



Uetiske aksjer – men svært lønnsomme

Oljefondet utelukker på Etikkrådets anbefalinger over 170 selskaper fra fondet. De ekskluderte aksjene har slått markedet med 7,5 prosent årlig, viser ny forskning.



Trym Riksen

Trym Riksen, leder av porteføljeforvaltning i Gabler

● Det er ikke lett å slå markedet over tid. Etikkrådet har likevel klart det de fleste profesjonelle aksjeanalytikere og -forvaltere ikke klarer: å identifisere aksjer som over tid har gitt en avkastning som knuser markedet.

Etikkrådet ble etablert i 2004 og gir råd til Norges Bank om å utelukke selskaper fra Oljefondet ut fra retningslinjer som er fastsatt av Finansdepartementet. En del av utelukkelsene har med produkter å gjøre.

Produsenter av tobakk og cannabis er utelukket helt. I tillegg utelukkes selskaper som lager våpen som bryter med det Etikkrådet omtaler som «humanitære prinsipper», det vil si kjernevåpen, klasevåpen og antipersonellminer. Gruveselskaper og kraftprodusenter som er tungt involvert i kull, kommer også på listen over utelukkel-



† Aksjene som er utelukket fra Oljefondet, ga i 2005-2021 en årlig snittavkastning på 7,5 prosent mer enn markedet, ifølge ny studie. Oljefondets leder Nicolai Tangen. Foto: Gunnar Lier

Oljefondets etiske ekskluderinger

Erika Berle, Wanwei (Angela) He og Bernt Arne Ødegaard

May 2025

Oversikt

- 1 Forsknings-spørsmål
- 2 Vår analyse – oversikt over resultater
- 3 Litteratur
- 4 Oljefondet og dets ekskluderinger
- 5 Analyse I – “Uetisk” mer/mindreavkastning
- 6 Analyse II - “Gjenintatt” portefølje
- 7 Analyse III – Kausalitet – “event study”
- 8 Analyse IV - Selskapers reaksjoner på utelukkelse
- 9 Oppsummering

Forsknings-spørsmål

- ESG – Environmental, Social and Governance (Miljø-, sosiale- og forretningsetiske forhold)
- Generelt - Påvirker ESG valgene til selskaper deres resultater (f.eks. avkastning).
 - Kapitalkostnad / aksjeavkastning
 - Det positive synet (BlackRock sitt argument)
Selskaper som er klare for den nye sirkulære økonomien
→ vil gjøre det bedre (doing well by doing good).
(feilprisings-argument)
 - “Livet mer enn penger”
Investorer har egen nytte av at deres investeringer bidrar til noe positivt ut over avkastninger
→ “Grønne” selskaper har lavere kapitalkostnad
 - Selskapers oppførsel.
- Spesifikt – institusjonelle investorer som ikke ønsker å holde “uetiske” selskaper
 - Konsekvenser av slike utelukkelse

Forsknings-spørsmål - forts

Vår forskning: Utelukkelsene til Statens Pensjonsfond Utland (SPU-Oljefondet)

- Ethiske motiverte utelukkelse – versting-selskaper
- Undersøke
 - Avkastningen til porteføljer av utelukkede selskaper
 - Gir et estimat på mer/mindre-avkastning for “grønne” selskaper
 - Aksjeprisreaksjoner på pressemelding om utelukkelse.
 - Hvordan reagerer selskaper på at SPU utelukker dem?
Gjør de endringer som kan reversere utelukkelse?
 - Hvis selskaper “kommer inn i varmen” igjen (utelukkelsen opphevd)
hva er forventet mer/mindre-avkastning framover?

Vår analyse – oversikt over resultater

Fra utelukket porteføljeavkastning til grønn meravkastning

- Har porteføljen av utelukkede selskap meravkastning?
→ **Ja, Meravkastning (Alfa) $\approx 5\%$**
- Impliserer: Premium for etiske investeringer *negativ*

Får selskaper noe igjen for å få ekskludering reversert?

- Hva skjer med meravkastning til “ny-etiske selskaper” (etter at utelukkelse trukket)
Meravkastning (Alfa) $\rightarrow 0$

Reagerer aksjepriser når oljefondet annonserer utelukkelse

- **Lite**

Reagerer selskaper hvis de blir utelukket?

- → **Bare 14% av utelukkelse blir reversert**

Litteratur

Teoretiske modeller – kapitalkostnad varierer med ESG

- Det kortsiktige synet
 - Aksjepriser tar ikke fullt inn over seg framtidig konsekvenser av dårlig ESG (f.eks. klima)
 - Priser for kortsiktige (Stein, 1989)
- “Gode” ESG selskaper vil over tid ha meravkastning
- Ekstra nytte-argumentet
 - Aksje-eiere får nytte (ut over avkastning) av “grønne” investeringer.
 - “Grønne” aksjer trenger ikke å gi så mye avkastning (siden eierne får ekstra nytte)
 - Avveining ESG/Kapitalkostnad. Pástor et al. (2021) Pedersen et al. (2021)
- Spørrs hvor stor forskjellen kan være for å unngå arbitrasje (Berk and van Binsbergen, 2025)
- Støykilde: ESG rangering er ikke observerbar, en mengde leverandører (Avramov et al., 2022)

Litteratur

Estimat av meravkastning for grønne aksjer

- Typiske resultat: *Mindreavkastning* for grønne selskap.
Eksempler (estimert meravkastning)
 - Syndefulle aksjer (Våpen, Tobakk) (Hong and Kacperczyk, 2009) (−3.5%)
 - Miljø (Chava, 2014) (−0.7% to −1.4%)
 - Karbon (Bolton and Kacperczyk, 2021) (−1.5% to −3.6%).
 - Grønne vs brune aksjer (Pástor, Stambaugh, and Taylor, 2022) (−1.4%)

Litteratur forts – Hvor høy bør en grønn premie være?

Avkastningforskjell kommer fra avvening mellom

- Kostnaden ved å bli mer etisk (f.eks. klimainvestering)
- Verdien av en lavere kapitalkostnad

Kostnaden for ESG investeringer

– kan være høye

Motargument – arbitrasje (Berk and van Binsbergen, 2025)

Investorer som ikke bryr seg om ESG vil kjøpe uetiske aksjer.

- som presser prisen opp
- som presser avkastning ned
- Meravkastning kan ikke være særlig høy.

Statens Pensjonsfond Utland (SPU – Oljefondet)

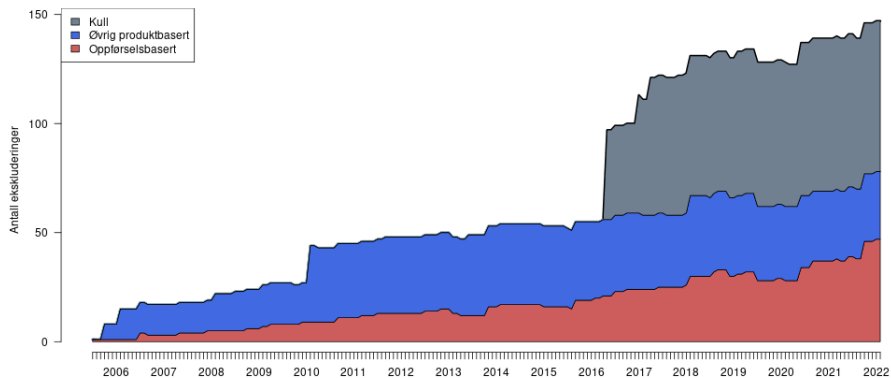
- Verdens største pensjonsfond.
- Et av de mest transparente fond.
Modell for mange institusjonelle investorer.
- Indeksnett fond.
- Utelukkelse gjøres av eksternt “Etikkråd,” etablert i 2004.
 - 2004–2021: 189 selskaper ekskludert
 - 2021: Fondet i \approx ti tusen selskaper.
 - \rightarrow utelukkelse er få, og eksepsjonelle.

SPU - Grunner for utelukkelse

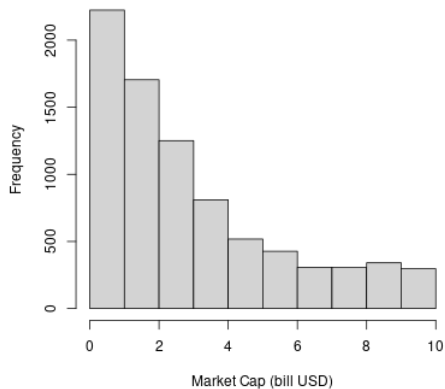
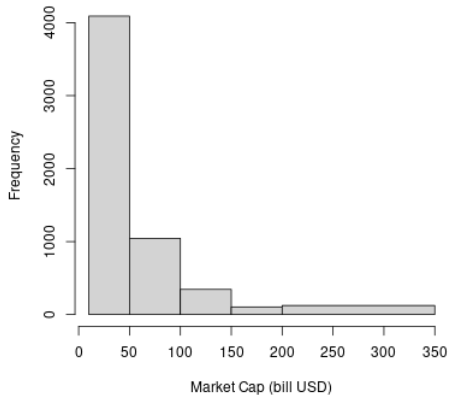
Adferd	Miljø-ødeleggelse	28
	Individets rettigheter i krig	11
	Menneskerettigheter	12
	Miljø/Menneskerettigheter	4
	Etiske normer	5
	Klimagassutslipp	4
	Korrupsjon	2

Produkt	Kull	75
	Våpen	27
	Tobakk	21

SPU - Utviklingen i utelukkelse



SPU - Fordeling av selskapstørrelse for utelukkede selskaper

B.1: Mkt Cap \leq 10 bill USD**B.2:** Mkt Cap $>$ 10 bill USD

SPU - Reversering av utelukkelse

14% av oljefondets utelukkelse reversert.

Grunner:

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

Utvikle hypotese – I – “Uetisk” meravkastning

I: Estimere “uetisk” meravkastning

Antakelse: Etikkrådet *finder* uetiske selskaper.

Offentlig informasjon

→ andre institusjonell investorer har samme informasjon, og vil også utelukke (men ikke annonsere det).

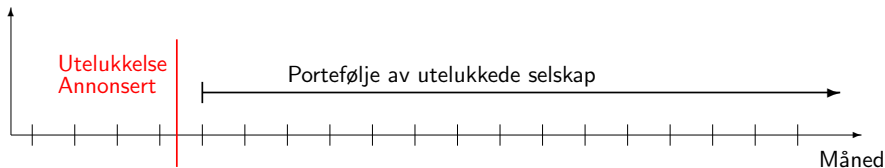
→ Oljefondets portefølje av utelukkede selskaper kan brukes til å estimere en meravkastning knyttet til utelukkelse.

Hypotese: Positiv meravkastning (alfa) for porteføljen av utelukkede selskaper.

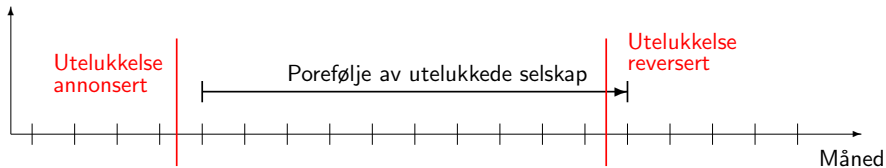
Analyse I: Hvordan konstruere portefølje

Porteføljen skal representere hvordan en kunne kjøpe aksjene som oljefondet utelukker, etter at det er annonsert.

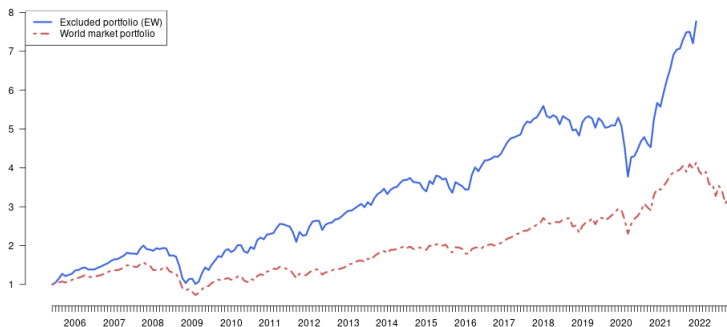
- Aksje tas inn ved slutten av måneden utelukkelsen annonseres



- Hvis utelukkelsen reverseres, tas aksjen ut av porteføljen ved månedsslutt.



Analyse I: Verdiutvikling – Verdensindeks mot portefølje av utelukkede selskap



Cumulative returns of equally weighted exclusion and global market portfolios

Analyse I: Estimering av Meravkastning for den uetiske porteføljen

- Alfa – Mål på risikojustert meravkastning
- Estimatert slik (Fama and French, 2017)

$$(r_{p,t} - r_{f,t}) = \alpha + \beta(r_{m,t} - r_{f,t}) + b^{SMB}SMB_t + b^{HML}HML_t + b^{RMW}RMW_t + b^{CMA}CMA_t + \varepsilon_{p,t},$$

- Viser også alternative spesifikasjoner

Analyse I: Alfa (meravkastning) for eksklusjonsportefølje

	(1)	(2)	(3)	(4)
Alpha	0.004*** (0.002)	0.004** (0.002)	0.004*** (0.002)	0.005*** (0.002)
Rm-Rf	0.961*** (0.040)	1.021*** (0.049)	0.993*** (0.042)	0.962*** (0.049)
SMB	0.173 (0.115)		0.178 (0.115)	0.177 (0.123)
HML	0.467*** (0.115)		0.310*** (0.074)	0.224*** (0.089)
RMW	0.155 (0.156)			
CMA	-0.257 (0.233)			
WML				-0.138*** (0.076)
Annualized Alphas(percent)	5.170	4.420	5.220	5.980
Adj. R ²	0.809	0.788	0.808	0.813

Analyse I: Fra alfa til implikasjoner for etiske aksjer

- Alfa: $> 5\%$ årlig meravkastning.
- Resultat holder selv om vi varierer
 - modell for meravkastning
 - grunn for meravkastning
 - Adferdsbasert portefølje høyere meravkastning enn produktbasert.

Konkludere:

Alfa er meravkastning for *uetiske* selskaper

→ Meravkastningen for *etiske* selskaper er derfor *negativ*

→ Etiske selskap har *mindreavkastning*.

Analyse I: Estimer av etisk meravkastning

- Meravkastning for etiske aksjer negativ, som passer med
 - ekstra-nytte teorien
 - de fleste empiriske undersøkelser
- Estimatet på -5% er større en de fleste andre undersøkelser.
 - Sannsynligvis fordi de selskapene som utelukkes av SPU er "verstinger"

Utvikle hypotese – II – "Nyetiske selskaper"

II. Porteføljen av "nyetiske" selskaper
(de som har fått utelukkelsen reversert).

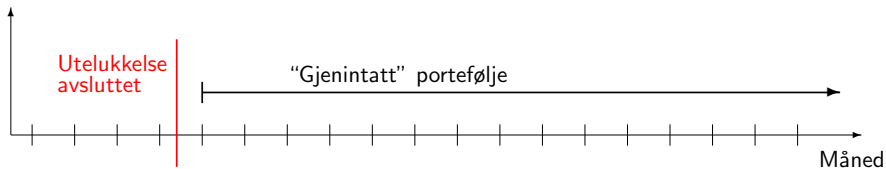
Antakelse: Etikkrådet *bekrefter* at et selskap faktisk har gjort endringer som fjerner grunnen for utelukkelse.

(No Greenwashing, please)

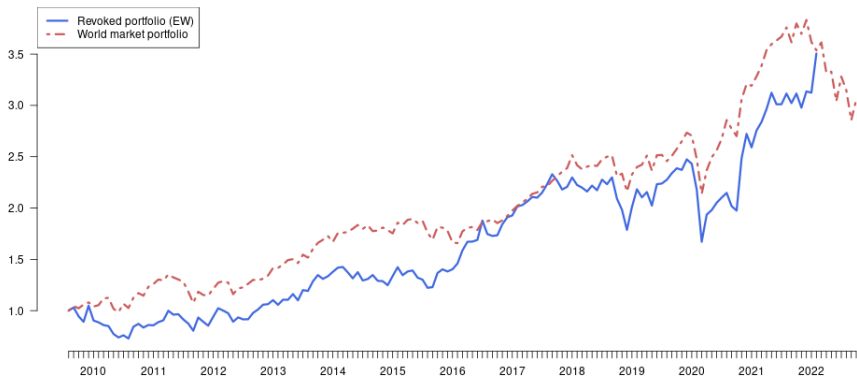
Hva skjer med avkastningen framover?

Hypotese: Meravkastning (alfa) for "nyetisk" portefølje $\rightarrow 0$.

Analyse II - konstruksjon av "Gjenintatt" portefølje



Analyse II - Gjenintatt portefølje mot markedet



Analyse II - Meravkastning for gjenintatt portefølje

Estimat av alfa (meravkastning) for den gjenintatte porteføljen

	(1)	(2)	(3)	(4)
Alpha	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.001 (0.003)	0.000 (0.003)
Rm-Rf	1.080*** (0.077)	1.085*** (0.073)	1.061*** (0.073)	1.033*** (0.076)
SMB	0.335 (0.221)		0.250 (0.209)	0.245 (0.208)
HML	0.271 (0.215)		0.235* (0.123)	0.128 (0.144)
RMW	0.326 (0.292)			
CMA	0.107 (0.345)			
WML				-0.192 (0.136)
Annualized Alphas(percent)	-2.230	-1.970	-0.860	0.300
Adj. R ²	0.604	0.596	0.606	0.609
Num. obs.	149	149	149	149

Analyse II - Meravkastning for gjenintatt portefølje

Estimert alfa

Alfa $\rightarrow 0$

Impliserer at etter at selskapet ikke lenger er utelukket har det lavere kapitalkostnad.

Utvikle hypotese – III – Kausalitet

III. Reagerer aksjeprisene på oljefondets utelukking?

Oljefondets *handlinger*

- Før utelukkelsen annonseres
 - to måneder før
 - selge ut hele eierposten
 - typisk eierpost – 1.5%
- Pressemelding om utelukkelse
Hvor overraskende er den?

Utvikle hypotese – III – Kausalitet – forts

Hvis markedets oppfatning av sannsynligheten for vidtrekkende utelukkelse oppdateres.

Hypotese

Permanent negativ endring i aksjepris som en følge av oljefondets handlinger.

- 1 I de to månedene før annonsering
- 2 På annonseringstidspunktet.

Testes ved hendelsesstudier (“event studies”)

Analyse III: Kausalitet

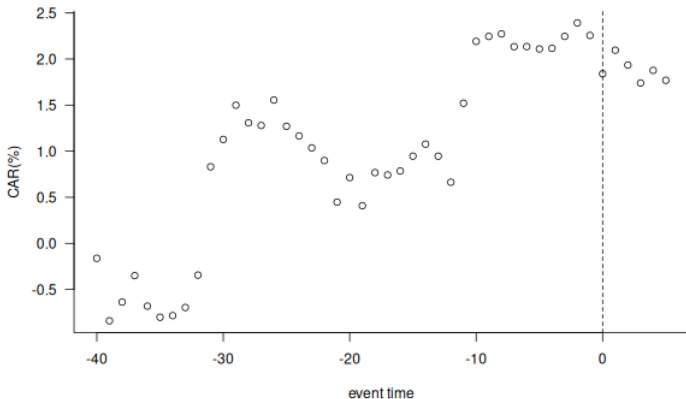
Påvirker SPU's handlinger aksjemarkedet?

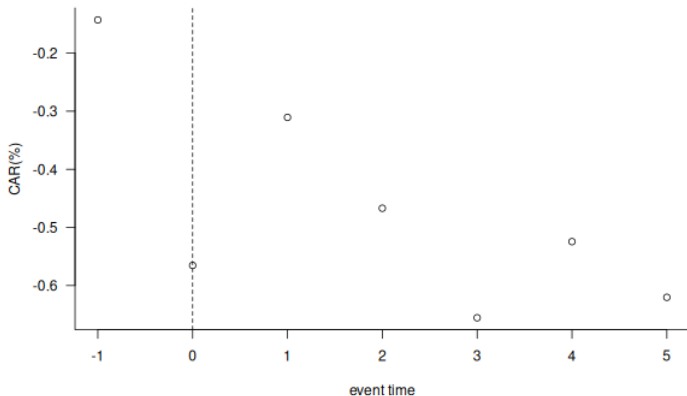
Hvordan spørre?

Konstruere “normalisert” avkastning i tiden etter en hendelse.

Hvis det ikke har noen effekt, normalisert avkastning er null.

For at SPU's utelukkelse skal påvirke markedet, må det ha en permanent negativ effekt.

Analyse III: Kausalitet – “event study” ($CAR(-40, -1)$)

Analyse III: Kausalitet – “event study” - $CAR(-1, 5)$ 

Analyse III: Kausalitet – “event study”

Oppsummert: Ingenting som tyder på en kausal sammenheng.
→ Selv ikke et fond så stort som SPU kan oppnå særlig på egenhånd.

Utvikle hypotese – IV – Hvordan reagerer selskaper på utelukkelse?

IV. Selskapers reaksjon på utelukkelse

Utelukkelse annonsert:

Bli investorer mer overbevist om at dette er et brunt selskap, og forlanger meravkastning (Høyere kapitalkostnad)?

Begge veier: → selskaper kan oppnå lavere kapitalkostnad ved å ikke lenger være på svartelisten.

Insentiv for selskaper til å reversere utelukkelse.

→ Hva er særtrekk ved selskaper som har fått utelukkelsen reversert?

Analyse IV - Selskapers reaksjoner på utelukkelse

Hvis selskapene ønsker å bli kvitt versting-stemplet, må gjøre endringer i drift.

Hvor mange selskaper her reagert tilstrekkelig?

14% av det utelukkede selskapene har fått utelukkelsen reversert

→ De fleste selskaper reagerer ikke på å bli ekskludert

Er en trusel om utelukkelse virkelig det som driver meravkastning?

Analyse IV - Selskapers reaksjon på utelukkelse

Hvilke selskap klarer å reverser utelukkelsen?

Selskap velger selv om de skal forsøke å endre grunnen til utelukkelse.

Veier mot hverandre

- *Kostnaden* ved å forbedre ESG (grunnen til utelukkelse)
- *Nytten* ved en lavere kapitalkostnad. (billigere kapital)

Motivasjon for våre empiriske undersøkelser

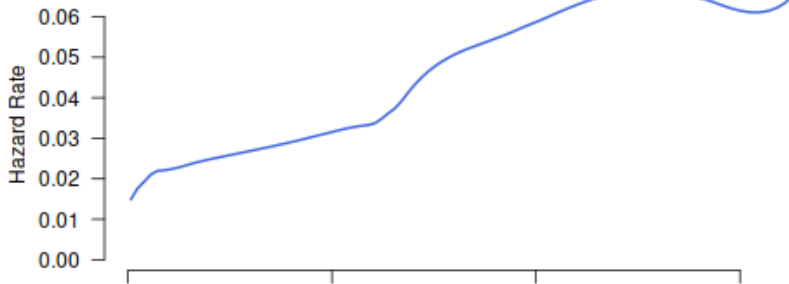
- A. Mål på kostnaden ved å forbedre
 - ESG poeng når selskapet utelukkes
- Mål på nytten av lav kapitalkostnad
 - B. Kapitalbehov
(Økning i omsetning → Investeringsbehov for skalaøkning)
 - C. Faktisk innhenting av kapital

Analyse IV.A: Faktorer som påvirker tid til utelukkelsen trekkes tilbake?

Overlevelse (survival) analyse

– Tid til aksjen går ut av Eksklusjons-porteføljen.

Instantaneous hazard curve (smoothed)



Analyse IV.A: Faktorer som påvirker tid til utelukkelsen trekkes tilbake?

Estimerer hvilke faktorer som påvirker kurven

Finner

- ESG poeng når selskapet utelukkes – (negativ koeffisient)
 - Dårlig ESG måling når utlukkelse skjer
 - kortere tid til eksklusjonen reverseres
- Mulig tolkning: Det koster mindre å forbedre ESG når utgangspunktet er dårlig.

Kontrollerer for

- Adferdsmotivert (ikke produktbasert) utelukkelse (lettere å endre)
- Selskapets størrelse

Analyse IV.B: Fordel av lavere kapitalkostnad

Billigere kapital mest nyttig når selskapet trenger å hente inn kapital.
Derfor: Hvis behovet for kapital større – høyere nytte – mer insentiv til å reversere utelukkelse.

Empirisk formulering

Probit. Sannsynlighet for at utelukkelse reverseres som resultat av

- Økning i omsetning – negativ sammenheng
Omsetningsøkning → høyere sannsynlighet for utelukkelse reverseres
- Økning i resultat (earnings) – ingen sammenheng.

Analyse IV.C: Alternativt estimat av nytte ved billig kapital

Faktisk innhenting av egenkapital.

- Høyere sannsynlighet for at selskapene henter inn egenkapital blant selskaper som har fått utelukkelsen reversert.

	Selskaper som henter egenkapital	
	Antall	Prosent
Fremdeles utelukket	56	37.1
Utelukkelse reversert	11	57.9

Oppsummering

- ① **Etisk premie** estimert til $\approx -5\%$.
 - Negativ, som majoriteten av litteraturen
 - *Omfanget* på mindreakstningen større, sannsynligvis pga utvalg av “verstinger”
- ② **Hva skjer med selskaper som får utelukkelsen reversert?**
 - Ingen meravkastning for porteføljen av “gjenintatte” selskap.
- ③ **Aksjeprisreaksjonen** ved SPU’s handlinger
 - Tidsrommet når SPU selger seg ut:
 - Positiv meravkastning (burde vært negativ)
 - Dagen for pressemeldinge:
Negativt utslag en dag, men ingen effekt etter en uke.
 - → Ingen kausal effekt fra SPU’s handlinger.
- ④ **Selskapsreaksjoner** på utelukkelse
 - **De fleste selskaper:** Reagerer ikke
 - **De (få) som får utelukkelsen reversert:**
Mer sannsynlig at utelukkelsen reversert hvis
 - ESG “skikkelig dårlig” når selskapet utelukkes (billigere a fikse?)
 - Høy omsetningsøkning (investeringsbehov)

- Doron Avramov, Si Cheng, Abraham Lioui, and Andrea Tarelli. Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 145(2, Part B): 642–664, 2022. doi: 10.1016/j.jfineco.2021.09.009.
- Jonathan B. Berk and Jules H. van Binsbergen. The impact of impact investing. *Journal of Financial Economics*, 164:103972, 2025. doi: 10.1016/j.jfineco.2024.103972.
- Patrick Bolton and Marcin Kacperczyk. Do investors care about carbon risk? *Journal of Financial Economics*, 142(2):517–549, 2021. doi: 10.1016/j.jfineco.2021.05.008.
- Sudheer Chava. Environmental externalities and cost of capital. *Management Science*, 60(9):2223–2247, 2014. doi: 10.1287/mnsc.2013.1863.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French. International tests of a five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 123(3):441–463, 2017. doi: 10.1016/j.jfineco.2016.11.004.
- 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.
- Lúboš Pástor, Robert F Stambaugh, and Lucian A Taylor. Dissecting green returns. *Journal of Financial Economics*, 146(2):403–424, 2022. doi: 10.1016/j.jfineco.2022.07.007.

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.

Jeremy Stein. Overreactions in the options market. *Journal of Finance*, 44(4):1011–23, 1989. doi: 10.1111/j.1540-6261.1989.tb02635.x.