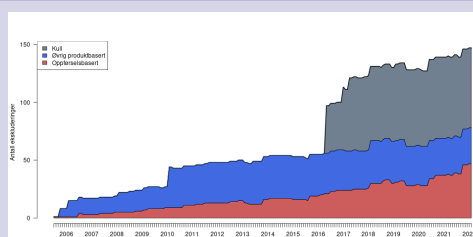
### Statens Pensjonsfond Utland (Oljefondet) sine ekskluderinger

- Verdens største statlige pensjonsfond. Markedsverdi 2021: 1000 milliarder USD (aksjedelen).
- Ekskluderinger gjøres av eksternt etikkråd, etablert 2004.
  - 2004–2021: 189 selskaper ekskludert
  - 2021, fondet investert i  $\approx$  ti tusen selskaper
  - → ekskluderinger er svært uvanlige

### Grunner for ekskludering - fordeling

Adferd	Miljø-ødeleggelse	28
	Individers rettigheter i krig	11
	Menneskerettigheter	12
	Miljø/Menneskerettigheter	4
	Etiske normer	5
	Klimagassutslipp	4
	Korupsjon	2
Produkt	Kull	75
	Våpen	27
	Tobakk	21

### Antall utelukkelse over tid



### Ekskluderinger reversert

14% av oljefondets utelukkelse reversert.

Grunner:

Endre produkter	11
Avslutte aktivitet	7
Salg av datterselskap	4
Andre grunner	6

### Mulige konsekvenser av utelukkelse

Spesialtilfelle av mer generelt spørsmål: Påvirker ESG (Miljø-, sosiale- og forretningsetiske forhold) selskapers resultat?

- Nei?
  - Andre investorer tar "slakken."
- Ja?
  - God ESG (Grønne) selskaper har høyere avkastning?
    - Belønnes for å gjøre det "riktige"?
  - Dårlig ESG (Brune) selskaper har høyere avkastning?
    - For å tiltrekke seg tilstrekkelig kapital er det nødvendig å tilby høyere avkastning.
    - Alternativt: Høy konkurranse om å finansiere "gode" selskaper.
    - Begge: → Høyere kapital kostnad for "dårlige" selskaper.
    - Hvis selskaper ikke klarer å levere på (høy) avkastning har ekskluderte selskaper insentiv til å forbedre ESG ("grønne investeringer") for å senke kapital kostnad.

(Pástor, Stambaugh, and Taylor, 2021)

(Pedersen, Fitzgibbons, and Pomorski, 2021).

Empiriske forskning finner:

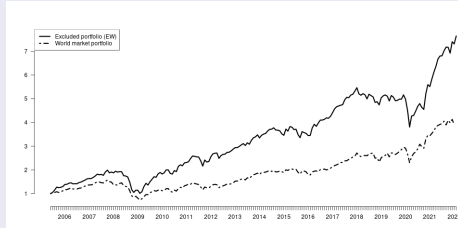
- Typisk: Mindreavkastning for "grønne" aksjer.
- Kjent eksempel: Meravkastning for "syndefulle" aksjer (sex, tobakk, våpen) (Hong and Kacperczyk, 2009)

### Analyse I: Avkastningen av uetiske selskaper

Metode – Konstruere *eksklusjonsportefølje*

- Aksjer kommer inn i porteføljen måneden etter ekskludering
- Hvis eksklusjonen reverseres forlater aksjer porteføljen ved månedslutt.

Eksklusjonsporteføljen mot verdensmarkedet



- Eksklusjonsporteføljen gjør det bedre Trenger å testes. Kan være andre grunner (risiko) for meravkastning.
- For å teste: Beregn "Alfa" ( $\alpha_p$ ) – risikostjert meravkastning. Eksempel: CAPM
 
$$r_{pt} = \alpha_p + (r_{ft} + E[r_{mt} - r_{ft}]) + \varepsilon_{pt}$$
- Alfa > 5% årlig → Meravkastning for uetiske selskap
- Resultat robust mot alternative modeller, grunner til ekskludering, periode, osv,
- Tilsier mindreavkastning for grønne aksjer.

### Analyse II. Selskaper som får utelukkelse reversert

#### Hvor mange gjør det?

Bare 14% av selskapene klarer det → De fleste selskaper reagerer ikke på utelukkelse.

#### Avkastningkonsekvenser

- Hvis selskaper kommer seg av "svartelisten" av ekskluderte selskaper, avkastning etter reversering av ekskludering er lavere.
  - For å teste, konstruere "etter-eksklusjon" portefølje av selskaper som har kommet tilbake i varmen.
  - Denne "etter-eksklusjon" porteføljen har ikke meravkastning.
- Lavere kapital kostnad

### Analyse III. Er oljefondets handlinger viktige for markedet?

Handlinger av fondet

- Selge seg ut av selskapet, holder i snitt 1.5% av aksjene, deretter
- Pressemelding – selskapet er utelukket.

Hvis Oljefondets handlinger er utløsende for meravkastning, nødvendig at aksjeprisen faller. Teste: Hendelses-studie ("Event Study"), måle aksjeprisens reaksjon på oljefondets handlinger.

- En-dags negativ reaksjon som reverseres over et par dager.

→ Oljefondets handlinger har ingen negativ effekt på aksjeprisen.

### Analyse IV. Hvilke selskaper klarer å få ekskluderingen reversert?

Karakteristika for "ny-etiske" selskaper

- Lav ESG verdi ved ekskluderingen (rom for forbedring).
- Høy omsetningsøkning (behov for kapital). (men bare marginal signifikans)

### Konklusjoner

- Meravkastning (alfa) for uetiske aksjer
- Aksjemarkedets reaksjon på oljefondets utelukkelse dempet.
  - Ingen kausal sammenheng.
  - Markedet alt klar over at selskapet er uetisk?
- Selskaper som får utelukkelsen reversert
  - belønnes med lavere kapital kostnad
  - men få som klarer det.

- Harrison Hong and Marcin Kacperczyk. The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1):15–36, 2009. doi: 10.1016/j.jfineco.2008.09.001.
- Lúboš Pástor, Robert F Stambaugh, and Lucian A Taylor. Sustainable investing in equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 142(2):550–571, 2021. doi: 10.1016/j.jfineco.2020.12.011.
- Lasse Heje Pedersen, Shaun Fitzgibbons, and Lukasz Pomorski. Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2):572–597, 2021. doi: 10.1016/j.jfineco.2020.11.001.