

# Forventet avkastning for selskaper ekskludert for dårlig ESG. Sjokk til kapitalkostnad?

## Resultater fra verdens største fond

Erika Berle, Wanwei (Angela) He og Bernt Arne Ødegaard  
Jul 2022

### Forskningsspørsmål

- ESG - (Environmental, Social and Governance) – mål på miljøvennlighet osv.
- Institusjonelle investorer – uvillige til å investere i selskaper med dårlig ESG
- Spørsmål: Hva er konsekvensene av ESG-motiverte eksklusjoner på forventet avkastning i de ekskluderte selskapene?
- Teori: Avveining ESG/Kapitalkostnad.
- Denne analysen bruker ESG-eksklusjonene av verdens største fond til å spørre:
  - Hva er avkastningen for porteføljen av ekskluderte selskaper?
  - Hva er implikasjonene for selskapers kapitalkostnad?
  - Reagerer selskapene hvis de kommer på eksklusjonslisten?
  - Med konsekvenser for kapitalkostnad?

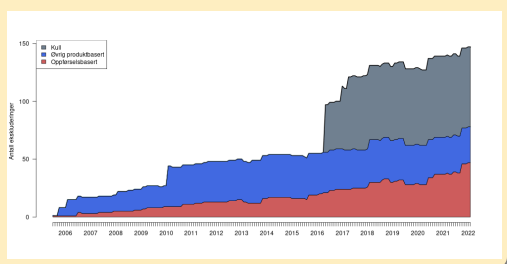
### Statens Pensjonsfond Utland (Oljefondet) sine ekskluderinger

- Verdens største statlige pensjonsfond. Markedsverdi 2021: 1000 milliarder USD (aksjedelen).
- Fondet tilnærmet et indeksfond.
- Ekskluderinger gjøres av eksternt etikkråd, etablert 2004.
  - Perioden 2004–2021: 189 selskaper ekskludert, i kortere eller lengre perioder.
  - Årslutt 2021, fondet investert i ≈ ti tusen selskaper
  - → ekskluderinger er svært uvanlige

### Grunner for ekskludering

Adferdsbasert	66
Miljø-ødeleggelse	28
Individers rettigheter i krig eller konflikt.	11
Menneskerettigheter	12
Miljø/Menneskerettigheter	4
Etiske normer	5
Klimagassutslipp	4
Korrupsjon	2
Produktbasert	123
Kull	75
Våpen	27
Tobakk	21

### Antallet eksklusjoner



### Vår analyse

Konstruer porteføljen av ekskluderte selskaper.

- Har porteføljen “for høye” avkastninger (alfa)? → **Ja**
- Drives dette av kortsiktige reaksjoner på oljefondets salg, eller endringer i kapitalkostnad? → **Det er kapitalkostnaden**

Etter at selskapene havner på eksklusjonslisten

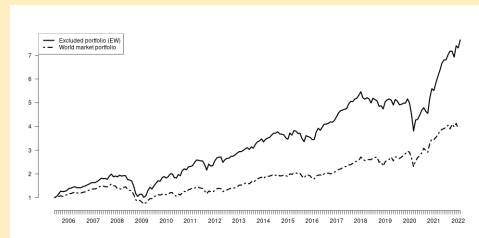
- Er selskapene fornøyde med deres høye kapitalkostnad? → **Nei, de forsøker å få eksklusjonen reversert, og oppnå en lavere kapitalkostnad.**
- Hvis et selskaps ikke lenger er ekskludert, hva skjer med dets kapitalkostnad? → **Den faller**

### Avkastningen av ekskluderte selskaper

Metode – Konstruere *eksklusjonsportefølje*

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

Eksklusjonsporteføljen sammenlignet med verdensmarkedet



- Eksklusjonsporteføljen gjør det bedre
- Eksklusjonsporteføljen faller mer i kriser ('08 og '20 covid)
- Gjør eksklusjonsporteføljen det bedre enn den “burde”?
- → Estimere “alfa” – risikostjert meravkastning.
- Finner Alfa > 5% årlig – statistisk svært signifikant
- Resultatet robust til alternative modeller for aksjepriser, vektning av porteføljen, grunner til ekskludering, etc,

### Graving – hva ligger i alfa?

Er alfa høy på grunn av

- kortsiktig prispress som følge av eksklusjonen?
- Endringer i langsiktig kapitalkostnad?

→ Alfa for høy til å kun skyldes kortsiktig prispress.

### Mekanisme: Kun de verste overlever

- Ser: Selskaper ekskludert pga ESG – eksepsjonelt høy avkastning.
- → Kapitalkostnad for nye investering for ekskluderte selskaper også høy.
- → Hvis selskaper ikke klarer å levere på (høy) avkastning, ekskluderte selskaper insentiv til å forbedre ESG (“grønne investeringer”) for å senke kapitalkostnad. → Implisitt i teoretiske modeller som Pástor, Stambaugh, and Taylor (2021) og Pedersen, Fitzgibbons, and Pomorski (2021).

### Hvilke selskaper forsøker å få ekskluderingen reversert?

De med

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

### Ekskluderinger reversert

Grunn	antall
Endre produkter	11
Slutt med aktivitet	7
Salg av datterselskap	4
Andre grunner	6

### Selskaper som får ekskludering reversert

- 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.

### Hovedpoenger fra analysen

- 1 Nivå på ESG-relatert avkastningsforskjell.
- 2 Hastighet av økning i kapitalkrav.
- 3 Dynamikk i selskapers reaksjoner på ekskludering.

### Perspektiver

- Fra samfunnets ståsted. Hvis eksklusjoner tvinger selskaper til å bedre ESG er det et ønsket utfall.
- Å tygge på:
  - Ville avkastningen vært så høy uten eksklusjonene?
  - Hva har eierne av SPU egentlig tapt?

- 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.