

MASTEROPPGAVE

Emnekode: ECO5005

Navn: Dusica Bilbija og

Ilhem Azagouagh

Veien til Bærekraft:
En analyse av oljefondets eierskapsutøvelse og selskapers
bærekraftsprestasjoner.

Dato: 01.09.2023

Totalt antall sider: 98

Abstract

Through this study, we aim to shed light on how government pension funds and other institutional investors can contribute to sustainable development through ownership engagement. A literature review reveals that there is limited research examining the effects of exclusion on corporate sustainability performance, and furthermore, comparing this with the effects of active ownership practices. The study holds implications for investors, authorities, and other stakeholders seeking to promote sustainable investment practices.

Specifically, we examine how the ownership engagement of the sovereign wealth fund affects companies' sustainability performance and sustainability reporting. We investigate whether exclusion from the sovereign wealth fund's investment portfolio has any impact on the sustainability performance and reporting of excluded companies. To address this, we formulate the following research question:

What is the effect of passive ownership engagement on sustainability performance and reporting among excluded companies in the sovereign wealth fund's investment portfolio, and what influences companies' performance in these areas?

The research question steers us towards a quantitative methodology. We adopt a quasi-experimental design, involving the measurement of sustainability performance and reporting in companies before and after their exclusion from the sovereign wealth fund, as well as equivalent measurements at the same time points for comparable companies that have not been excluded. We utilize Refinitiv's database to observe companies' performance on various sustainability indicators and sustainability reporting. The findings from the study are discussed in light of legitimacy theory, signaling theory, and existing research.

Taken together, the results indicate that exclusion alone does not necessarily lead to significant changes in companies' sustainable development. Conversely, active ownership engagement also does not bring about such changes. Consequently, the results give rise to several intriguing reflections. In light of these findings, it is evident that sustainable development is complex and influenced by numerous factors. Ownership engagement does not appear to be sufficient on its own to drive substantial changes in companies' approach to sustainability.

Forord

Denne studien er det avsluttende verket i vår masterutdanning i regnskap og revisjon ved Nord Universitet, og utgjør 30 studiepoeng.

Prosessen med å fullføre arbeidet har vært utfordrende, og samtidig svært lærerik. Vi håper at vårt arbeid vil være av verdi og interesse for fagmiljøet, myndigheter, investorer og øvrige beslutningstakere.

Vi vil takke vår veileder, Anatoli Bourmistrov, for gode tilbakemeldinger, råd og veiledning gjennom hele prosessen. Videre ønsker vi å takke Even Fallan for å ha inspirert ideen til oppgaven gjennom et kurs han underviste i bærekraftsrapportering høsten 2022.

Videre ønsker vi å rette en stor takk til våre nærmeste for deres kontinuerlige støtte, tålmodighet og oppmuntring gjennom denne prosessen. Avslutningsvis vil vi også takke hverandre for et godt samarbeid.

Ilhem Azagouagh

Oslo, 01.09.2023

Dusica Bilbija

Bergen, 01.09.2023

Sammendrag

I samsvar med den økende interessen for bærekraftige investeringer, er det også et økende behov for å måle selskapenes ytelse på bærekraftige forhold og aktivitetsområder (Li, Lu & Nassar, 2021). Gjennom denne studien søker vi å kaste lys over hvordan statlige pensjonsfond og andre institusjonelle investorer kan bidra til bærekraftig utvikling gjennom eierskapsutøvelse. Studien har implikasjoner for investorer, myndigheter og andre interessentgrupper som ønsker å fremme bærekraftige investeringspraksiser.

Spesifikt undersøker vi hvordan oljefondets eierskapsutøvelse påvirker selskapenes bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapportering. Vi ser på om utelukkelse fra oljefondets investeringsportefølje har noen virkning på utelukkede selskapers bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering. For å gjøre dette har vi utviklet følgende problemstilling:

Hvilken effekt har passiv eierskapsutøvelse på bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering hos utelukkede selskaper i oljefondets investeringsportefølje, og hva påvirker selskapers prestasjoner på disse områdene?

Problemstillingen peker oss i retning av kvantitativ metode. Vi har valgt et kvasiekperimentelt design som innebærer måling av bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering i selskaper før og etter at de har blitt ekskludert av oljefondet, og i tillegg tilsvarende måling på samme tidspunkter for sammenlignbare selskaper som ikke har blitt utelukket. Vi benytter Refinitiv sin database til å observere selskapenes prestasjoner på de ulike bærekraftsforholdene samt bærekraftsrapportering. Resultatene fra oppgaven diskuteres i lys av legitimitetsteori, signaliseringsteori og tidligere forskning.

Samlet sett indikerer resultatene at utelukkelse alene ikke nødvendigvis fører til betydelige endringer i selskapenes bærekraftige utvikling. Samtidig medfører heller ikke aktiv eierskapsutøvelse slik endring. Resultatene gir derfor opphav til flere interessante refleksjoner.

Innholdsfortegnelse

Tabelliste	vii
Figurliste	vii
Oversikt over vedlegg	vii
1.0 Innledning	1
1.1 Tidligere litteratur	3
1.2 Problemstilling	7
1.3 Avgrensning	8
1.4 Struktur på oppgaven	9
2.0 Statens Pensjonsfond Utland.....	10
2.1 Styringsmodell og forvaltning	10
2.2 Bærekraftig investering.....	11
2.2.1 Etikkrådets retningslinjer	12
2.2.2 Passiv eierskapsutøvelse	14
2.2.3 Aktiv eierskapsutøvelse	14
3.0 Teoretisk rammeverk og hypoteseutvikling	17
3.1 Legitimitetsteori.....	17
3.2 Signaliseringsteori.....	20
3.3 Hypoteseutvikling	23
3.3.1 Utelukkelse (H1).....	24
3.3.2 Størrelse (H2).....	28
3.3.3 Eierandel (H3).....	30
3.3.4 Lokalisering i vestlige regioner (H4)	33
4.0 Metodologisk tilnærming	35
4.1 Vitenskapsteoretisk ståsted og valg av forskningsdesign	35
4.2 Populasjon og utvalg.....	37
4.2.1 Identifisering av selskaper til eksperimentgruppen.....	38
4.2.2 Identifisering av selskaper til kontrollgruppen	39
4.2.3 Valg av tidsperiode	40
4.2.4 Datainnsamling avhengig variabel.....	40
4.3 Operasjonalisering avhengig variabel.....	42
4.4 Operasjonalisering og datainnsamling for uavhengige variabler	44
4.4.1 INL, PREPOST og GRUPPE (H1).....	44
4.4.2 Størrelse (H2).....	45
4.4.3 Eierandel (H3).....	46
4.4.4 Lokalisering i vestlige regioner (H4)	46
4.5 Operasjonalisering av kontrollvariabler.....	47
4.5.1 Gjeldsgrad	47

4.5.2 ROA	47
4.5.3 Miljø.....	48
4.5.4 YEAR.....	49
4.6 Forskningsmodell	50
5.0 Resultater.....	51
5.1 Deskriptiv statistikk	51
5.2 Bivariat korrelasjon.....	56
5.3 Regresjonsanalyse	59
5.3.1 Regresjonsanalyse for bærekraft spesifikk score (BSS)	59
5.3.2 Regresjonsanalyse for bærekraftsrapporterings score (BRS).....	61
6.0 Diskusjon.....	63
6.1 Effekten av utelukkelse (H1)	63
6.2 Faktorer som påvirker bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering.....	70
6.2.1 Størrelse (H2).....	70
6.2.3 Eierandel (H3).....	72
6.2.4 Lokalisering i vestlige regioner (H4)	73
7.0 Konklusjon	75
7.1 Svar på problemstilling	75
7.2 Implikasjoner	76
7.3 Forslag til videre forskning.....	77
Litteraturliste.....	78

Tabelliste

Tabell 4.1: Antall observasjoner	37
Tabell 4.2: Eksperimentgruppen basert på utelukkelse	38
Tabell 5.1: Avhengige variabler	51
Tabell 5.2: Deskriptiv statistikk for avhengige variabler	53
Tabell 5.3: Uavhengige variabler.....	54
Tabell 5.4: Deskriptiv statistikk for BSS med uavhengig variable for perioden 1 år før og inntil 3 år etter utelukkelsen.....	55
Tabell 5.5: Pearson korrelasjonsmatrise for BSS 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse.....	57
Tabell 5.6: Pearson korrelasjonsmatrise for BRS 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse	58
Tabell 5.7: Regresjonsresultat og VIF for BSS 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse.....	60
Tabell 5.8: Regresjonsresultat og VIF for BRS 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse	61

Figurliste

Figur 1.1: Tidligere forskning på bærekraftige investeringer	7
Figur 1.2: Struktur på oppgaven... ..	9
Figur 2.1: Oljefondets styringsmodell	11
Figur 2.2: Prosessen for beslutning om utelukkelse.....	13
Figur 3.1: Lindblom (1994) strategier.....	19
Figur 3.2: Faktorer som påvirker selskapers bærekraftsrapportering (Adams, 2002)	24
Figur 4.1: Kvasiekperimentelt design.....	35
Figur 4.3 Forskningsmodell inkludert kontrollvariabler	50

Oversikt over vedlegg

Vedlegg 1: Regresjonsresultat og VIF for total bærekraftsprestasjon score (TBS) 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse.....	90
Vedlegg 2: Regresjonsresultat og VIF for total bærekraftsprestasjon score (TBS)1 år før utelukkelse og 1 år etter utelukkelse.....	91

1.0 Innledning

Bærekraftig utvikling har stått på den globale agendaen siden 1987, men har først i senere år skutt fart i samfunnet. Det kommer av den økende erkjennelsen av at klimaendringene er reelle, menneskeskapte og utgjør en betydelig trussel (IPCC, 2014). De har blitt vurdert som den mest alvorlige trusselen mot stabiliteten i verden, rangert over økonomisk og politisk polarisering av World Economic Forums (2020). Den økende bevisstheten rundt disse utfordringene har ført til økt oppmerksomhet og handlinger rettet mot bærekraftige tiltak på ulike nivåer, fra individuelle beslutningstakere til internasjonale organisasjoner.

Ifølge en rapport fra Carbon Disclosure Project (CDP) har 100 selskaper stått for 71 prosent av verdens samlede klimagassutslipp siden 1988 (CDP, 2017). Statlige pensjonsfond og andre store offentlige eiendomsforvaltere og investorer har åpent blitt anklaget for medvirkning til de bærekraftsrelaterte utfordringer knyttet til miljømessige, sosiale og styringsmessige forhold, når de beslutter og finansierer selskaper som er involvert i uetisk atferd (Hoepner & School, 2018). Finansnæringen besitter store summer kapital og er i en særegen posisjon til å bidra ved å hindre kapital å tilflyte prosjekter og foretak som forsterker klimakrisen, og burde heller kanalisere disse til virksomheter som kan bringe verden nærmere en bærekraftig utvikling.

Stadig flere investorer viser imidlertid vei ved å ta hensyn til miljømessige, sosiale og styringsmessige forhold i utformingen og overvåkingen av porteføljene sine. Det totale markedet for bærekraftige investeringer utgjorde 35 300 milliarder dollar på verdensbasis, ifølge Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) sin rapport fra 2020. Dette viser til en tydelig tendens innenfor kapitalforvaltning hvor det i økende grad blir viktigere for selskaper å vise at de tar hensyn til bærekraft utover hensynet til avkastning og risiko.

Statens Pensjonsfond Utland, populært kalt oljefondet, er i dag verdens største statlige investeringsfond og hadde en markedsverdi ved utgangen av 2022 tilsvarende 1 255 milliarder dollar (NBIM, 2022). De er imidlertid ikke bare kjent for sin finansielle styrke, men også for deres rolle som en ledende aktør innen bærekraftige investeringer. Som en av grunnleggerne av FNs Prinsipper for Ansvarlige Investeringer (PRI) samt det første statlige pensjonsfondet i verden til å

inkorporere etiske retningslinjer, anses oljefondet for å være en pioner innenfor bærekraft og etikk (UNPRI, 2017).

Fondet er underlagt flere mandater og retningslinjer som regulerer hvordan det skal forvaltes, som helt overordnet kan kokes ned til to hovedformål: for det første er de forpliktet til å investere med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning i forhold til den fastsatte referanseindeksen. For det andre skal de respektere de grunnleggende rettighetene til de som er berørt av virksomheten til selskapene fondet er investert i (NBIM, 2020). Bærekraftig utvikling er en viktig forutsetning for å nå begge målene, fordi den reduserer porteføljens finansielle risiko og sikrer at selskapene tar hensyn til miljømessige og sosiale forhold.

Når et selskap bryter med de fastsatte etiske retningslinjene, har oljefondet to måter å utøve sin innflytelse på. Den første metoden involverer passiv eierskapsutøvelse, der fondet kan enten utelukke selskaper fra investeringsporteføljen gjennom det som kalles negativ screening, eller velge å investere i selskaper med gode bærekraftige egenskaper gjennom positiv screening. Den andre metoden er gjennom aktiv eierskapsutøvelse, som innebærer å aktivt engasjere seg med selskapene gjennom dialog, stemmegivning og offentliggjøring av forventningsdokumenter med hensikt å endre selskapets atferd.

Oljefondets størrelse gjør det til en viktig aktør med betydelig påvirkningskraft på internasjonale finansmarkeder. Likevel har oljefondet en rolle som er viktigere utover hva størrelsen tilsier, fordi deres handlinger sender sterke signaler og blir oppfattet som retningslinjer for andre investorer (Vasudeva et al., 2018). Med en slik posisjon følger også stor makt, og hvordan oljefondet bruker denne til å sikre en global bærekraftig utvikling er det mange som har en mening om.

Det har vært en vedvarende debatt om hvordan oljefondet bør forvaltes slik at begge formål i størst grad oppfylles. Aktiv og passiv eierskapsutøvelse er her en diskutert problemstilling, og forskning har påpekt dens betydning for bærekraftsstatus- og prestasjon (heretter bærekraftsprestasjon) på både portefølje- og selskapsnivå (Kreander & McPhail, 2019; Hoepner & Schopohl, 2016; Aguilera et al., 2019). En utbredt oppfatning er at investorer ved utelukkelse av selskaper gir fra

seg innflytelsen de har, og at det i stedet vil være hensiktsmessig å beholde selskapet i porteføljen slik at virksomheten kan påvirkes til å endre atferd gjennom aktiv eierskapsutøvelse.

Finansnæringens utvikling går stadig i retning fra bruk av passiv eierskapsutøvelse til økende bruk av aktiv eierskapsutøvelse, og flere investorer inkludert oljefondet selv deler den samme oppfatningen (Amel-Zadeh & Serafeim, 2017; NBIM, 2020). Samtidig viser Fallan (2013) at oljefondets sterke signalgivning skaper ringvirkninger hos investorer der mange følger fondets beslutningstaking. Det kan skape viktige insentiver til å endre atferd, og impliserer at passiv eierskapsutøvelse kan forsterke fremveksten av bærekraftig utvikling hos selskaper som utelukkes.

Oljefondets eierskapsutøvelse reiser viktige spørsmål som ikke bare er relevant for fondet i seg selv, men også for det bredere samspillet mellom to stadig økende tendenser innenfor internasjonal økonomi og bærekraft (Clark & Monk, 2010). Disse tendensene innebærer statlige investeringsfond og deres mulighet til å bidra til en global bærekraftig utvikling gjennom fremveksten av bærekraftige investeringer.

1.1 Tidligere litteratur

En rekke studier om statlige investeringsfond, ofte kjent som Sovereign Wealth Funds (SWF) på engelsk, undersøker samhandling mellom selskaper og investorer som sies nå å være på et historisk høyt nivå (Goldstein, 2014). De analyserer problemstillinger innenfor temaer som risikostyring (Aguilera et al., 2019), bærekraftig ansvar (Kreander & MacPhail, 2019) og aktiv- og passiv eierskapsutøvelse (Dyck et al., 2019). Studiene dreier seg i stor grad om hvordan investorer inkorporerer bærekraftsansvar når investeringsbeslutninger tas, og hvilken effekt det har på selve investeringsfondet samt på selskapsnivå.

Et forskningsområde innenfor bærekraftig ansvar går på virkninger av overgangen fra konvensjonell til bærekraftig virksomhet. For eksempel forsøker Khalid et al. (2022) å avdekke hvorvidt det foreligger finansielle fordeler ved selskaper som har gått over til en bærekraftig forretningsmodell, og ser spesifikt på sammenhengen mellom lønnsomhet og bærekraftige investeringer for kinesiske børsnoterte selskaper. Bauer et al. (2007) har sett på lignende ved å sammenligne porteføljene til bærekraftige- og konvensjonelle investeringsfond, med formål å

avdekke om det er forskjell i avkastning mellom dem. Studien tok imidlertid ikke høyde for eierskapsutøvelse, og investeringsfondene som ble studert benyttet både aktiv- og passiv eierskapsutøvelse.

Selv om Khalid et al. (2022) og Bauer et al. (2007) studerer sammenhengen mellom bærekraftig investering og finansiell avkastning, er det ingen av dem som eksplisitt ser på statlige investeringsfond eller eierskapsutøvelse. Hoepner & Schopohl (2016) gjør imidlertid det, og undersøker oljefondet og svenske AP-fond, og sammenhengen mellom passiv eierskapsutøvelse og avkastning. Spesifikt ser de på hvordan utelukkelse påvirker porteføljenes avkastning, og hvorvidt statlige investeringsfond kan ta hensyn til etiske retningslinjer uten at det går på bekostning av lønnsomheten. Mens Hoepner og Schopohl ser på avkastningen på oljefondets portefølje, velger Berle et al. (2022) å studere hvordan utelukkelse fra oljefondets investeringsunivers påvirker avkastningen til de utelukkede selskapene.

Utover sammenhengen mellom bærekraftig investering og avkastning, er det også gjort forskning på hvordan passiv eierskapsutøvelse påvirker andre finansielle forhold. Atta-Darkua (2020) undersøker oljefondet og hvilken virkning utelukkelse har på de berørte selskaperens egenkapitalverdi og eierstruktur. Et annet bidrag er Berk & Binsbergen (2018) sin studie, som studerer effektene utelukkelse har på kapitalkostnaden. I tillegg søker de å avdekke hvorvidt investorer er bedre tjent med å beholde investeringene, selv om de bryter etiske retningslinjer. Al Ayoubi & Enjoras (2022) gjør en lignende studie av oljefondet, men fokuserer på hvilken virkning utelukkelse har på selskapsverdi, og om negativ screening kan brukes som et regulatorisk instrument av myndigheter på grunn av signaleffekten utelukkelse skaper.

Ovennevnte forskningsartikler søker kunnskap om de finansielle implikasjonene av passiv eierskapsutøvelse, men det er også gjort studier på de finansielle implikasjonene av aktiv eierskapsutøvels. Det er riktignok ikke et stort forskningsområde, og få studier har tatt for seg denne typen problemstilling. For eksempel analyserer Dimson et al. (2015) hvordan investorer i praksis utøver aktivt eierskap, herunder hvorvidt det foregår i konkurranse eller samarbeid med andre investorer, markedets reaksjon samt hvordan det påvirker selskapets finansielle avkastning.

Statlige investeringsfond har ofte en tendens til å være langsiktige investorer, og kan være mer opptatt av selskapenes bærekraftige utvikling fremfor kortsiktig avkastning (Wilson, 2023). Det kan følge av at mange statlige pensjonsfond ofte er forpliktet gjennom mandater til å ta bærekraftsansvar. Et relevant forskningsområde i denne sammenheng er hvordan eierskapsutøvelse kan ha virkninger på selskapenes bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering. Aguilera et al. (2019) undersøker hvordan oljefondet gjennom aktiv eierskapsutøvelse ved offentliggjøring av forventningsdokumenter påvirker virksomhetenes selskapsstyring, og vil konkret avdekke hvorvidt styringsmålene til selskapene har blitt forbedret.

Det er også studier som undersøker om investorer ved å aktivt engasjere seg i selskapene kan fremme økte bærekraftsprestasjoner innenfor miljømessige og sosiale forhold. Benlemlih et al. (2022) ser for eksempel på hvordan oljefondet kan fremme lavere klimagassutslipp blant selskapene i investeringsporteføljen gjennom aktiv eierskapsutøvelse. O'Sullivan et al. (2018) studerer også oljefondet og ser på hvilken innflytelse aktiv eierskapsutøvelse har på etterspørselen etter arbeidskraft i britiske selskap. Målet er å forstå om oljefondets eierskapsutøvelse har noen innvirkning på sysselsettingen i disse selskapene i perioder med økonomiske utfordringer, herunder den globale finanskrisen i 2008.

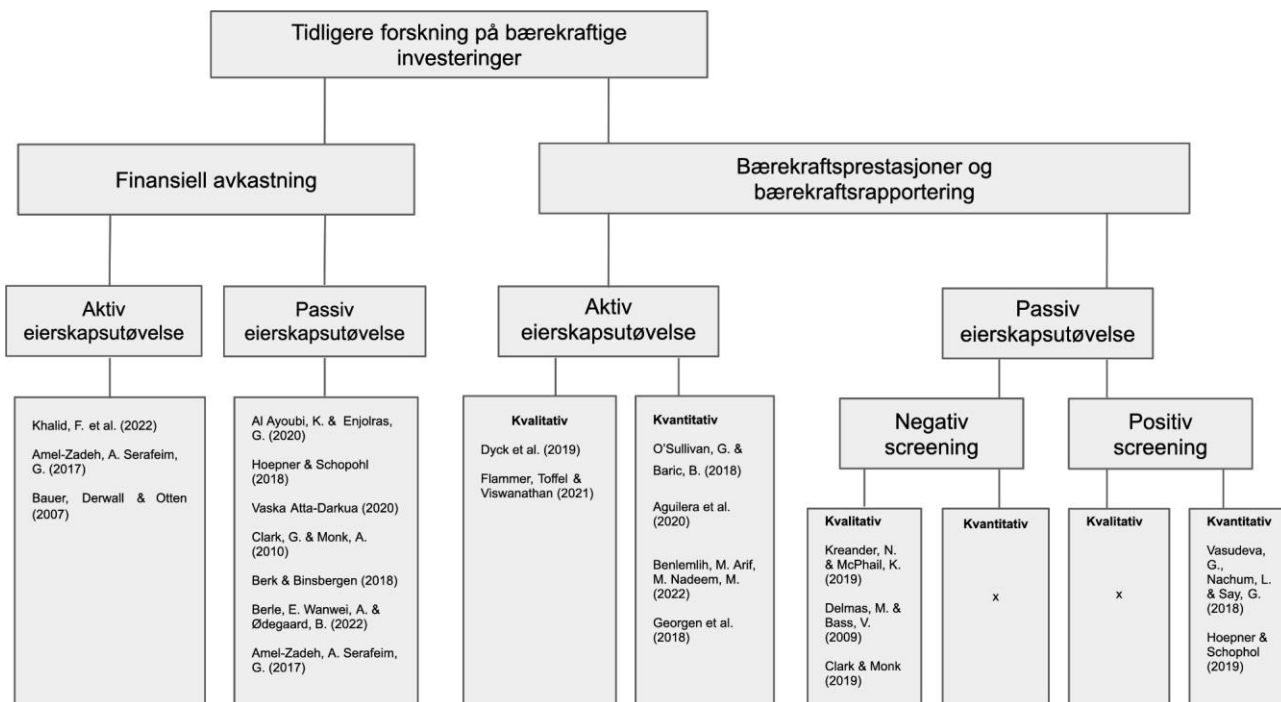
En annen studie som undersøker aktiv eierskapsutøvelse og virkningene på bærekraftsprestasjoner er Dyck et al. (2019). De ser på hvordan aktiv eierskapsutøvelse kan påvirke bærekraftsprestasjoner når det gjelder forhold som CO₂-utslipp, bruk av fornybar energi, brudd på menneskerettigheter og arbeidskvalitet. Studien ser imidlertid på statlige investeringsfond generelt, og ikke oljefondet spesifikt.

En viktig forutsetning for bærekraftig utvikling er at det også er transparens når det kommer til selskapenes bærekraftsrapportering (Flammer et al., 2021). Det er imidlertid et relativt lite forskningsområde og lite er kjent om hvordan statlige investeringsfond påvirker bærekraftsrapportering. Flammer et al. (2021) studerer institusjonelle og langsiktige investorer, og ser spesifikt på om aktiv eierskapsutøvelse kan føre til økt rapportering av selskapenes eksponering for klimarisiko, spesielt når det ikke er pålagt å gi slike rapporter.

Hittil er det funnet holdepunkter som tilsier at oljefondets passive eierskapsutøvelse gjennom utelukkelse bidrar til å forbedre bærekraftsprestasjon på porteføljenivå. Derimot er det gjort lite forskning på hvordan utelukkelse påvirker bærekraftsprestasjon på selskapsnivå, og de få som tar for seg problemstillinger knyttet til området er utelukkende kvalitative.

Studier som har undersøkt sammenhengen mellom utelukkelse og miljø- og styringsmessige prestasjoner er eksempelvis Clark & Monk (2019). De ser nærmere på hvordan oljefondet gjennom passiv eierskapsutøvelse benytter positiv screening til å unngå investeringer som bryter med etiske retningslinjer. Delmas & Blass (2010) studerer lignende, og ser på både negativ og positiv screening. De undersøker imidlertid på selskapsnivå, og søker spesifikt å finne sammenhenger mellom implementering av miljøtiltak og miljømessige resultater, slik at de kan si noe om virkningen av bærekraftige investeringsbeslutninger. Når det gjelder forskning på utelukkelse og sosiale forhold, velger Kreander & McPhail (2019) å se på hvordan oljefondet kan påvirke selskaper til å ivareta menneskerettigheter, og undersøker spesifikt hvordan fondet drøfter menneskerettighetsspørsmål når Etikkrådet kunngjør anbefalinger om utelukkelse når selskaper i investeringsporteføljen bryter disse.

Boksene markert med “x” i figur 1.1 illustrerer at det foreligger kunnskapshull knyttet til hvilken effekt passiv eierskapsutøvelse har på selskaper i statlige investeringsfond. Det er tydelig at forskningen på bærekraftige investeringer og eierskapsutøvelse i større grad har handlet om de finansielle virkningene fremfor virkningene på bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering. Vårt mål med studien er å bidra til å redusere kunnskapshullet innen bærekraftig investering og eierstyring, slik at aktører kan ta mer informerte beslutninger og arbeide mot en mer bærekraftig fremtid.



Figur 1.1: Tidligere forskning på bærekraftige investeringer.

1.2 Problemstilling

Med denne oppgaven søker vi å få et dypere innblikk i virkningene av eierskapsutøvelse på bærekraftig utvikling. Vi søker å avdekke hvorvidt det er aktiv- eller passiv eierskapsutøvelse som i størst grad har innvirkning på selskapenes atferd. For å gjøre det har vi utviklet følgende problemstilling:

Hvilken effekt har utelukkelse på bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering hos utelukkede selskaper fra oljefondets investeringsportefølje, og hva påvirker selskapers prestasjoner på disse områdene?

I tillegg vil problemstillingen indirekte gjennom vårt forskningsdesign, analysere implikasjoner av aktiv eierskapsutøvelse og virkningene den har på bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapportering. Ved å identifisere hvilken type eierskapsutøvelse som viser seg å være mest effektiv i forhold til bærekraftig utvikling sett i lys av oljefondet, vil våre funn kunne informere finansinstitusjoner og investorer om hvordan de kan forbedre sin eierstyring og øke deres innflytelse over selskaper de investerer i.

Kunnskap om dette kan dermed ha implikasjoner for myndighetenes beslutninger om å innføre retningslinjer og krav for eierstyring og bærekraftige investeringer. Andre interessentgrupper, inkludert menneskerettighets- og miljøorganisasjoner, har også nytte av å forstå hvilke krav som må stilles til eierskapsutøvelse for å fremme god bærekraftig investeringspraksis.

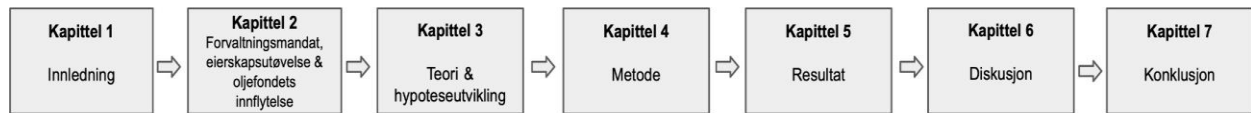
Vi ønsker å besvare problemstillingen vår gjennom et kvasieksperiment, som innebærer datainnsamling for en eksperimentgruppe og en kontrollgruppe samt datainnsamling på to tidspunkter, før og etter implementeringen av utelukkelse. Eksperimentgruppen omfatter selskaper som har blitt utelukket av oljefondet, mens kontrollgruppen består av selskaper som fortsatt var eid av oljefondet på utelukkelsestidspunktet. Vi har nøye matchet kontrollgruppen med eksperimentgruppen basert på bransje, størrelse og geografisk beliggenhet.

Vi bruker statistisk metode for å analysere dataene vi har samlet inn. Vår videre målsetning er å undersøke hvilke faktorer som påvirker selskapers bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering, og for å gjøre dette har vi formulert fire hypoteser som presenteres i kapittel 3.

1.3 Avgrensning

Oppgavens begrensninger er primært knyttet til datainnsamlingen. Utfordringen har vært relatert til tilgjengeligheten av data for utelukkede selskaper fra oljefondet, som på bakgrunn av dette begrenser oppgaven til å gjelde 17 selskaper. Begrensningen har naturligvis påvirket omfanget av analysene som kunne gjennomføres i oppgaven. Et større antall utelukkede selskaper kunne gitt et bredere og mer representativt perspektiv på innflytelsen til oljefondets eierskapsutøvelse.

1.4 Struktur på oppgaven



Figur 1.2: Struktur på oppgaven

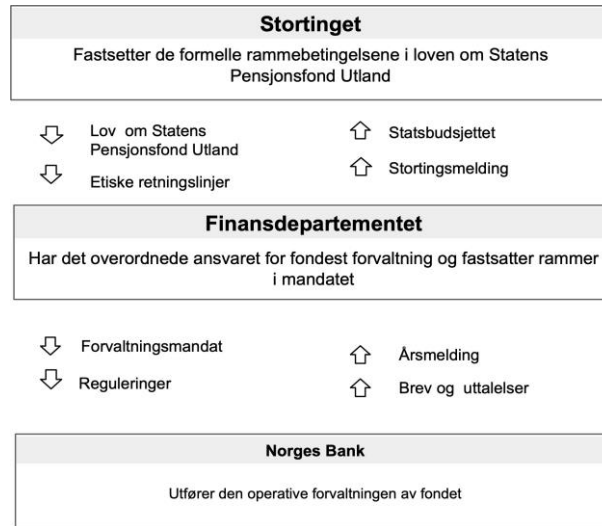
Oppgaven er strukturert i 7 ulike kapitler, som illustrert i figur 1.2. Første kapittel inneholder en presentasjon av bakgrunn, formål og problemstilling for oppgaven. Deretter redegjør kapittel 2 for forvaltningsmandatet og de viktigste aspektene ved passiv- og aktiv eierskapsutøvelse samt oljefondets innflytelse. Videre presenteres legitimitetsteori og signaliseringsteori, som danner grunnlaget for utledning av hypoteser basert på teorier og tidligere forskning. I kapittel 4 beskrives den metodiske tilnærmingen som ble benyttet. I det påfølgende kapittel blir resultatene fra datainnsamlingen presentert, og deretter blir funnene våre diskutert i kapittel 6. I det avsluttende kapittelet konkluderer vi rundt problemstillingen og presenterer oppgavens implikasjoner og forslag til videre forskning.

2.0 Statens Pensjonsfond Utland

I 1990 etablerte den norske regjeringen Petroleumsfondet, som senere ble omdøpt til Statens pensjonsfond Utland. Formålet er å bruke inntektene fra oljereservene som et instrument for langsiktig finansiell sparing, og sikre at oljeformuen kommer både nåværende og fremtidige generasjoner til gode (NBMI, 2022). Dette kapittelet vil ta for seg ulike aspekter ved oljefondet og de fastsatte rammene for forvaltning.

2.1 Styringsmodell og forvaltning

Stortinget fastsetter de grunnleggende rammene for oljefondet gjennom utformingen av etiske retningslinjer og forvaltningsmandat, og har dermed den overordnede politiske kontrollen over oljefondets aktiviteter. Finansdepartementet har ansvar for den daglige forvaltningen av oljefondet, og utarbeider fondets investeringsstrategier i samsvar med Stortingets politiske føringer. Samtidig overvåker de fondets drift og forbereder rapporter til Stortinget om fondets resultatutvikling og status. Etikkrådet er en integrert del av styringsstrukturen og spiller en avgjørende rolle i å sikre at oljefondets investeringer er i tråd med etiske retningslinjer. Rådet vurderer nøye selskaper som fondet investerer i, og identifiserer de som kan utgjøre en uakseptabel risiko fra et etisk perspektiv. Oljefondet selv er praktisk forvaltet av Norges Bank Investment Management (NBIM), som tar ansvar for å plassere fondets midler i globale aksjer, obligasjoner, eiendom og andre finansielle instrumenter. De utfører sin virksomhet i samsvar med fondets etiske retningslinjer og forvaltningsmandat, og tar også hensyn til anbefalingene fra Etikkrådet (NBIM, 2022).



Figur 2.1: Oljefondets styringsmodell

2.2 Bærekraftig investering

Bærekraftige investeringer handler om investeringer som tar hensyn til miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorer. Dette begrepet kan også refereres til som grønne investeringer, ansvarlige/samfunnsansvarlige investeringer eller miljøvennlige investeringer. Ulike aktører bruker varierte uttrykk for å beskrive dette konseptet. For eksempel benytter KLP begreper som "ansvarlig og bærekraftig forretningsdrift", "ansvarlig investor" og "ansvarlig næringsliv og bærekraftig verdiskapning". Storebrand fokuserer hovedsakelig på "bærekraft" og "bærekraftige investeringer", mens Oljefondet har en bredere tilnærming med uttrykk som "ansvarlig forvaltning", "bærekraftig utvikling" og "bærekraftig vekst". I denne studien anvendes begrepet *bærekraftige investeringer*.

Oljefondets investeringsstrategi er i stor grad underlagt en plikt til å forvalte fondet ansvarlig i henhold til mandater bestemt av Finansdepartementet. Overordnet uttrykker retningslinjene to hovedmålsettinger for oljefondets investeringsstrategi (NBIM, 2022):

1. Fondet må forvaltes med sikte på å generere langsiktig avkastning til akseptabel risiko.

2. Fondet må unngå investeringer som innebærer en uakseptabel risiko for at det bidrar til umoralske handlinger eller unnlatelser, herunder brudd på humanitære prinsipper, menneskerettigheter, grov korrupsjon og alvorlig miljøskade.

Finansdepartementet har fastsatt tre virkemidler som skal bidra til å oppnå ovennevnte hovedmålsettinger. For det første skal oljefondet aktivt utøve eierrettigheter, hvor det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre at aksjonærenes interesser er tilstrekkelig ivaretatt av selskapenes styrende organer. For det andre skal fondet benytte negativ filtrering av selskaper som produserer våpen, og hvis bruken av disse bryter med grunnleggende menneskerettigheter. Til slutt oppfordres oljefondet til å utelukke selskaper fra porteføljen som utgjør en betydelig risiko for miljøskade, korrupsjon og brudd på menneskerettigheter.

En langsiktig investor som har investeringer spredt over store deler av verden, vil ha interesse av å sikre at menneskerettigheter blir respektert, miljøet blir ivaretatt, væpnede konflikter blir avsluttet og at politiske rammevilkår er på det beste nivået mulig, fordi avkastningen vil være avhengig av bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og sosial forstand (NBIM, 2005). Så ved å innrette fondsforvaltningen etter det andre formålet, er det også med på å tjene det første formålet om langsiktig avkastning.

2.2.1 Etikkrådets retningslinjer

Etikkrådet ble etablert av Finansdepartementet med det overordnede formål å bidra til prosessen med å utelukke selskaper fra fondets investeringsportefølje. Deres hovedfunksjon er å gi anbefalinger til Norges Bank om å utelukke eller sette selskaper til observasjon, og den daglige virksomheten dreier seg i stor grad om å overvåking og identifisering av selskaper som kan omfattes av de etiske retningslinjene. Etikkrådet fungerer i en rådgivende kapasitet, og Norges Bank har basert på deres anbefalinger flere handlingsalternativer å velge mellom: 1) utelukkelse av selskaper, 2) observasjon, eller 3) å anvende aktivt eierskap. Etikkrådet kan også gi anbefalinger om å oppheve tidligere utelukkelse av visse selskaper.

De etiske retningslinjene retter seg både mot produkter som ikke anses som etisk akseptable, og mot atferd som innebærer grove etiske normbrudd. Produktbaserte utelukkelseskriterier

bestemmer at det ikke skal investeres i selskaper som er engasjert i produksjon av uønsket våpen og militært utstyr, tobakk og kull. Utelukkelseskriteriene ble ytterligere utvidet i 2019, og gir nå oljefondet mulighet til å utelukke gruveselskaper og kraftselskaper hvor mer enn 30 prosent av virksomheten baserer seg på kull. Kriteriet om tobakk er absolutt og utelukker hele tobakksindustrien, og våpenkriteriet omfatter produksjon av våpen som ved normal bruk bryter med grunnleggende humanitære prinsipper.

De atferdsbaserte utelukkelseskriteriene er knyttet til selskapenes atferd, og fastsetter at observasjon eller utelukkelse kan besluttes for selskaper som begår etiske normbrudd. Slike normbrudd innebærer (Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra oljefondet, 2022):

- Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid
- Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- Alvorlig miljøskade
- Handlinger eller unnlater som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser
- Grov korrupsjon
- Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

Vurderingene beror på informasjon som hentes fra selskapene selv, men også andre informasjonskilder benyttes, som for eksempel daglige, internettbaserte nyhetssøk. Disse skal identifisere selskaper som anklages for alvorlig miljøskade, medvirkning til menneskerettighetsbrudd, korrupsjon eller andre grove normbrudd (Etikkrådet, 2022). Identifiserte selskaper blir deretter gjenstand for grundigere undersøkelser før beslutning om utelukkelse eller observasjon gjøres av Norges Bank. Opprinnelig var utelukkelse den hovedsakelige tilnærmingen, og det var dette som motiverte opprettelsen av Etikkrådet, men oljefondet har i senere tid økt fokuset på aktivt eierskap som en viktig strategi.



Figur 2.2: Prosessen for beslutning om utelukkelse

2.2.2 Passiv eierskapsutøvelse

For å redusere risikoen for at fondet bidrar til handlinger som anses som uetiske eller i strid med forvaltningsmandatet, kan oljefondet utelukke eller sette selskaper under observasjon. Terskelen for å utelukke selskaper fra fondets investeringsunivers er imidlertid høy, fordi dette potensielt kan påvirke både selskapet selv og fondet. Utelukkelsen anses derfor som siste utvei i tilfeller der fondet ved utøvelse av aktivt eierskap ikke oppnår ønsket endring i selskapets atferd (NBIM, 2022). Det er derfor viktig å merke seg at oljefondets utelukkelse ikke bare er basert på tidligere oppfattet uetisk adferd, men også på rimelige antagelser om at slik adferd vil fortsette i fremtiden.

I tillegg til utelukkelse, kan Oljefondet velge å selge deler eller hele sin investering for å redusere risiko og opprettholde en portefølje i tråd med de etiske retningslinjene. Som en konsekvens kan risikobasert nedsalg potensielt stimulere selskaper til å forbedre sin praksis. Det kan tilskrives signaleffekten som oppstår når fondet ikke lenger ønsker å støtte selskaper som ikke oppfyller de krav og forventninger som stilles til bærekraftig utvikling. Nedsalg vil ikke bli analysert noe nærmere i vår studie.

Et annet vesentlig element ved utelukkelse er selskapenes adgang til å få opphevet utelukkelsesvedtaket. Når et selskap iverksetter tiltak for å forbedre sine praksiser, kan selskapet gjenvinne sin anseelse i investorers og allmennhetens øyne. På denne måten åpner retningslinjene opp for at selskaper kan innovere og forbedre seg, og gir dem dermed insentiver til å endre atferd.

2.2.3 Aktiv eierskapsutøvelse

Aktiv eierskapsutøvelse er en tilnærming som gir aksjeeiere muligheten til å aktivt utnytte det handlingsrommet de har som eiere. Primært er formålet å påvirke selskapets strategier, styrebeslutninger og praksiser, samt sikre god selskapsstyring og håndtering av risiko og muligheter. Formålet er å bruke den aktive rollen som eier til å sikre langsiktige økonomiske resultater og bidra til bærekraftig utvikling. Det omfatter vanligvis tre primære metoder: dialog, stemmegivning og samarbeid med andre investorer, men også offentliggjøring av forventningsdokumenter anses som virkemiddel innenfor rammen av aktivt eierskap.

Dialogen mellom investor og selskap muliggjør utveksling av informasjon, stille klare krav og forventninger, samtidig innebærer det å finne tiltak som er gode både for selskapet og investorene. For Oljefondet er hovedformålet med dialogene å få en bedre forståelse av selskapet, i tillegg skal fondet påvirke og ansvarliggjøre styret (NBIM, 2022). Fondet avholdt totalt 2 967 selskapsmøter i 2022, der temaer knyttet til selskapsstyring og ulike miljømessige- og sosiale forhold ble diskutert.

Stemmegivning gir aksjeeieren muligheten til å utøve innflytelse ved å stemme for eller mot forslag på selskapets generalforsamling, eller presentere egne forslag. Lederlønninger, sammenslåing og oppkjøp samt aksjonærforslag om bærekraft er eksempler på saker oljefondet har avgitt stemme i. I løpet av 2022 deltok oljefondet i stemmebeslutninger for 685 selskaper, som utgjorde til sammen 62 prosent av markedsverdien i porteføljen. Som øverste beslutningsorgan i et selskap, har styret en betydelig innflytelse på selskapets bærekraftsprestasjon, og er i stand til å initiere endringer i selskapets atferd i spørsmål som angår bærekraft. Stemmebeslutninger som gjaldt valg av styremedlemmer, utgjorde omtrent 40% av totalt alle forslag fondet stemte på det året.

Offentliggjøring av forventningsdokumenter inneholder tydelige forventninger og krav til både selskapene og markedene som fondet er investert i, og fungerer som en rettesnor for selskapenes arbeid med bærekraft. I tillegg bidrar dokumentene til åpenhet og transparens rundt fondets bærekraftstrategi. Det muliggjør også for andre investorer, myndigheter og interessenter å følge med på hvordan fondet jobber med sentrale problemstillinger innenfor bærekraft.

Før Norges Bank fatter beslutning om observasjon og utelukkelse, skal banken vurdere om andre virkemidler innenfor rammen av eierskapsutøvelse kan være mer passende for å redusere risikoen for fortsatt normbrudd. For eksempel kan oljefondet benytte stemmegivning på styremedlemmer som har håndtert spørsmål relatert til klima dårlig. Ifølge oljefondet er denne typen stemmegivning effektiv, men likevel kan det reises spørsmål om fondet blir tatt på alvor når det er begrenset hva de som investorer kan gjøre utover stemmegivning og dialoger.

Eierskapsutøvelse kan være et effektivt virkemiddel for å redusere risikoen for etiske normbrudd ved å påvirke selskaper til å endre atferd. Det kan ses på som fondets samlede virksomhet for å sørge for at selskapene de eier innretter sin virksomhet til beste for aksjonærene. Etablering av insentivsystemer for å sikre sammenfallende mål mellom eiere og ledelse er derfor en sentral del i eierskapsutøvelsen (NOU, 2003).

3.0 Teoretisk rammeverk og hypoteseutvikling

Det er flere plausible måter hvorpå selskapets atferd kan påvirkes når en investor som oljefondet velger å utelukke et selskap fra sin portefølje. I det neste vil vi presentere teorier som kan bidra til å forklare hvorfor utelukkelse kan ha en effekt på bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering. Basert på disse rammeverkene samt tidligere forskning gjennomgått i kapittel 1, utvikler vi hypotesene som må testes for å besvare problemstillingen vår.

3.1 Legitimitetsteori

Legitimitetsteori er det mest brukte teoretiske rammeverket til å forklare bærekraftsansvar og tilhørende rapportering (Blowfield & Murray, 2008). Teorien fastholder at legitimiteten til en organisasjon avgjøres av samfunnet, og dannes gjennom selskapets evne til å tilpasse seg sosiale samfunnsnormer relatert til forretningsvirksomhet. Legitimitetsteorien kan dermed forklare hvorfor oljefondet som investor har interesse av å utelukke selskaper som bryter med deres etiske retningslinjer. De har et ansvar for å forvalte midlene i tråd med mandatene som er gitt, herunder kravet om bærekraftsansvar. Mandatene danner forventningene samfunnet har til oljefondet, og brukes til å måle fondets evne til å arbeide innenfor disse.

Suchman (1995) definerer legitimitet som "en generalisert oppfattelse eller antagelse om at en virksomhets handlinger er ønskelige, riktige og passende innenfor et gitt sosialt konstruert system av normer, verdier, tro og definisjoner". Definisjonen tilsier at legitimitet ikke bare er en enkel oppfatning eller mening, men at den derimot avhenger av om samfunnet som helhet oppfatter at virksomhetens aktiviteter samsvarer med felles målsetninger og verdier (Suchman, 1995). Samfunnet kan bestå av mange interessenter, inkludert investorer, ansatte, miljø- og menneskerettsorganisasjoner, media og lokalsamfunn. Av dette kan vi si at legitimitet bedømmes og oppnås av utenforstående, hvor den som tildeler legitimiteten godkjenner eller aksepterer den legitimerende handling, målsetning eller verdsettelse (Andersson & Bergqvist, 2003).

Legitimitet har flere dimensjoner, som kan både bidra til og motvirke hverandre, avhengig av hvilken dimensjon som er mest fremtredende (Suchman, 1995). Først og fremst kan legitimitet ses på som en kognitiv prosess, der relevante aktører evaluerer organisasjonens atferd og vurderer om

denne atferden er akseptabel eller ikke. Det handler i stor grad om persepsjon og oppfatninger, som vil si at det ikke nødvendigvis er en objektiv realitet som avgjør om noe er legitimt, men snarere hvordan det oppfattes av samfunnet rundt. Kognitiv legitimitet blir spesielt relevant når en bestemt atferd eller opptreden har blitt så vanlig, forventet eller institusjonaliser, at den betraktes som en selvfølgelighet. Hvis oljefondet avviker fra denne etablerte atferden, som i dette tilfellet er å handle i tråd med de etiske retningslinjene, oppstår det kognitiv legitimitetsrisiko som berører forholdet til interessentene. På samme måte vil selskaper som oljefondet eier stå overfor en risiko for kognitiv legitimitet hvis de avviker fra den etablerte normen. Det kan skape insentiver for både oljefondet og selskapene til å endre atferd, slik at den kognitive legitimitetsrisikoen blir redusert.

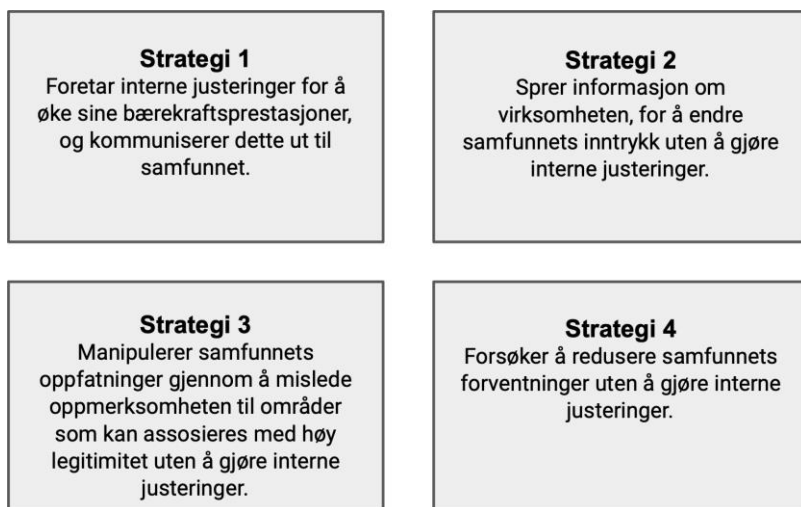
Moralsk legitimitet handler om hvorvidt en handling eller beslutning er akseptabel og rettferdig innenfor de moralske verdier og etiske prinsipper som er allment anerkjent i samfunnet. Det kan inkludere spørsmål om rettferdighet, menneskerettigheter, likeverd, miljøvern, sosialt ansvar og andre etiske hensyn. Virksomheter som oppfattes som moralsk legitime blir sett på som aktører som tar ansvar for sine handlinger og som bidrar positivt til samfunnet. Handlinger som bryter med disse, kan føre til reaksjoner fra samfunnet og skade virksomhetens legitimitet.

Pragmatisk legitimitet refererer til risikoen som oppstår når en virksomhet tar beslutninger på en måte som kan påvirke interessentenes egeninteresser. Denne typen risiko involverer hvordan en beslutning eller handling kan påvirke selskapets forhold til de som har en direkte eller indirekte interesse i dens virksomhet, som for eksempel aksjonærer, lokalsamfunn og myndigheter. For eksempel kan pragmatisk risiko oppstå når en virksomhet tar en beslutning som kan føre til økonomisk tap for aksjonærer, herunder nedgang i aksjekurs. Det kan også oppstå når virksomhetens handlinger skaper negative reaksjoner i samfunnet, med potensielle virkninger som for eksempel tap av kunder.

I tillegg til Suchmans (1985) kognitive, moralske og pragmatiske legitimitetsdimensjoner, har Fallan og Fallan (2017) i tillegg understreket betydningen av regulatorisk legitimitet. Å handle i henhold til lover og forskrifter sikrer ikke bare at selskapet unngår juridiske sanksjoner, men det bidrar også til å etablere tillit hos samfunnet og interessenter. Ved å følge lover og retningslinjer

fastsatt av myndighetene, demonstrerer virksomheten at den anerkjenner og respekterer den overordnede sosiale kontrakten, i tillegg til at den tar samfunnets forventninger og krav på alvor.

Dersom en virksomhet står overfor et legitimitetsgap, er det ifølge Lindblom (1994) fire typer strategier en virksomhet kan bruke for å opprettholde eller oppnå legitimitet (Lindblom, 1994; Deegan, 2002). Valg av legitimitetsstrategi avhenger av om virksomheten ønsker å oppnå, opprettholde eller reparere legitimitet (Suchman, 1995). Blant disse fire strategiene er det kun den første tilnærmingen som krever at organisasjonen endrer sin atferd, hvorimot de tre andre fokuserer på kommunikasjonen med samfunnet. Selskapers valg av strategi 3 eller 4 kan imidlertid øke risikoen knyttet til legitimitet, da disse strategiene kjennetegnes ved å endre på samfunnets inntrykk uten å faktisk foreta seg noe. Å påvirke allerede etablerte sosiale normer kan være en utfordrende oppgave, og implementeringen av de tre resterende strategiene kan derfor være en mer krevende prosess. For utelukkede selskaper vil det trolig være hensiktsmessig å benytte strategi 1 og 2, spesielt for større selskaper hvor bærekraftsrapporteringens omfang og kompleksitet er større.



Figur 3.1: Lindblom (1994) strategier

Når oljefondet utelukker et selskap, kan det føre til tapt legitimitet fordi dette i grunn betyr at selskapets atferd ikke samsvarer med de etiske prinsippene og verdiene, og de styringsforventningene oljefondet stiller til selskapet. En tilnærming i tråd med strategi 1 er å rette

oppmerksomheten mot å forbedre reelle prestasjoner på bærekraftig ansvar. Dette kan innebære å implementere tiltak som reduserer miljøpåvirkning, fremmer etisk forretningspraksis, øker mangfold og inkludering, eller tar ansvar for andre bærekraftsutfordringer. Slike tiltak kan øke virksomhetens legitimitet gjennom å demonstrere at de tar ansvar for sine handlinger og bidrar positivt til samfunnet.

Lindbloms (1994) strategi 2 kan redusere risikoen for at det oppstår et legitimitetsgap ved å bruke rapportering som et middel for å forme selskapets omdømme og bilde i offentligheten. Dette kan innebære å utarbeide grundige og transparente bærekraftsrapporter som fremhever selskapets innsats, resultater og mål på bærekraft. Ved å effektivt kommunisere sine tiltak og resultater, kan virksomheten påvirke hvordan det blir oppfattet av interessenter og dermed øke sin legitimitet.

3.2 Signaliseringsteori

Signaliseringsteorien er et område innenfor kommunikasjonsteori som studerer hvordan signaler blir brukt til å kommunisere informasjon mellom avsendere og mottakere. Den tar for seg spørsmål om hvordan signaler kan representere informasjon, hvordan signalene kan overføres pålitelig gjennom kanaler som kan være støyende eller begrenset i kapasitet, og hvordan mottakere kan gjenkjenne og tolke signalene som de mottar. Teorien har en fundamental betydning for forståelsen av hvordan aktører i et marked kan kommunisere informasjon om seg selv til andre aktører ved hjelp av signalisering.

Teorien har sin opprinnelse i arbeidet til den amerikanske økonomen Michael Spence. I 1973 publiserte han en artikkel som introduserte en teoretisk modell for å forklare hvordan en arbeidssøker kan signalisere sin kvalitet til en potensiell arbeidsgiver gjennom utdanning og arbeidserfaring. Forskningen til Spence (1973) avdekket at gapet mellom arbeidsgivere og kandidater skyldtes manglende informasjon om kandidatenes kvaliteter, og at dette gapet ble lukket når kandidatene tok høyere utdanning for å signalisere sine kvaliteter. Spences poeng var at informasjonsasymmetri eksisterer mellom to parter, der den ene parten mangler informasjon om den andres kvaliteter, og at en part kan signalisere sine kvaliteter slik at begge parter drar nytte av dette når signalet er vellykket.

Spences (1973) modell har senere blitt utvidet av en rekke økonomer, for å forstå hvordan asymmetrisk informasjon kan påvirke økonomiske beslutninger og resultater, og hvordan aktører kan bruke signalisering for å redusere informasjonsasymmetri og oppnå bedre resultater. Teorien innebærer fire hovedkomponenter: mottaker, signalgiver, signal og signalkostnad.

Selskaper kan bruke observerbare handlinger for å signalisere informasjon til eksterne parter, men ikke alle slike handlinger er effektive som signaler. Connelly et al. trekker frem to hovedkarakteristikker ved effektive signaler: signalets observerbarhet og kostnad. Effektiviteten av et signal avhenger av dets observerbarhet, som er en betegnelse på hvor enkelt eksterne parter kan oppdage og forstå informasjonen som formidles. Signalgiveren må nøye vurdere hvilken informasjon som skal formidles, og hvordan og når informasjonen skal presenteres for å sikre at signalet blir effektivt kommunisert til mottakerne.

Overført til oppgavens tema kan et selskap som endrer sine bærekraftsprestasjoner og/eller bærekraftsrapportering etter utelukkelse, sende signaler til oljefondet og andre interessenter, avhengig av hvordan endringene blir kommunisert og oppfattet. Når selskaper signaliserer gjennom rapportering, kan Lindbloms fire strategier være relevante. Rapportering kan være mer enn bare en objektiv gjengivelse av fakta, fordi den også kan brukes strategisk, for eksempel gjennom strategi 3 ved å fremheve visse aspekter for å avlede oppmerksomheten fra andre utfordringer. Videre kan også strategi 2 forekomme gjennom unøyaktig eller villedende rapportering, også kjent som grønnvasking, hvor selskaper fremstiller seg i et urettmessig positivt lys.

I tillegg kan selskaper signalisere en endring på flere måter enn bare gjennom rapportering. For eksempel kan miljøsertifiseringer som ISO 14001 eller Svanemerking fungere som signaler om selskapets bærekrafts ansvar, indikert gjennom innsats for miljøvern og bærekraft. Samtidig kan endring i selskapsatferd bli fanget opp av eksterne aktører, herunder ratingbyråer som analyserer selskapets data. Hvis disse byråene registrerer og rapporterer om forbedringer i selskapets bærekraftsprestasjoner, kan dette fungere som en indirekte kommunikasjon til investorer og interessenter om at selskapet tar konkrete skritt for å forbedre sitt bærekraftsansvar.

I tillegg kan selskapet aktivt formidle sine forbedringer gjennom privat kommunikasjon, for eksempel i møter med investorer eller i dialog med miljøorganisasjoner. Ved å informere om sine bærekraftstiltak på denne måten, sender selskapet et direkte signal til interessentene om at de arbeider for å styrke sin bærekraftige utvikling.

En annen tilnærming er gjennom offentlig kommunikasjon, der selskapet deler informasjon om forbedringer på sin hjemmeside eller gjennom media. Dette sender et klart signal til allmennheten og interessenter om at organisasjonen tar aktive steg for å bli mer bærekraftig, og kan også være et forsøk på å gjenoppbygge eller styrke sin legitimitet etter utelukkelse.

Samtidig er det viktig å huske det motsatte perspektivet, som utgjør oljefondet som signalgiver. Når fondet beslutter å utelukke et selskap, vil det sende et signal til investorer og andre interessenter. En investor som mottar signaler fra en annen investor, kan bruke denne informasjonen til å ta en beslutning om å investere eller ikke investere i et bestemt selskap. Samtidig kan dette perspektivet gi vekt til hvordan selskapets signaler om forbedring kan bli oppfattet av denne investoren, som igjen kan påvirke investeringsbeslutninger og eventuell oppheving av utelukkelse.

Uansett tilnærming, er det viktig at signalgiver på en eller annen måte formidler endringene i bærekraftsprestasjoner for at signalene skal være observerbare. Denne kommunikasjonen kan skje gjennom formell rapportering, direkte interaksjon eller offentlig kommunikasjon, og vil påvirke hvordan forbedringene i bærekraftsprestasjoner blir oppfattet og vurdert av investorer samt andre interessenter.

Videre kan endring av atferd være en dyr signalkostnad for selskapet, fordi det kan kreve store investeringer i tid, ressurser og innovative løsninger. For eksempel kan et selskap som er utelukket på grunn av manglende klimavennlige tiltak måtte investere i grønn teknologi, redusere utslipp, eller revidere forretningsmodellen for å adressere klimaproblemer. Det kan også bli dyrt for selskapet dersom investorer velger å ikke investere på grunn av usikkerhet knyttet til hvor vellykket selskapets endringsprosess vil være i fremtiden. Enten kan en virksomhet gi inntrykk av forbedring uten faktisk å gjennomføre reelle endringer, eller så kan den forsøke å påvirke samfunnets eller interessentenes forventninger ved å formidle informasjon i rapporteringen, med

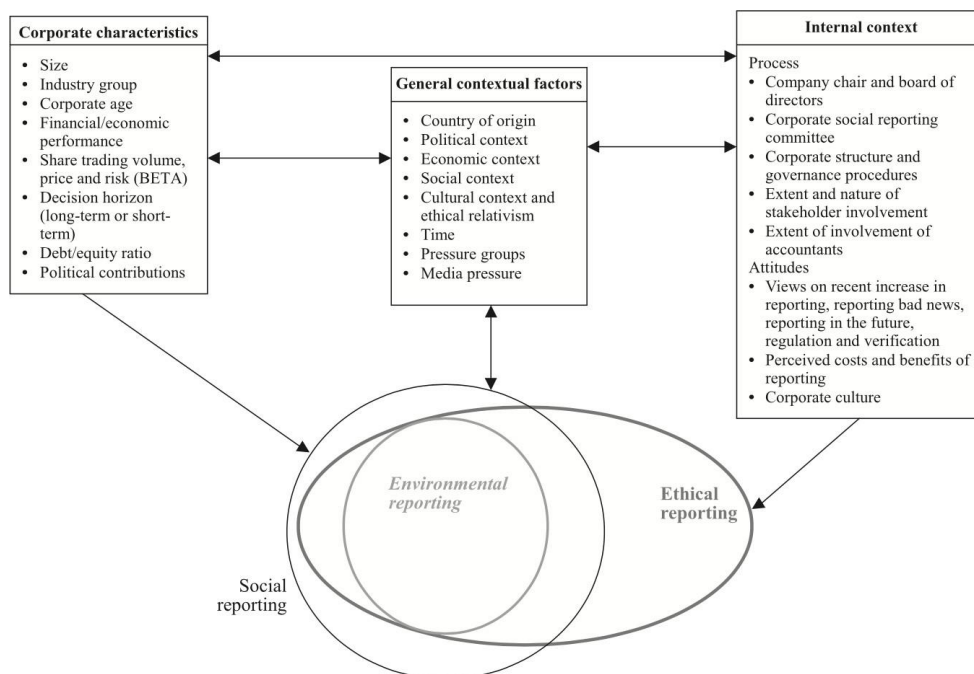
den hensikt å unngå nødvendige forbedringer. Dette aspektet har også tilknytning til Lindbloms teorier om strategiske tilpasninger.

3.3 Hypoteseutvikling

Studiens problemstilling er formulert slik at den forsøker å svare på hvorvidt utelukkelse av selskaper fra oljefondets investeringsportefølje har noen effekt på selskapenes bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering. Videre søker den andre delen av problemstillingen å forklare hva som påvirker selskapers bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering. Dette tilsier dermed at det må utledes hypoteser for del én og del to.

Hypotese 1 retter søkelyset på den første delen av vår problemstilling, og fokuserer dermed på hvordan oljefondets eierskapsutøvelse (enten det er utelukkelse eller aktiv eierskapsutøvelse) påvirker både selskapers bærekraftsprestasjoner og deres rapportering om bærekraft. Hypotese 2 til 4 tar for seg den andre delen av vår problemstilling, og disse undersøker hvordan ulike kjennetegn ved selskapene (corporate characteristics) har en innvirkning på både bærekraftsprestasjoner og rapportering om bærekraft.

Ifølge Adams (2002) har variabler knyttet til selskapenes egenskaper tradisjonelt blitt betraktet som betydningsfulle faktorer for å forklare bærekraft og bærekraftsrapportering. Dette perspektivet, som er influert av legitimitetsteorien, blir styrket gjennom Fifkas (2013) viktige metastudie. I lys av dette er det derfor en naturlig tilnærming å besvare den andre delen av problemstillingen ved å formulere hypoteser om selskapsegenskaper som kan ha samsvariasjon med kvaliteten eller nivået av deres bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering. Utledning av alle hypotesene vil ta utgangspunkt i figur 3.2, og i lys legitimitets- og signaliseringsteori samt tidligere studier.



Figur 3.2: Faktorer som påvirker selskapers bærekraftsrapportering (Adams, 2002)

3.3.1 Utelukkelse (H1)

Ved å utelukke selskaper fra sin investeringsportefølje, har oljefondet en direkte mulighet til å påvirke bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering i selve porteføljen. Likevel er det viktig å understreke at dette alene ikke nødvendigvis fører til positiv endring, dersom de utelukkede selskapene opprettholder uholdbare praksiser. Hvordan påvirker utelukkelse av selskaper bærekraftsprestasjonene og rapporteringen deres, sammenlignet med tilsvarende selskaper som fortsatt er en del av oljefondets portefølje?

Det er nærliggende å anta, spesielt med henblikk på selskaper notert på børsen, at deres primære målsetning dreier seg om å skape økt økonomisk formuesverdi for selskapets aksjonærer. Dette betraktes følgelig som en av de fremste motivasjonene bak beslutningen om å søke notering på børsen. Selskaper kan nå målsettingen gjennom økt aksjekurs, fordi økt etterspørsel etter selskapets aksjer øker aksjekursen, og medfører en økning av eiernes aksjeverdi (Greenwood, 2005). Det er derfor i selskapets egeninteresse å handle på en slik måte som gjør det til et attraktivt investeringsobjekt for nåværende og potensielle investorer.

Basert på ovennevnte, spiller legitimitetsteorien en sentral rolle når det gjelder å belyse de underliggende mekanismene som påvirker virkningen av utelukkelse, både for selskaper inkludert i og utelukket fra oljefondets investeringsportefølje. Pragmatisk legitimitetsteori har sin basis i selskapers evne til å oppfylle interessentenes egeninteresse. Teorien tilsier at det vil være i selskapets egeninteresse å oppfylle målene til viktige interessenter, som nåværende og potensielle investorer, fordi det reduserer legitimitetsrisikoen. Når oljefondet beslutter å utelukke et selskap, skjer det på bakgrunn av kritisk dårlige bærekraftsprestasjoner. Utelukkelsen innebærer i seg selv at etterspørselen etter selskapets aksjer reduseres (og at tilbudet øker). Oljefondet er ofte en så stor eier at dette kan redusere aksjekursen (Georgen et al., 2018).

I tillegg har signaliseringsteorien vist hvilke implikasjoner det kan ha for andre investorer. Mange andre institusjonelle investorer betrakter oljefondets beslutninger som anbefalinger, og følger gjerne etter i samme retning (Vasudeva, 2013; Vasudeva et al., 2018). For eksempel har norske KLP fastsatt skriftlige retningslinjer for utelukkelse, som viser til oljefondets beslutninger (KLP, u.å.). Utelukkelse har dermed ringvirkninger, og andre investorer vil sannsynligvis selge seg ut av selskapene. Det medfører nedgang i aksjeverdi.

Redusert aksjekurs samsvarer i de fleste tilfeller ikke med eiernes mål om å maksimere pengemessig formuesverdi. I et scenario der eiernes egeninteresse står på spill, vil selskapet oppleve en pragmatisk legitimitetsrisiko. Risikoen som oppstår kan gi selskapet insentiver til å forbedre virksomhetens prestasjoner på bærekraft. Dersom bedre bærekraftsprestasjoner tiltrekker flere investorer, vil etterspørselen etter aksjen øke og aksjekursen følgelig stige. Det øker selskapets pragmatiske legitimitet fra eierperspektiv. Ved å forbedre sin bærekraftsprestasjon, reduserer selskapet i tillegg langsiktig finansiell risiko, fordi det kan tenkes at myndigheter, miljøvern- og menneskerettighetsorganisasjoner og andre interessenter i mindre grad skaper press på selskapet. I tillegg vil det være mindre støy ut mot kunder og generelt færre reaksjoner fra samfunnet. Samlet kan bedre bærekraftsprestasjoner redusere både regulatorisk, moralsk, kognitiv og pragmatisk legitimitetsrisiko.

Ut fra signaliseringsteori kan vi si at utelukkelsen er et signal fra oljefondet til selskapet om kritisk risiko knyttet til bærekraftsprestasjoner. Selskapet kan imidlertid også gi signaler tilbake til

oljefondet og andre investorer. Mekanismene bak signaliseringsteorien tilsier at legitimitetsrisikoen som oppstår kan håndteres gjennom Lindbloms legitimeringsstrategier 1 og 3. Enten innfører selskapet interne tiltak for å faktisk forbedre sine bærekraftsprestasjoner, og kommuniserer dette ut gjennom bærekraftsrapporten i samsvar med strategi 1. Eller så kan de benytte strategi 3, ved å bruke rapportering som et middel for å fremheve selskapets innsats, resultater og mål på bærekraft, uten å faktisk endre sin virksomhet. Teorien, inkludert Lindbloms (1994) strategi 1 og 3, antyder dermed at selskapets bærekraftsrapportering forbedres etter utelukkelse.

En trend innenfor bærekraftige investeringer er økt bruk av aktiv eierskapsutøvelse (Hoepner & Schopohl, 2018), som følge av at stadig flere investorer hevder at denne typen eierskapsutøvelse har større effekt enn utelukkelse. Oljefondet benytter aktiv eierskapsutøvelse for alle selskap som er i investeringsporteføljen, og har selv uttalt at slike strategier gjennom eksempelvis offentliggjøring av forventningsdokumenter, stemmegivning på generalforsamlinger mv. i større grad har effekt (NBIM, 2020). Studier som ytterligere underbygger denne oppfatningen er Kreander og McPhail (2013). De viser til at investorer gjennom aktiv eierskapsutøvelse kan oppmuntre selskapene til å forbedre sine sosiale og miljømessige prestasjoner, og dermed påvirke selskapenes bærekraftsprestasjoner positivt. Georgen et al. (2018) finner at selskaper hvor oljefondet har eierandeler i mindre grad reduserer arbeidsstokken i forbindelse med nedgangstider enn andre selskaper. Analysen vurderer ikke direkte effekter av aktiv versus passiv eierskapsutøvelse, men eierskap peker indirekte mot aktiv. Aguilera et al. (2019) analyserer også sammenhengen mellom aktiv eierskapsutøvelse og selskapenes bærekraftsprestasjoner. De påpeker at aktiv eierskapsutøvelse, særlig gjennom stemmegivning på generalforsamlinger og dialog med selskapsledelsen, kan bidra til en forbedring i selskapsstyring. Studien tar imidlertid kun for seg virkningen på selskapenes virksomhetsstyring (corporate governance), og hensyntar ikke miljøforhold, menneskerettigheter og korrupsjon som er hovedårsakene til oljefondets atferdsbaserte utelukkelse. Forhold knyttet til virksomhetsstyring er tradisjonelt ansett for å være tettere knyttet til finansielle forhold enn mer rene bærekraftsforhold, som miljø mv. I tillegg har ikke Aguilera et al. (2019) et forskningsdesign som inkluderer utelukkelse, som dermed gjør det vanskelig å vite hvor relevant resultatet er for vår problemstilling. Vi registrerer også at utelukkelse

av selskaper fortsatt er en mye brukt strategi innen bærekraftige investeringer, både i oljefondet og hos andre institusjonelle investorer som for eksempel KLP og Storebrand.

Dersom det er slik at aktiv eierskapsutøvelse har større effekt på selskapers bærekraftsprestasjoner enn utelukkelse, tilsier det at selskaper som er i oljefondets portefølje vil forbedre sine bærekraftsprestasjoner mer over tid enn ellers sammenlignbare selskaper som blir utelukket fra porteføljen. Legitimitetsteori sett i sammenheng med signaliseringsteori tilsier imidlertid at selskaper som opplever utelukkelse mottar et sterkere signal om kritisk legitimitetsrisiko enn selskaper som ikke blir utelukket, og derfor har sterkere incentiv til å forbedre sine bærekraftsprestasjoner og/eller bærekraftsrapportering. I og med at det ikke finnes særlig forskning som studerer indikasjoner på effekter av utelukkelse versus aktiv eierskapsutøvelse, er det knyttet usikkerhet til hvilke effekter som er sterkest. Basert på resonnementene knyttet til legitimitetsteori og signaliseringsteori utleder vi studiens hovedhypotese med et utgangspunkt som indikerer at utelukkelse har en positiv effekt på selskapenes bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering.

H1a: Utelukkelse av selskaper fra oljefondets investeringsportefølje vil føre til en positiv endring i selskapenes *bærekraftsprestasjoner* over en definert tidsperiode, sammenlignet med selskaper som ikke blir utelukket.

H1b: Utelukkelse av selskaper fra oljefondets investeringsportefølje vil føre til en positiv endring i selskapenes *bærekraftsrapportering* over en definert tidsperiode, sammenlignet med selskaper som ikke blir utelukket.

3.3.2 Størrelse (H2)

Ifølge legitimitetsteori er det knyttet større legitimitetsrisiko til store selskaper enn det er knyttet til små selskaper. Dette kan forklares ved at større selskaper som regel har flere interessentgrupper, høyere grad av kompleksitet og blir gjenstand for økt oppmerksomhet (Mahadeo, Oogarah-Hanuman, & Soobaroyen, 2011; Reverte, 2009; Chauvey et al., 2015). Dette skyldes at større selskaper ofte har tilgang til betydelige ressurser, og dermed kan det forventes at de også skal påta seg en større rolle innen bærekraftig utvikling.

Legitimitetsteorien antyder at større virksomheter er mer synlige, og følgelig vil være utsatt for større legitimitetsrisiko enn mindre selskaper (Fallan et al., 2021). Dowling & Pfeffer (1975) påpeker dermed at større selskaper har en tendens til å engasjere seg mer i atferd som kan anses som legitimerende. Når interessentene ikke får dekket sitt informasjonsbehov, kan det oppstå pragmatisk legitimitetsrisiko (Chauvey et al., 2015). Legitimitetsteorien predikerer derfor at større selskaper vil anvende bærekraftsrapportering som en strategi for å redusere legitimitetsrisikoen. På bakgrunn av store selskapers økende sårbarhet for legitimitetsrisiko ved svake bærekraftsprestasjoner, er det en teoretisk antakelse at disse aktørene vil benytte Lindbloms (2010) strategi 1 og 2 for å håndtere utfordringen.

Signaliseringsteorien påpeker at selskaper som ønsker å vise omverdenen deres utvikling innenfor samfunnsansvar og prestasjoner på bærekraft, må vanligvis ha kapasitet til å bære den betydelige kostnaden ved å signalisere dette. Årsaken er som nevnt at det kan kreve store investeringer i tid, ressurser og innovative løsninger. For større selskaper med økonomisk og teknologisk kapasitet til å utvikle bærekraftige initiativer, kan rapportering i tillegg være mindre krevende enn for mindre selskaper som har færre ressurser til rådighet. Artiach et al. (2010) bekrefter med sin studie at større og mer lønnsomme selskaper er mer sannsynlig å ha de økonomiske ressursene som trengs for å engasjere seg i aktiviteter som fremmer bærekraftig utvikling, samt rapportere om dette.

Det finnes flere måter å måle størrelsen på et selskap. For eksempel kan man se på hvor mange personer som jobber der (Li og Wu, 2016) eller hvor mye selskapet er verdt på markedet (Dang et al., 2018). Ifølge Moore (2001) finnes det en positiv sammenheng mellom selskapets størrelse,

alder og sosial prestasjon. Flere studier kan understøtte dette ved å antyde en sammenheng mellom bærekraftsprestasjoner, selskapets størrelse og alder (Waddock og Graves, 1997; Li og Wu, 2016; Fatemi et al., 2018). Gregory (2021) fant også en positiv sammenheng mellom selskapets størrelse og bærekraftsprestasjoner, men kunne imidlertid ikke bekrefte en sammenheng når han tok hensyn til hvilken sektor selskapet befant seg i og hvilket byrå som utstedte scorene.

Fifka (2013) har studert interne og eksterne variabler som påvirker bærekraftsrapportering, og har funnet at størrelse er en av de mest brukte og signifikante variablene når en skal forklare bærekraftsrapportering. Videre finner Dorfleitner et al. (2015) at store selskaper er mer sannsynlig å oppnå høyere ESG-score på grunn av at de rapporterer i større grad. Dette støttes av ytterligere andre studier som viser at det er et signifikant forhold mellom størrelsen til et selskap og omfanget av dets bærekraftsrapportering, inkludert studier av Cormier & Magnan (2003), Brammer & Pavelin (2008), Cormier et al. (2005), og Fallan et al. (2021). Med utgangspunkt i det ovennevnte, utleder vi følgende hypotese:

H2a: Det er en positiv sammenheng mellom selskapers *bærekraftsprestasjoner* og størrelsen på selskapene.

H2b: Det er en positiv sammenheng mellom kvaliteten på *bærekraftsrapportering* og størrelsen på selskape.

3.3.3 Eierandel (H3)

Vi ønsker å forklare hvordan oljefondets eierandel kan ha positiv innvirkning på selskapenes bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapportering. Fondet utøver aktivt eierskap gjennom dialog og deltagelse i selskapsmøter, avstemninger, høringsuttalelser og øvrig kommunikasjon. Som del av aktiv eierskapsutøvelse bruker oljefondet i tillegg forventningsdokumenter som et verktøy til å fremme bærekraftig utvikling hos selskaper. Dokumentene etablerer et overordnet rammeverk for oljefondets dialog med selskapene, og beskriver hvordan selskapene i porteføljen er forventet å håndtere globale utfordringer i sin virksomhet.

Ifølge legitimitetsteori vil selskaper som er avhengige av å opprettholde sin legitimitet ta hensyn til de forventninger som stilles til dem av sine interessenter. Ved å initiere dialog, delta i stemmegivning og samarbeide med andre investorer, kan fondet effektivt øke presset på selskapene. Oljefondet har uttalt at de ønsker å være en pådriver for at selskapene omstiller seg etter klimahandlingsplanen, herunder gjennom å benytte virkemidler innenfor rammen av aktivt eierskap (NBIM, 2022). På denne måten kan fondets eierandel påvirke selskapene til å inkorporere samfunnsansvar i sin forretningsmodell i større grad enn før.

Oljefondet er en av de ti største eierne i halvparten av selskapene i porteføljen, og eierandelen er dermed ikke uten betydning i mange av virksomhetene. De har vært engasjert i en rekke stemmegivninger og spørsmål knyttet til styre, forretningsmodell, strategier og øvrige bærekraftsrelaterte forhold er vanlige temaer. Historikk viser tegn til at selskapene er villige til å lytte når fondet uttrykker sine synspunkter, som antyder at fondets eierandel medfører en unik posisjon til å påvirke selskapenes atferd. Dette perspektivet synes å få en allmenn oppslutning blant samtlige institusjonelle kapitalforvaltere, som har tro på at aktiv eierskapsutøvelse har større påvirkning (KLP, 2020). Det støttes videre av forskning som har funnet at aktivt eierskap fungerer (Aguilera et al., 2019).

Oljefondet er innflytelsesrikt, og kan både gjennom utelukkelse av selskaper og gjennom å legge premissene for ansvarlige investeringer påvirke andre investorer til å følge etter. Fondet bruker betydelige ressurser på etikkrådets arbeid, og vurderingene deres brukes av andre investorer til å

basere sine ansvarlige investeringsbeslutninger på. En reduksjon i oljefondets aksjebeholdning i en bedrift gjennom nedsalg eller utelukkelse, kan føre til en smitteeffekt fordi andre institusjonelle investorer følger fondets anbefalinger. Dersom flere selskaper også reduserer sin eierandel i bedriften, kan dette føre til verdinedgang (Vaska Atta-Darkua, 2020). Selskapene vil følgelig være interessert i å opprettholde sin legitimitet, fordi det kan påvirke selskapets evne til å skaffe kapital og tiltrekke seg investorer.

Ifølge Cormier og Gordon (2001) opplever selskaper med statlig eierskap større press for å rapportere av høy kvalitet på grunn av synligheten og ansvarliggjøringen som følger med et større antall interessenter. Oljefondet som en investor er ikke bare myndigheter gjennom Stortinget og Finansdepartementet, men i realiteten hele den norske befolkningen. På grunn av størrelsen på interessentgruppen, kombinert med synligheten, kan dette ytterligere øke risikoen knyttet til å miste anerkjennelse og tillit fra oljefondets eiere, og bidra til økt legitimitetsrisiko for selskapet. Signaliseringsteorien er med på å bygge inn under denne antagelsen, fordi selskapet vil ha et behov for å vise at de innlemmer samfunnsansvar i deres virksomhet.

Dyck et al. (2019) fant at aktivt eierskap i større grad er positivt knyttet til bærekraftsprestasjoner sammenlignet med passivt eierskap. Å kun investere i selskaper som allerede presterer bra på bærekraftsforhold, eller selge seg ut av selskaper som ikke presterer på ønsket nivå, er ikke en pådriver for endring. I stedet kan denne endringen fremmes gjennom aktivt eierskap i de selskapene investorene har eierandeler i. Fifka (2013) fant også en sammenheng mellom eierandel og effekten eierskapet har på selskapet, men dette var i forhold til bærekraftsrapportering. Soliman et al. (2013) finner også at forskjellige eiere har forskjellige påvirkninger på selskapets bærekraftsprestasjoner, og studien indikerer en positiv sammenheng mellom bærekraftsprestasjoner og aktiv eierskapsutøvelse.

Benlemlih et al. (2022) fant at høyt institusjonelt eierskap er forbundet med lave nivåer av klimagassutslipp. Aguilera et al. (2019) fant at oljefondets styringsdokumenter hadde en positiv effekt på selskapene. Videre fant de at det var en positiv sammenheng mellom eierandel i selskapene og grad av effekt, der effekten av styringsdokumentene økte jo større andel av selskapet som var eid av fondet. Når oljefondet tydelig har uttrykt hva som forventes av selskapene på

områder som klima, menneskerettigheter og en rekke andre forhold under bærekraft, vil det oppstå en legitimitetsrisiko for selskaper som presterer dårlig på disse forholdene.

For å oppnå og opprettholde legitimitet, er selskaper avhengige av å bli anerkjent av sine interessenter ved å drive virksomhet som er i samsvar med de forventninger og krav som stilles. Vi finner det derfor nærliggende å anta at oljefondets innflytelse vil være større desto høyere eierandelen er. Det er dermed funnet både teoretisk og empirisk støtte for sammenhengen mellom eierskap og effekt på selskapsstyring (Aguilera et al., 2019), og det understøtter dermed vår antagelse om at det også gjelder klimamessige (E) og sosiale forhold (S). Med utgangspunkt i det ovennevnte utleder vi følgende hypotese:

H3a: Det er en positiv sammenheng mellom selskapers *bærekraftsprestasjon* og oljefondets eierandel.

H3b: Det er en positiv sammenheng mellom kvaliteten på selskapers *bærekraftsrapportering* og oljefondets eierandel.

3.3.4 Lokalisering i vestlige regioner (H4)

Oppmerksomheten rundt bærekraftige investeringer har økt mye raskere i vestlige regioner, også omtalt som industriland, enn det har gjort i utviklingsland som har lokalisering utenfor vestlige regioner (Boyle, 2022) også omtalt som utviklingsland. I vestlige land har det vært knyttet stor oppmerksomhet til hvordan samfunnet som helhet skal håndtere klimaendringene. Det påpekes at fokuset på bærekraftig utvikling både blir fremmet og pålagt, mens dette aspektet i ikke-vestlige land fremdeles holder seg på et lavt nivå (Garcia et al., 2017). Det er likevel ikke uvanlig at virksomheter i ikke-vestlige land i økende grad frivillig innfører mål og tiltak om bærekraftig utvikling, som kan indikere økonomiske fordeler ved en slik omstilling (Yoon, Lee & Byun, 2018). Risikoene og mulighetene er ulike mellom regionene, og kan forstås i lys av regulatorisk og pragmatisk legitimitetsrisiko.

For at virksomheter skal oppnå regulatorisk legitimitet, må de svare på forventninger fra myndigheter og andre interessenter ved å følge gjeldende regler, forskrifter og standarder (Zimmerman & Zeitz, 2002). Selskaper som opplever den typen legitimitetsrisiko kan potensielt prestere bedre på bærekraftsforhold sammenlignet med virksomheter som ikke opplever slik risiko, på grunn av insentivene det medfører. Virksomheter i ikke-vestlige land kan ha mindre utviklede institusjoner, inkludert svakere regulatoriske rammer og håndhevelsesmekanismer. Dette kan skape en situasjon der selskaper har mindre insentiv til å implementere bærekraftig drift, fordi de kan unngå konsekvenser for ikke-etterlevelse. I vestlige land må bedrifter håndtere økt press og regulering fra både myndigheter og interessenter når de skal integrere hensynet til bærekraft i sine virksomheter, og opplever derfor regulatorisk legitimitetsrisiko.

Lokalisering spiller en viktig rolle i selskapenes opplevelse av pragmatisk risiko. Det kan påvirke hvordan de navigerer utfordringer knyttet til utelukkelse og den påfølgende innsatsen for å redusere den opplevde risikoen. I ikke-vestlige regioner kan interessenter som lokale investorer, ansatte eller aksjonærer ha sterkere økonomiske bånd til utelukkede selskaper. Disse interessentene kan oppfatte utelukkelsen som en trussel mot deres egne interesser, noe som øker pragmatisk risiko og potensielt påvirker selskapets evne til å implementere bærekraftige tiltak.

H4a: Det er en positiv sammenheng mellom selskapers *bærekraftsprestasjon* og lokalisering i vestlige regioner.

H4b: Det er en positiv sammenheng mellom kvaliteten på selskapers *bærekraftsrapportering* og lokalisering i vestlige regioner.

Ved å bruke forklaringsvariabler som størrelse, eierandel og lokalisering i vestlige regioner, ønsker vi å avdekke hvilken grad hver faktor bidrar til å forklare variasjonen i selskapenes bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering. Dersom noen av disse faktorene viser seg å være statistisk signifikante, vil det gi oss en mer nyansert forståelse av hvorfor passiv eierskapsutøvelse har den påvirkningen vi observerer i H1.

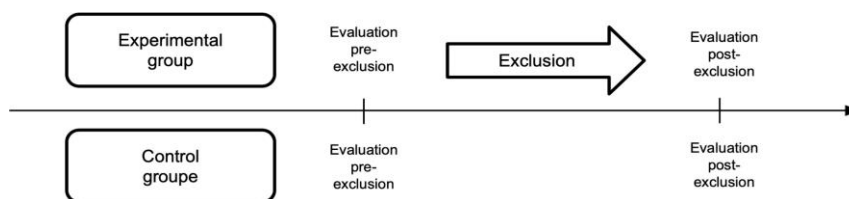
4.0 Metodologisk tilnærming

4.1 Vitenskapsteoretisk ståsted og valg av forskningsdesign

Vi ønsker å undersøke hvordan utelukkelse påvirker selskapenes bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering, og i hvilken grad eierskapsutøvelse stimulerer selskapenes atferd. Problemstillingen peker oss i retning av kvantitativ metode, fordi oppgaven i stor grad bygger på objektiv kvantifiserbare data. Målet vårt er å generalisere funnene fra et utvalg til hele populasjonen, og vår tilnærming har sitt utspring fra et positivistisk vitenskapsteoretisk ståsted. Det innebærer at vi ser på virkeligheten som objektiv og målbar, og at vi søker å isolere årsakssammenhenger mellom variabler gjennom observasjoner og målinger.

Studien vår er fundamentert i hypotesetesting, og i tråd med Karl Poppers perspektiv skal den være formulert på en måte som gjør det mulig å falsifisere den. En vitenskapelig hypotese eller teori er bare gyldig dersom den kan gjennomgå empiriske observasjoner som potensielt kan indikere dens feilaktighet (Popper, 2002). Vi har ikke som mål å bevise hypotesen vår, men heller å underlegge den empirisk testing for å enten styrke den gjennom støttende funn eller forkaste den dersom resultatene skulle tilsi det.

Vi har valgt et kvasiekperimentelt design, som vi anser som en hensiktsmessig metode for å undersøke kausalitet. Det innebærer at vi måler bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering i selskaper før og etter at de har blitt ekskludert av oljefondet, og i tillegg måler vi bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering på tilsvarende tidspunkter for sammenlignbare selskaper som ikke har blitt ekskludert. Ved å sammenligne utviklingen på de nevnte områdene mellom to utvalgsgrupper, søker vi å isolere effekten av utelukkelse og aktivt eierskap.



Figur 4.1: Kvasiekperimentelt design

Et kvasiexperiment oppstår i kjølvannet av en eksogen hendelse. I vårt tilfelle utgjør den eksogene hendelsen utelukkelsen av selskapet fra oljefondets portefølje. Innenfor rammen av dette eksperimentet er det alltid to grupper: en eksperimentgruppe som er påvirket av den eksogene hendelsen, og en kontrollgruppe som ikke er påvirket (Wooldridge, 2002). I vår studie representerer kontrollgruppen den delen som ikke blir berørt av utelukkelsen fra oljefondet, mens eksperimentgruppen består av de selskapene som faktisk blir utelukket.

For å kontrollere for systematiske forskjeller mellom kontrollgruppen og eksperimentgruppen, har vi analysert data ett år før utelukkelse og opptil tre år etter utelukkelse for begge gruppene. Vi har identifisert statistisk signifikante korrelasjoner der det er relevant. Vi benyttet multippel regresjonsanalyse for å undersøke hvordan ulike uavhengige variabler påvirker en avhengig variabel ved hjelp av en lineær funksjon. Forholdet mellom den avhengige variabelen y og den uavhengige variabelen β_1, β_2 ble presentert gjennom lineære regresjonsbindinger (Plewis, 1997).

Den statistiske metoden som er anvendt i vår studie er Difference in Difference (DiD), og nedenfor presenteres et enkelt modelloppsett:

$$\gamma = \beta_0 + \beta_1 * PREPOST + \beta_2 * GRUPPE + \beta_3 * PREPOST * GRUPPE + \text{ANDRE FAKTORER}$$

I vår studie representerer β_3 en interaksjon mellom variabel 1 (β_1) og variabel 2 (β_2). Dette interaksjonsleddet vurderer forskjellene over tid mellom kontroll- og eksperimentgruppen, og fanger opp effekten av utelukkelse på eksperimentgruppen. Dette gir oss innsikt i det vi søker å undersøke i hypotese 1, som beskriver den første delen av problemstillingen.

Variabel 1 fanger opp tidsaspektets effekt, mens variabel 2 tar hensyn til gruppeeffekten, dvs. eksperimentgruppe kontra kontrollgruppe. Andre faktorer inkluderer forklaringsvariabler som adresserer hypotesene 2 til 4 (og den andre delen av problemstillingen). I tillegg inkluderer vi viktige kontrollvariabler for å minimere risikoen for at analysen gir opphav til utilsiktede effekter. De detaljerte definisjonene av avhengige og uavhengige variabler er gitt i avsnittene 4.3 og 4.4.

4.2 Populasjon og utvalg

Vi tar utgangspunkt i en tilnærming som søker å generalisere studiens funn fra et utvalg til en større populasjon, fordi vi søker å trekke konklusjoner om populasjonen basert på informasjonen vi har fra utvalget. Det er derfor viktig med høy forskningskvalitet for å kunne forklare tendenser i resultatene av analysen (Creswell, 2014).

En oversikt over antall observasjoner presenteres videre i tabell 4.1, og viser at både eksperiment- og kontrollgruppen utgjør 17 selskaper hver. Ytterligere viser tabellen at det ble utført 17 observasjoner for hver gruppe, til sammen 34 observasjoner ved tidspunktet før utelukkelse. Etter utelukkelsen omfatter tidsrammen data inntil 3 år etter utelukkelsestidspunktet. I denne perioden er det 35 observasjoner per gruppe, og følgelig 70 observasjoner totalt etter utelukkelse. Det samlede antallet observasjoner summerer seg til 104.

Utvalgsgruppe	Tidspunkt 1 år før utelukkelse	Tidspunkt inntil 3 år etter utelukkelse	Totale observasjoner
Eksperimentgruppe	17 observasjoner	35 observasjoner	52
Kontrollgruppe	17 observasjoner	35 observasjoner	52
Totale observasjoner	34	70	104

Tabell: 4.1: Antall observasjoner

4.2.1 Identifisering av selskaper til eksperimentgruppen

Vår primære datakilde er kunngjøringene og dato for pressemeldinger som oljefondet utgir i forbindelse med vedtak om utelukkelse av selskaper. Datainnhentingene startet med å kartlegge alle selskapene oppført på oljefondets nettside over «Observasjon og utelukkelse av selskaper» (NBIM, 2022c). Nettsiden består av en liste over selskaper som for øyeblikket er kategorisert som utelukket eller satt under observasjon i fondets investeringsunivers. Listen inkluderer imidlertid ikke tidligere utelukkede og tilbakekalte selskaper, og vi har derfor heller ikke inkludert disse.

Etter å ha komponert en fullstendig liste over utelukkede selskaper, kategoriserte vi de etter kriteriene for utelukkelse og hvorvidt disse selskapene var produktbaserte eller atferdsbaserte. De produktbaserte bransjene har oljefondet utelukket i sin helhet og vil derfor ikke ha en naturlig match i investeringsporteføljen. Atferdsbaserte utelukkelse er basert på etikkrådets arbeid med å innhente informasjon om selskapene, og har valgt å se på de som er utelukket på grunn av atferd, for der er det enklere å finne sammenlignbare selskaper til kontrollgruppen. Om identifisering av selskaper i kontrollgruppa kan leses mer i delkapittel 4.2.2.

Identifiserte utelukkelse siden 2010	152
Produktbaserte utelukkelse	101
Atferdsbaserte utelukkelse	51
Ikke funnet i Refinitiv Eikon	34
Vårt utvalg	17

Tabell 4.2: Eksperimentgruppen basert på utelukkelse

Vi skaffet først oversikt over utelukkede selskaper, og deretter identifiserte vi 152 aktuelle selskaper. Etikkrådets retningslinjer har både produktbaserte utelukkelseskriterier som omfatter produksjon av tobakk, cannabis, kull og noen våpentyper, og atferdsbaserte utelukkelseskriterier som omfatter

for eksempel grove eller systematiske krenkelser av menneskerettigheter og alvorlig miljøskade. Vi sorterte selskapene etter kriterier, kategori, bransje og land. Etter å ha kartlagt atferdsbaserte selskaper, ble det klart at 34 av dem manglet informasjon i Refinitiv Eikon. For 25 selskaper som ble utelukket etter 2020, fant vi ikke fullstendige data. Disse selskapene manglet nødvendig informasjon om bærekraftsforhold for perioden etter utelukkelsen. De resterende selskapene er lokalisert i Israel, og det finnes ingen tilgjengelige data om dem i Refinitiv Eikon. Selv om vi forsøkte å skaffe informasjon fra alternative kilder, var de ikke i stand til å gi oss fullstendig og nøyaktig data om disse selskapene. Som et resultat ble alle selskapene vi ikke hadde data på fjernet fra listen.

4.2.2 Identifisering av selskaper til kontrollgruppen

Norges Bank har en oversikt over selskaper de eier ved hvert årsskifte. Vi kan gå inn i det enkelte år fra 1998 og frem til nå, og se hvilke selskaper oljefondet hadde investert i på det enkelte tidspunkt. Her fant vi en god oversikt over aktuelle kandidater til kontrollgruppen.

I oversikten opplyses informasjon som navn på selskapet, hvilke bransjer, region og land selskapet tilhører, markedsverdi både i NOK og USD samt oljefondets eierandel i %. Etter at vi sjekket at opplysningene i oljefondets oversikt stemte med offentlige brev om selskapets utelukkelse fra Etikkrådet, utarbeidet vi en oversikt over eksperimentgruppen med selskapets navn, siste år i oljefondets portefølje, hvilke land og region selskapet tilhører, markedsverdi i norske kroner og oljefondets eierandel i %.

For å kunne finne sammenlignbare (matchende) selskaper for kontrollgruppen, måtte følgende kriterier være oppfylt:

1. Kontrollselskaper er en del av oljefondets investeringsportefølje i den tidsperioden som vår studie dekker.
2. Kontrollselskaper tilhører samme bransje som selskaper i eksperimentgruppen.
3. Kontrollselskaper befinner seg i samme land og geografiske region som selskapene i eksperimentgruppen.

4. Markedsverdi på kontrollsekskaper er sammenlignbar med markedsverdi for sekskaperne i eksperimentgruppe.
5. Oljefondets eierandel i kontrollsekskaperne er sammenlignbar med oljefondets eierandel i eksperimentgruppen.

Vi har i tillegg vurdert det som fornuftig å utarbeide en alternativ liste med sekskaper som oppfyller de samme kravene. Dette gjorde at vi i tilfelle den opprinnelige listen ikke ga oss tilstrekkelig informasjon i databasen, slik at vi ville hatt en liste med alternative sekskaper tilgjengelig. Forskjellene mellom de to listene består i små variasjoner i markedsverdi og oljefondets eierandel.

Etter at oversikten for kontrollgruppen var ferdig utarbeidet, kontrollerte vi opplysningene gjennom andre kilder. Vi har gått gjennom nettsider for hvert enkelte sekskap, analyserte årsrapporter og andre offentlig tilgjengelige rapporter samt brukte databaser for å bekrefte nøyaktigheten av opplysningene som ble presentert i oljefondets oversikt.

4.2.3 Valg av tidsperiode

Vårt valgte tidsrom gjelder utelukkelse fra 01.09.2010 til 31.08.2020. Vi har utelatt nyere utelukkelse av sekskaper på grunn av at forskningsdesignet vårt krever tilgjengelighet av data for den avhengige variabelen (sekskapets bærekraftsprestasjon) i opptil tre år etter utelukkelsesdatoen. I både Refinitiv Eikon og andre databaser, er det begrenset tilgjengelighet av data på bærekraftsprestasjon for denne perioden. Det er først i de senere årene at slike data er blitt tilgjengelige for flertallet av børsnoterte sekskaper. For å inkludere et utelukket sekskap i analysen, må vi ha tilgang til data om bærekraftsprestasjon på de relevante tidspunktene, både for sekskapet selv og for det sammenlignbare sekskapet.

4.2.4 Datainnsamling avhengig variabel

Den avhengige variabelen er en proxy som viser sekskapets bærekraftsprestasjoner for gitt tidspunkt. For å operasjonalisere og muliggjøre måling av det teoretiske begrepet, valgte vi å benytte oss av Refinitiv Eikon. Dette er en database som gjør vurderinger av sekskapenes bærekraftige praksis, og utdeler poengsum fra 0 til 100 basert på sekskapenes rapporteringskvalitet og bærekraftsprestasjon. Disse poengene kan omfatte en helhetlig vurdering av

bærekraftsprestasjonene (Environmental, Social, and Governance), eller individuelle vurderinger for hver av de tre dimensjonene (E, S og G). Ved å benytte databasen kan vi undersøke om oljefondets utelukkelse av selskaper har noen påvirkning på variablenes score, og våre avhengige variabler bygger på følgende vurderinger (Refinitiv, u.å.):

Environmental (E)

Den miljømessige pilaren evaluerer selskapets innvirkning på både levende og ikke-levende naturlige systemer, som omfatter luft, jord, vann og hele økosystemer. Dette aspektet reflekterer hvor effektivt et selskap implementerer beste praksis for å redusere miljørisiko og utnytte miljømessige muligheter for å skape langsiktig aksjonærverdi.

Social (S)

Den sosiale pilaren evaluerer selskapets kapasitet til å bygge tillit og lojalitet blant ansatte, kunder og samfunnet generelt ved å følge beste praksis innen ledelse. Dette aspektet speiler selskapets omdømme og vitalitet av dets lisens til å drive virksomhet, som er sentrale faktorer for å bedømme selskapets evne til å skape langsiktig aksjonærverdi.

Governance (G)

Selskapsstyringspillaren måler selskapets systemer og prosesser som sikrer at styremedlemmer og ledere handler til beste for selskapets langsiktige aksjonærer. Det gjenspeiler selskapets evne, gjennom bruk av beste praksis for ledelse, til å styre og kontrollere sine rettigheter og ansvar ved å skape incentiver samt ha kontrollmekanismer for å generere langsiktig aksjonærverdi.

Som forskere ønsker vi god kvalitet på dataene som er samlet inn i undersøkelsen, fordi det er viktig i forhold til at resultatene som kommer frem i analyseringen er gode. Datainnsamlingen har foregått manuelt, og vi har valgt å samle inn den samme informasjonen begge to, slik at vi reduserer sjansen for at dataen er misforstått, skrevet feil eller plassert feil i Excel-arket. Slik er vi sikker på at det i liten grad er sannsynlig at dataen er registrert feil fra vår side, som igjen styrker reliabiliteten i oppgaven. Indirekte styrker dette også studiens validitet.

Reliabiliteten styrkes ytterligere av at databasen med scoreverdiene er offentlig tilgjengelig. Dette kan ha en styrkende effekt på reliabiliteten, da tilgjengelige data gir muligheten for tilbakemelding til databasen for eventuelle feil. Dette aspektet styrker også validiteten, da tilstedeværelsen av

offentlige data gjør at informasjonen har blitt benyttet i en omfattende mengde studier. Gjennom disse studiene har man opparbeidet erfaring med dataenes validitet som indikator for bærekraftsprestasjon. Slike data blir også brukt av mange investorer, for eksempel KLP når de vurderer selskaper. Reliabilitet og validitet styrkes videre med at selskapets rangering er foretatt av eksterne som har vært inne i prosessen og står ansvarlig for prosessen.

4.3 Operasjonalisering avhengig variabel

For å sikre høy grad av forskningsmessig høy reliabilitet, er det nødvendig å ha en tydelig, klar og presis operasjonalisering (Snl, 2020). I det følgende avsnittet vil vi gå gjennom studiens to avhengige variabler, og beskrive hvordan operasjonaliseringen er blitt gjennomført.

Bærekraft spesifikk score (BSS) differensieres basert på om de refererer til miljø (E), sosiale forhold (S) eller styring (G) avhengig av årsaken til utelukkelse, og er en kontinuerlig variabel med mulige verdier fra 0- 100. Dette innebærer at selskaper som for eksempel ble utelukket på grunn av alvorlig miljøskade, ble vurdert ved hjelp av variabelen E for å måle selskapets miljøprestasjon. Dersom utelukkelsen skyldtes helse- og sikkerhetsrisiko, brukte vi variabelen S for å evaluere sosial prestasjon. Om selskapet ble utelukket på grunn av korrupsjon, tok vi i bruk variabelen G for å vurdere forretningsetiske forhold. Vi har besluttet å bruke denne som vår primære avhengige variabel fremfor å benytte en total score på bærekraftsprestasjon for å styrke validiteten i studiens analyse. Den spesifikke variabelen gir en mer presis og direkte måling av relevante bærekraftsforhold, som direkte knytter seg til områdene som har ført til utelukkelsen av selskapene. I den deskriptive statistikken (tabell 5.2) har vi presentert resultatene separat for både kontrollgruppen og eksperimentgruppen ett år før og inntil tre år etter ekskluderingen. En oversikt over disse variablene finnes i tabell 5.1.

Studiens andre avhengige variabler omfatter *bærekraftsrapportering score (BRS)*. Denne variabelen gir oss innsikt i andelen av selskapets aktiviteter som blir dekket i deres bærekraftsrapporter. Dersom rapporteringen spenner over alle globale aktiviteter, vil poengsummen være 100%. Hvis poengsummen ikke er angitt, fastsettes den ved følgende prioriteringsrekkefølge: (1) andel ansatte som dekkes; (2) andel inntekter som dekkes; eller (3) andel operasjoner som dekkes. Når det foreligger to forskjellige poengsummer for sosial og

miljømessig dekning, velges den laveste verdien (Refinitiv, u.å). I den deskriptive statistikken er resultatene for *bærekraftsrapportering score* også presentert separat for kontroll- og eksperimentgruppen ett år før og inntil tre år etter utelukkelse.

Total bærekraftsprestasjon score (TBS) representerer en sammenfattende vurdering av miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorer basert på rapportert informasjon. Vi inkluderte imidlertid denne variabelen kun i robusthetstester for sammenligning med resultatene oppnådd ved bruk av de to andre avhengige variablene (vedlegg 1 og vedlegg 2), og dette er altså ikke en avhengig variabel.

4.4 Operasjonalisering og datainnsamling for uavhengige variabler

4.4.1 INL, PREPOST og GRUPPE (H1)

INL-variabelen representerer en interaksjonsvariabel som illustrerer samspillseffekter mellom tidsperioder før og etter utelukkelse, samt mellom kontroll- og eksperimentgruppen. Denne variabelen gir innsikt i den første delen av problemstillingen, nemlig om utelukkelse av selskaper fører til en positiv endring i selskapenes bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering over tid i sammenligning med selskaper som ikke er utelukket. Interaksjonen fremkommer ved å kombinere to andre uavhengige variabler, nemlig PREPOST og GRUPPE. Beregningen av INL-verdiene følger følgende formel:

$$\text{INL} = \text{PREPOST} * \text{GRUPPE}.$$

PREPOST er en dikotom variabel, som angir verdi 0 dersom en observasjon av avhengig variabler gjelder for et selskapsår før tidspunkt for utelukkelse, og verdi 1 dersom observasjonen gjelder et tidspunkt etter utelukkelse. Statistikk for denne variabelen viser oss hvordan score for bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering endrer seg fra tidspunkt før til tidspunkt etter utelukkelse for alle selskaper i utvalget samlet, uavhengig av om de tilhører eksperimentgruppe eller kontrollgruppe.

GRUPPE representerer en dikotom variabel som viser om observasjoner for bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering gjelder eksperimentgruppen (verdi=1) eller kontrollgruppen (verdi=0). Statistiske resultater av denne variabelen viser oss hvordan score for bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering endrer seg mellom gruppene, uavhengig av om den gjelder tidspunkt før eller tidspunkt etter utelukkelse.

Variabelen INL vil anta verdi =1 for observasjoner for eksperimentgruppen på tidspunkt etter utelukkelse, og verdi = 0 for alle andre observasjoner (altså både for eksperimentgruppen på tidspunkt før utelukkelse og for kontrollgruppen på begge tidspunkt). Dette følger av ligningen for beregning av INL ovenfor, hvor vi multipliserer de mulige verdiene for PREPOST og GRUPPE

for hver relevant situasjon. I og med at variablene PREPOST og GRUPPE er dikotome variabler, tar de kun verdiene 0 og 1.

Flere studier om bærekraftsprestasjoner har tatt i bruk et forskningsdesign med tilsvarende variabler som PREPOST og GRUPPE. Noen av disse inkluderer Benlemlih et al. (2022), Khalid et al. (2022) og Vaska Atta-Darkou (2020). Videre har Aguilera et al. (2019) gjennomført forskning der de sammenlignet prestasjoner mellom kontroll- og eksperimentgrupper innenfor bærekraftsområdet. Dette representerer en vanlig tilnærming i kvasiekperimentelle studier, som er i tråd med vårt forskningsdesign.

4.4.2 Størrelse (H2)

Variabelen STØRRELSE er inkludert for å vurdere i hvilken grad selskapets størrelse påvirker resultatene av bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapportering. Mange studier har indikert en sammenheng mellom selskapets størrelse og betydningen for bærekraftsprestasjon og -rapportering, inkludert studier som Dang et al. (2018), Waddock and Graves (1997), Moore (2001), Fatemi et al. (2018) og Gregory (2021).

Data for selskapets markedsverdi er hentet fra Oljefondets nettside, hvor det er mulig å verifisere individuelle investeringer, inkludert markedsverdi ved årsskiftet for begge utvalgene. Markedsverdien er oppgitt i både amerikanske dollar og norske kroner. Operasjonaliseringen av variabelen er utført som den naturlige logaritmen (\ln) av markedsverdien, i tråd med Aggarwal & Singh (2019).

Dette er en vanlig praksis i denne type studier for å skalere ned omfanget, ettersom den laveste markedsverdien i vårt tilfelle er 24 845 774 kr og den høyeste når hele 6 325 870 325 000 kr. STØRRELSE er dermed definert som en kontinuerlig variabel. For å sikre gyldigheten av innsamlet data, har vi gjennomgått andre databaser, nettsteder og tilgjengelige årsrapporter for å verifisere nøyaktigheten av vår kartlegging.

4.4.3 Eierandel (H3)

Variabelen EIERANDEL anvendes for å undersøke i hvilken grad oljefondets eierandel påvirker selskapenes bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapportering. En rekke tidligere studier benytter eierandel som en relevant variabel (Aguilera et al., 2019; Cormier and Gordon, 2001; Vaska Attadarkua, 2020; Dyck et al. 2019; Benlemlih et al., 2022; Fifka 2013; Soliman et al. 2013).

I dag er oljefondet en av de største aktørene innenfor bærekraftige investeringer. Som påpekt i hypoteseutviklingen, anser vi eierandel som en signifikant variabel. Det er en kontinuerlig variabel som angir prosentvist eierskap, med verdier mellom 0 og 100. For å sikre konsistens med tidligere studier (som Amosh og Khatib, 2022) og dermed opprettholde validiteten, har vi operasjonalisert variabelen på samme måte. Dataene er hentet fra Oljefondets nettsider og rapporter som gir en oversikt over investeringer med fondets tilhørende eierandeler.

4.4.4 Lokalisering i vestlige regioner (H4)

Variabelen LOKALISERING er en dikotom variabel som indikerer hvilken geografisk region selskapet opererer i. Selskapene er inndelt i to kategorier: vestlige (1) og ikke-vestlige land (0). Vestlige regioner omfatter hele Oseania, USA, Canada, Norden og landene i Vest-Europa (Snl, 2022). Vår studie inkluderer selskaper fra USA og Canada, mens resten er fra ikke-vestlige land. Det er ingen selskaper fra Vest-Europa i vårt utvalg. Målet med denne variabelen er å undersøke sammenhengen mellom selskapenes lokalisering og deres bærekraftsprestasjoner og -rapportering. Tidligere forskning (Boyle 2022; Garcia et al. 2017) har vist en kobling mellom lokalisering i vestlige regioner og høyere bærekraftsprestasjoner og -rapportering.

Dataene er hentet direkte fra Oljefondets oversikt, som gir en komplett liste over alle selskapene som befant seg i porteføljen ved årsskiftet. Som tidligere nevnt inkluderer denne oversikten detaljert informasjon om blant annet regionene og landene hvor de ulike selskapene opererer. For å forsikre oss om nøyaktigheten og påliteligheten av dataene, har vi også gjennomført en dobbeltsjekk ved å krysstjekke med databasen Refinitiv etter innsamlingen.

4.5 Operasjonalisering av kontrollvariabler

Ved å inkludere relevante kontrollvariabler kan vi isolere og analysere virkningen av de uavhengige variablene på en mer nøyaktig og pålitelig måte. Dette forbedrer studiens evne til å avdekke sammenhenger, samtidig som det bidrar til å adressere alternative forklaringer på resultatene.

4.5.1 Gjeldsgrad

GJELDSGRAD er en vanlig kontrollvariabel i denne type studier, og er derfor en del av vår studie. Det er kontinuerlig variabelen som måler aspekter ved selskapets økonomiske risiko. Gjeldsgrad beregnes som total gjeld dividert med sum av egenkapital. Det er mange forskere som har operasjonalisert variabelen på samme måte (Velte, 2017; Clarkson et.al 2008).

Vi har brukt databasen Refinitiv Eikon og har gått gjennom publiserte årsrapporter for hvert enkelte selskap. I tillegg til opplysningene fra databasen, har vi brukt selskapets nettsider og tilgjengelige finansielle rapporter for å hente opplysningene om total gjeld og egenkapital. Beregning av gjeldsgrad er utført i Excel. For å øke reliabiliteten i datainnhenting har vi jevnlig kontrollert registrerte data.

4.5.2 ROA

ROA er også en vanlig kontrollvariabel som brukes i denne type studier. Den måler selskapets lønnsomhet og beregnes som årsresultat dividert med gjennomsnittlig total kapital. Tidligere studier (Clarkson et.al 2008; Velte, 2017; Alareeni et al. 2020) viser sammenheng mellom finansielle nøkkeltall og bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapportering. Flere forskere operasjonaliserer variabelen på samme måte, blant annet Lo & Sheu (2007). For å hente inn datasett for hvert regnskapsår har vi igjen benyttet databasen Refinitiv Eikon. Der har vi søkt på selskapene i studien vår, og derpå brukt fanen "Financials - Ratios-Overview" for å finne opplysninger om ROA. For å kvalitetssikre innhentet data, har vi gått gjennom selskapets nettsider og tilgjengelige finansielle rapporter. Der har vi hentet opplysningene om årsresultat og total kapital for aktuelle år, og deretter utført beregning manuelt i Excel.

4.5.3 Miljø

Variabelen MILJØ indikerer årsaken til hvorfor et selskap er blitt utelukket fra oljefondets portefølje. Dette er en dikotom variabel som tar verdien 1 hvis utelukkelsen er grunnet alvorlige miljøskader, og verdien 0 hvis det er på grunn av andre faktorer som menneskerettighetsbrudd, korrupsjon osv. Selskapene som ble ekskludert på grunn av miljøsensitivitet opererer innenfor sektorer som jernmalmproduksjon, olje og gass, stålproduksjon, gruvedrift og skogsindustri. Dette er industrier med høy grad av miljøsensitivitet.

I lys av begrensede kvantitative studier som forskjer på virkningene av oljefondets utelukkelse på selskapers bærekraftsprestasjoner og -rapporting, har vår studie måttet utforske nye områder innenfor nødvendige kontrollvariabler. Til tross for dette er det en utbredt praksis i studier om bærekraftsprestasjoner og -rapportering å inkludere variabler som skiller mellom miljø-sensitive og ikke-miljø-sensitive industrier (Fifka, 2013). Videre anser vi det som relevant å kunne skille mellom ulike årsaker til utelukkelse, siden risikoen kan variere basert på faktorer som miljøskade, menneskerettighetsbrudd (inkludert barnearbeid), arbeidstakerrettigheter og korrupsjon m.v. Variasjoner av utelukkelsesårsaker i populasjonenes størrelse legger imidlertid begrensninger på mulig operasjonalisering av variabelen. Vi har derfor valgt å gjøre den dikotom.

For innsamlingen av data gikk vi grundig gjennom offentlige brev fra Etikkrådet som beskriver detaljert årsaken til utelukkelsen. Vi har nøye verifisert at registreringen var korrekt, noe som bidrar til økt pålitelighet i innsamlingen av data.

4.5.4 YEAR

Variabelen YEAR er en tidsrelatert kontrollvariabel som brukes for å forstå sammenhengen mellom avhengige variabler og tidspunkter i forhold til utelukkelse. Denne variabelen gir informasjon om tidsperioden som er relevant for hver observasjon, spesielt om den avhengige variabelen ble målt før eller etter utelukkelse, samt hvor mange år etter utelukkelse målingen ble gjort.

Verdiene til variabelen YEAR representerer forskjellige tidsintervaller i forhold til utelukkelse:

- Verdi 1: Dette tilsvarer perioden 1 år før utelukkelse, og indikerer at målingen av bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapporterings score ble gjort rett før utelukkelse.
- Verdi 2: Dette tilsvarer perioden 1 år etter utelukkelse. Verdien 2 indikerer at målingen ble gjort ett år etter utelukkelse.
- Verdi 3: Dette tilsvarer perioden 2 år etter utelukkelse. Verdien 3 indikerer at målingen ble utført to år etter utelukkelse.
- Verdi 4: Dette tilsvarer perioden 3 år etter utelukkelse. Verdien 4 betyr at målingen ble gjort tre år etter utelukkelse.

Ved å inkludere denne kontrollvariabelen i analysen, kan vi kontrollere for tidseffekter og vurdere hvordan bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapporterings score endrer seg over tid i forhold til utelukkelsestidspunktet. Dette hjelper til med å undersøke om det er en sammenheng mellom utelukkelse og endringer i bærekraftsmålinger over ulike tidsperioder etter utelukkelsen.

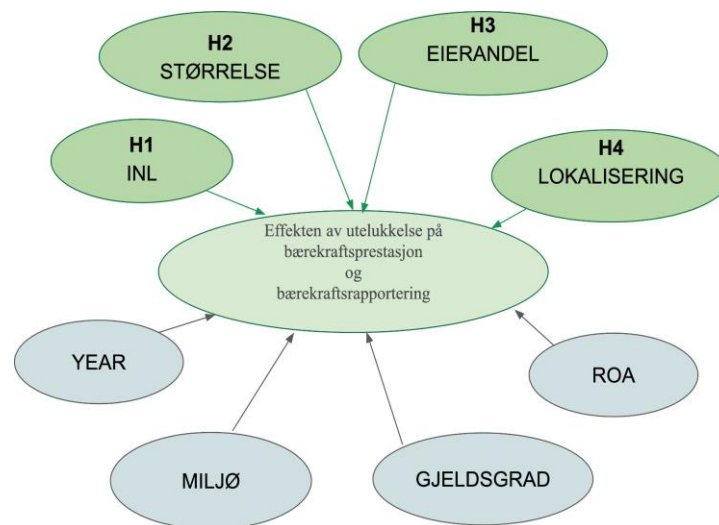
Vi har samlet inn data ved å undersøke hvilket år de ulike scorene tilhører i Refinitiv Eikon. Deretter har vi manuelt opprettet en oversikt i et Excel-ark. Prosessen med å hente inn data ble gjennomført av begge to, noe som bidrar til økt reliabilitet. Sannsynligheten for å identifisere eventuelle feil eller unøyaktigheter er økt gjennom samarbeid og gjensidig kontroll.

4.6 Forskningsmodell

Sett i sammenheng med datainnsamling og operasjonalisering av variabler, vises forskningsmodellen på ligningsform. Data innhentet på selskapsnivå er for to tidspunkter per selskap.

$$BSS_{it} / BRP_{it} = \beta_0 + \beta_1 * PREPOST + \beta_2 * GRUPPE + \beta_3 * PREPOST * GRUPPE + \beta_4 STØRRELSE_{it} + \beta_5 EIERANDEL + \beta_6 LOKALISERING + \beta_7 YEAR + \beta_8 MILJØ + \beta_9 GJELDSGRAD + \beta_{10} ROA$$

Hvor BRS/BRS viser observasjon for selskap i på tidspunkt t .



Figur 4.3 Forskningsmodell inkludert kontrollvariabler

5.0 Resultater

5.1 Deskriptiv statistikk

Tabell 5.2 presenterer deskriptiv statistikk for BSS (Bærekraftsprestasjonsscore) og BRS (Bærekraftsrapporteringscore), utvalgte avhengige variabler for perioden 1 år før utelukkelse og opptil 3 år etter utelukkelse for de undersøkte selskapene. Tabellen inkluderer antall observasjoner, gjennomsnitt, standardavvik, samt minimums- og maksimumsverdier. For å gi en mer komplett forståelse av de avhengige variablene, presenteres statistikken for både selskaper i kontrollgruppen og eksperimentgruppen 1 år før utelukkelse og inntil 3 år etter utelukkelse. Nedenfor følger en oversikt over de avhengige variablene:

Avhengig variabel	Operasjonalisering
BSS	Bærekraft spesifikk score
BSS Pre Eksp	Bærekraft spesifikk score for selskaper i eksperimentgruppen 1 år før utelukkelse.
BSS Post Eksp	Bærekraft spesifikk score for selskaper i eksperimentgruppen inntil tre år etter utelukkelse
BSS Pre Kont	Bærekraft spesifikk score for selskaper i kontrollgruppen 1 år før utelukkelse.
BSS Post Kont	Bærekraft spesifikk score for selskaper i kontrollgruppen inntil tre år etter utelukkelse.
BRS	Bærekraftsrapporterings score
BRS Pre Eksp	Bærekraftsrapporterings score for selskaper i eksperimentgruppen 1 år før utelukkelse.
BRS Post Eksp	Bærekraftsrapporterings score for selskaper i eksperimentgruppen inntil tre år etter utelukkelse
BRS Pre Kont	Bærekraftsrapporterings score for selskaper i kontrollgruppen 1 år før utelukkelse.
BRS Post Kont	Bærekraftsrapporterings score for selskaper i kontrollgruppen inntil tre år etter utelukkelse.

Tabell 5.1: Avhengige variabler

BSS omfattet datasettet på 104 observasjoner, med en gjennomsnittlig poengsum på 60.01. Scoren på 60 er en rangering på en skala fra 0 til 100, hvor 100 innebærer beste mulige bærekraftsprestasjoner.

BSS Pre Eksp inkluderte 17 observasjoner med en gjennomsnittlig poengsum på 56.426, mens BSS Post Eksp inkluderte 35 observasjoner med en gjennomsnittlig poengsum på 61.571. Ut ifra gjennomsnitt alene syns det som om score for eksperimentgruppe har økt etter utelukkelse.

BSS Pre Kont inkluderer 17 observasjoner, med en gjennomsnittlig poengsum på 55.668. BSS Post Kont inkluderte 35 observasjoner, med en gjennomsnittlig poengsum på 62.314 som gir inntrykk av score forbedring hos kontrollgruppen etter utelukkelse.

Videre i tabellen vises statistikk for BRS for 104 observasjoner. Resultatene fra undersøkelsen viste at gjennomsnittlig BRS er 68.048 poeng.

BRS Pre Eksp inkluderte 17 observasjoner med en gjennomsnittlig poengsum på 76.471 mens BRS Post Eksp, som inkluderte 35 observasjoner, hadde en gjennomsnittlig poengsum på 65.514. Ut fra gjennomsnittet alene vise seg at BRS reduseres etter utelukkelse for eksperimentgruppe. Helt motsatt, viser gjennomsnittet forbedring i rapportering hos kontrollgruppen etter utelukkelse. BRS Pre Kont som inkluderer 17 observasjoner hadde en gjennomsnittlig poengsum på 62.301, mens hos BRS Post Kont som inkluderte 35 observasjoner, var den på 69.286.

Avhengig variabel	N	Mean	Std.Dev.	Min	Max
BSS	104	60.019	24.698	4	96
BSS .Pre Eksp.	17	56.426	28.645	5	91
BSS PostEksp.	35	61.571	24.748	6	93
BSS Pre Kont	17	55.668	22.755	6	96
BSS .PostKont	35	62.314	23.826	4	95
BRS	104	68.048	41.698	0	100
BRS PreEksp	17	76.471	38.050	0	100
BRS PostEksp	35	65.514	40.563	0	100
BRS Pre Kont	17	62.301	44.830	0	100
BRS Post Kont	35	69.286	42.243	0	100

Tabell 5.2: Deskriptiv statistikk for avhengige variabler

Videre følger en kort beskrivelse av studiens uavhengige variabler:

Uavhengige variabler	Operasjonalisering
PREPOST	Dikotom variabel som angir verdi 0 dersom en observasjon av avhengig variabler gjelder for et selskapsår før tidspunkt for utelukkelse og verdi 1 dersom observasjonen gjelder et tidspunkt etter utelukkelse.
GRUPPE	Dikotom variabel som viser om observasjoner for bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering gjelder eksperimentgruppen (verdi=1) eller kontrollgruppen (verdi=0)
STØRRELSEN	Kontinuerlig variabel for selskapsstørrelse. Den er beregnet som den naturlige logaritmen(ln) til markedsverdi.
EIERANDEL	Eierandel er kontinuerlig variabel som viser eierandel i prosent, som er tall mellom 0 og 100.
LOKALISERING	Dikotom variabel som viser hvilken geografisk region selskapet tilhører. Selskapene er delt i to grupper: vestlige (1) eller ikke-vestlige land (0).
GJELDSGRAD	Gjeldsgrad er en kontinuerlig variabel. Den er beregnet som samlet gjeld dividert på total eierandel.
ROA	ROA er en kontinuerlig variabel. Den er beregnet som årsresultat dividert med gjennomsnittlig totalkapital.
MILJØ	MILJØ er en dikotom variabel som antar verdi =1 dersom utelukkelsen skyldes alvorlige miljøskader og verdi = 0 dersom det er en annen årsak
YEAR	YEAR representerer forskjellige tidsintervaller i forhold til utelukkelse. Verdi 1 (1 år før utelukkelse), verdi 2 (1 år etter utelukkelse), verdi 3 (2 år etter utelukkelse), verdi 4 (3 år etter utelukkelse).

Tabell 5.3: Uavhengige variabler

Tabell 5.4 viser deskriptiv statistikk for BSS, utvalgte uavhengige variabler for perioden 1 år før utelukkelse og inntil 3 år etter utelukkelse. Som en del av undersøkelsen dekket datasettet 104 observasjoner. Gjennomsnittlig prepost score for perioden 1 år før eksklusjon og inntil tre år etter eksklusjon er 0.673 poeng og med et standardavvik på 0.471 poeng. Minste prepost-poengsum er 0 og maksimum er 1. INL som har en gjennomsnittsverdi på 0.336 poeng, et standardavvik på 0.474 poeng, en minimumsverdi på 0 og en maksimumsverdi på 1. Studien inkluderte data for 4 år, minimum antall år er 1 og maksimum er 4. GRUPPE har en gjennomsnittsverdi på 0,5, en minimumsverdi på 0 og maksimum 1.

Gjennomsnittlig LOKALISERING er 0.230 poeng med et standardavvik på 0.423 poeng. Gjennomsnittsverdien av miljø sensitiv for selskaper i utvalget er 0,692 poeng, med et standardavvik på 0,463. Miljøsensitiv har en minimumscore på 0 og en maksimumscore på 1.

Oljefondets eierandel har en registrert gjennomsnittsverdi på 50.067 poeng, med et standardavvik på 58.057 poeng. Den laveste andelen i Oljefondet er 0%, og den største er 2,28%. Laveste andel 0% i vår analyse tilhører utelukkende selskaper for tidsrom inntil tre år etter utelukkelse, da de ikke lenger var en del av oljefondets portefølje.

Størrelsen har et gjennomsnitt på 25.644, et standardavvik på 4.45, en minimumsverdi på 4 og maksimalt 29. Størrelsen er målt som den naturlige logaritmen av selskapets markedsverdi. Dette betyr at laveste selskapets markedsverdi var 24 845 774 NOK, høyeste på 6 325 870 325 000 NOK og gjennomsnittlig markedsverdi på 1 029 065 730 019, 35 NOK.

ROA har en minimumsverdi på -16% og en maksimumsverdi på 51%. Gjennomsnittlig ROA for selskaper i utvalget er 4,105%. Selskapets utvalg har en gjennomsnittlig gjeldsgrad på 57.894, der den laveste registrerte verdien er 20 og den høyeste er 94.

Uavhengig Variabel	N	Mean	Std.Dev.	Min	Max
PREPOST	104	.673	.471	0	1
INL	104	.336	.474	0	1
GRUPPE	104	.5	.502	0	1
YEAR	104	2.307	1.106	1	4
LOKALISERING	104	.230	.423	0	1
MILJO	104	.692	.463	0	1
EIERANDEL	104	50.067	58.057	0	228
STØRRELSE	104	25.644	4.452	4	29
ROA	104	4.105	7.349	-16	51
GJELDSGRAD	104	57.894	16.519	20	94

Tabell 5.4: Deskriptiv statistikk for bærekraft spesifikk score med uavhengig variable for perioden 1 år før og inntil 3 år etter utelukkelsen.

5.2 Bivariat korrelasjon

Tabell 5.5 og 5.6 viser bivarierte korrelasjoner (Pearsons r). Tabell 5.5 viser Pearson-korrelasjonskoeffisienten for variabler: BSS, PREPOST, GRUPPE, INL, YEAR, LOKALISERING, MILJØ, EIERANDEL, STØRRELSEN, ROA, GJELDSGRAD for en periode på 1 år før utelukkelse inntil tre år etter utelukkelse. Signifikant korrelasjon ble observert mellom INL og GRUPPE (+0,7122), INL OG PREPOST (+0,4964) YEAR og PREPOST (+0,7158) som viser positiv sammenheng og EIERANDEL og INL (-0,6172) med negativ sammenheng.

Videre vises i tabell 5.6 Pearson-korrelasjonskoeffisienten for variabler: BRS, PREPOST, GRUPPE, INL, YEAR, LOKALISERING, MILJØ, EIERANDEL, STØRRELSEN, ROA, GJELDSGRAD for Bærekraftsrapporterings score i perioden 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse. Signifikant korrelasjon med positiv sammenheng ble observert mellom PREPOST og YEAR (+0,7731), GRUPPE og INL (+0,7122), LOKALISERING og STØRRELSEN (+0,5878), PREPOST og INL (+0,4964), mens for EIERANDEL og INL (-0,6172) viser negativ sammenheng.

Statistikk for bivariat korrelasjoner er nyttig blant annet for å avdekke indikasjoner på multikollinearitet. Multikollinearitet eksisterer når det er høy bivariat korrelasjon mellom to eller flere uavhengige variabler (Woodridge, 2013). Som et mål på multikollinearitet tas korrelasjonskoeffisienter større enn 0,7 (Myers & Mullet, 2003). I tabellen 5.5 kan vi se at korrelasjoner er større enn 0,7 mellom INL og GRUPPE (+0,7122) og YEAR og PREPOST (+0,7158), mens i tabell 5.6 er det mellom PREPOST og YEAR (+0,7731) og GRUPPE og INL (+0,7122).

Grunnet dette undersøker vi multikollinearitet videre gjennom bruk av VIF (Variance Inflation Factor). VIF brukes som et mål for multikollinearitet i regresjon (Hill et al. 2018). Resultatene på variansinflasjonsfaktor er vist i tabell 5.7 og 5.8. Den høyeste verdien av VIF er registrert i variabelen INL 4,78 (tabell 5.7) og INL 4,93 (tabell 5.8). Resultatene viser at alle uavhengige variabler har VIF-verdier under grenseverdier på 5-10 (Craney & Surles, 2002), og kan derfor beholdes i forskningsmodellen.

Variables	BSS	PREPOST	GRUPPE	INL	YEAR	LOKALISERING	MILJØ	EIERANDEL	STØRRELSE	ROA	GJELDSGRAD
BSS	1.0000										
PREPOST	0.1123	1.0000									
GRUPPE	-0.0047	0.0000	1.0000								
INL	0.0450	0.4964*	0.7122***	1.0000							
YEAR	0.1372	0.7158***	-0.1048	0.2999	1.0000						
LOKALISERING	0.3106	-0.1048	0.0000	-0.0520	0.0128	1.0000					
MILJØ	-0.1970	-0.0205	0.1667	0.1221	0.0349	0.3651	1.0000				
EIERANDEL	0.1213	-0.3043	-0.4941	-0.6172	-0.1845	0.1155	0.1245	1.0000			
STØRRELSE	0.1972	0.0319	0.0412	0.0480	0.1131	-0.1157	-0.0441	0.0726	1.0000		
ROA	0.0426	-0.0824	0.1065	0.0704	-0.0518	0.0264	0.0125	-0.0540	-0.0333	1.0000	
GJELDSGRAD	0.1474	0.1377	0.0404	0.1383	0.1648	0.1160	-0.1348	0.1757	0.1304	-0.2455	1.0000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabell 5.5: Pearson korrelasjonsmatrise for bærekraft spesifikk score for perioden 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse.

Variables	BRS	PREPOST	GRUPPE	INL	YEAR	LOKALISERING	MILJØ	EIERANDEL	STØRRELSEN	ROA	GJELDS GRAD
BRS	1.0000										
PREPOST	-0.0224	1.0000									
GRUPPE	0.0253	0.0000	1.0000								
INL	-0.0435	0.4964*	0.7122***	1.0000							
YEAR	-0.0774	0.7731***	0.0000	0.3837	1.0000						
LOKALISERING	0.3799	-0.1048	0.0000	-0.0520	-0.1829	1.0000					
MILJØ	0.0173	-0.0205	0.1667	0.1221	-0.0358	0.3651	1.0000				
EIERANDEL	0.0980	-0.3043	-0.4941	-0.6172**	-0.2713	0.1155	0.1245	1.0000			
STØRRELSEN	0.3252	-0.0909	0.1003	0.0256	-0.1586	0.5878**	0.2098	0.3242	1.0000		
ROA	0.0296	-0.0824	0.1065	0.0704	-0.0748	0.0264	0.0125	-0.0540	-0.0116	1.0000	
GJELDSGRAD	0.1009	0.1377	0.0404	0.1383	0.1421	0.1160	-0.1348	0.1757	0.2176	-0.2455	1.0000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabell 5.6: Pearson korrelasjonsmatrise bærekraftsrapportering score for perioden 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse.

5.3 Regresjonsanalyse

I de kommende avsnittene vil resultatene fra regresjonsanalysen bli presentert for bærekraft spesifikk score (BSS) og bærekraftsrapporteringscore (BRS).

5.3.1 Regresjonsanalyse for bærekraft spesifikk score (BSS)

Tabell 5.7 presenterer resultatene fra regresjonsanalysen og VIF-testen. Variabelsettet inkluderte den avhengige variabelen BSS og uavhengig PREPOST, INL, GRUPPE, YEAR, LOKALISERING, MILJØ, EIERANDEL, STØRRELSEN, ROA, GJELDSGRAD for en periode 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse.

Resultatene viste at uavhengige variabler forklarte 22,83% (justert R-kvadrat) variasjon av den avhengige variabelen. Det største bidraget til forklaringen av den avhengige variabelen ble gitt av variabler LOKALISERING og STØRRELSEN, som har en positiv og signifikant innvirkning på BSS i nivået 1 % , LOKALISERING $\beta = 27,7520$, $p < 0,01$ og STØRRELSEN $\beta = 1,3521$, $p < 0,01$

Med andre ord betyr det at selskaper som befinner seg i Nord-Amerika har høyere score på bærekraft spesifikk enn selskaper i andre verdens regioner. I tillegg til det har selskaper med høyere markedsverdi bedre bærekrafts spesifikk score. Variabel MILJØ er signifikant og har en negativ innvirkning på bærekrafts spesifikk score, ($\beta = -17,0252$ $p < 0,01$).

Variables	Coefficient	Std.Err.	t -value	p -value	Beta	VIF	1/VIF	Sig
PREPOST	7.3130	7.9608	0.92	0.361	.1395	3.08	0.324	
INL	-5.9981	9.8410	-0.61	0.544	-.1153	4.78	0.209	
GRUPPE	1.3545	7.6458	0.18	0.860	.0275	3.23	0.309	
YEAR	.3209	2.8960	0.11	0.912	.0143	2.25	0.444	
LOKALISERING	27.7520	5.6834	4.88	0.000	.4756	1.27	0.789	***
MILJØ	-17.0252	5.5494	-3.07	0.003	-.3196	1.45	0.690	***
EIERANDEL	-.0736	.0543	-1.36	0.178	-.1730	2.17	0.459	
STØRRELSEN	1.3521	.4979	2.72	0.008	.2437	1.08	0.929	***
ROA	.2154	.3076	0.70	0.486	.0641	1.12	0.894	
GJELDSGRAD	.0847	.1557	0.54	0.587	.0567	1.45	0.690	
Constant	24.2965	15.7040	1.55	0.125	.			
Number of obs	104							
Adj R-squared	22,83%							
F (10, 93)***	4.05							
Mean VIF	2.19							

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabell 5.7: Regresjonsresultat og VIF for bærekrafts spesifikk score 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse.

5.3.2 Regresjonsanalyse for bærekraftsrapporterings score (BRS)

Variables	Coefficient	Std.Err.	t-value	p-value	- Beta	VIF	1/VIF	Sig
PREPOST	13.7257	15.4760	0.89	0.377	.1551	3.52	0.284	
INL	-15.2111	18.1798	-0.84	0.405	-.1732	4.93	0.202	
GRUPPE	15.6692	13.5673	1.13	0.263	.1888	3.24	0.309	
YEAR	-1.3192	5.8142	-0.23	0.821	-.0341	2.61	0.383	
LOKALISERING	35.2168	13.0271	2.70	0.008	.3575	2.01	0.496	***
MILJØ	-13.7999	10.2117	-1.35	0.180	-.1534	1.48	0.673	
EIERANDEL	-.0440	.1111	0.40	0.692	.0613	2.75	0.363	
STØRRELSEN	2.8799	3.2323	0.89	0.375	.1198	2.08	0.480	
ROA	.1776	.5594	0.32	0.752	.0313	1.12	0.894	
GJELDSGRAD	.0236	.2821	0.08	0.933	.0093	1.44	0.894	
Constant	-20.1550	83.2596	-0.24	0.809	.			
Number of obs	104							
Adj R-squared	10,46%							
F (10, 93)***	2.20							
Mean VIF	2.52							

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabell 5.8: Regresjonsresultat og VIF for bærekraftsrapporterings score 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse.

Tabell 5.8 viser resultatene fra regresjonsanalysen og vif testen for den avhengige variabelen BRS og uavhengig PREPOST, GRUPPE, INL, ÅR, LOKALISERING, MILJØ, EIERANDEL, STØRRELSEN, ROA, GJELDSGRAD for en periode 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse. Ifølge justert R-kvadrert forklarer uavhengige variabler 10,46% av variasjonen av den avhengige variabelen. Variabel LOKALISERING har en positiv og signifikant innvirkning på Bærekraftsrapporterings score på nivået 1 %, ($\beta = 35,2168$, $p < 0,1$).

Det er kjørt regresjonsanalysen for total bærekraftsprestasjon score (TBS) 1 år før utelukkelse og 1 år etter for å kunne se hvilken betydning det har. Det samme er gjort for perioden 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelsen. Analysene ligger i vedlegg 1 og vedlegg 2.

6.0 Diskusjon

Diskusjonen er delt i to deler, hvor den første delen omhandler del én av problemstillingen. Her diskuteres det om studien har funnet holdepunkter for at utelukkelse har effekt på selskapers bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering samt om aktiv eierskapsutøvelse har effekt. Den påfølgende delen tar for seg del to av problemstillingen, herunder blir hypotesene testet og nøye analysert.

6.1 Effekten av utelukkelse (H1)

I hovedhypotesen antok vi at utelukkelse av selskaper fra oljefondets investeringsportefølje ville resultere i en positiv endring i selskapenes bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering over en definert tidsperiode, sammenlignet med selskaper som ikke ble utelukket. Våre funn for variabelen INL viser imidlertid ingen statistisk signifikant sammenheng, hverken for selskapenes bærekraftsprestasjoner eller bærekraftsrapportering jf. henholdsvis tabell 5.7 og 5.8. Vi har dermed ikke empirisk grunnlag til å påstå det, og både H1a og H1b må forkastes. For å utlede H1 ble det benyttet legitimitetsteori og signaliseringsteori, og nedenfor ses resultatene i lys av disse.

Variabelen INL representerer interaksjonsleddet mellom eksperiment- og kontrollgruppen i perioden et år før og inntil tre år etter utelukkelse, og ville indikere hvorvidt det faktisk forelå en endring. Oppgavens analyse viser at sammenhengen mellom INL og selskapenes bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapportering tyder på en negativ effekt for utelukkede selskaper, motsatt av fortegnet i hypotese H1a og H1b. Variabelen er imidlertid ikke signifikant, så hypotesen forkastes uavhengig av fortegnet ettersom den ikke har fått statistisk støtte.

PREPOST sammenligner bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapportering før og etter utelukkelse for alle selskaper, uavhengig av om de tilhører eksperimentgruppen eller kontrollgruppen. Denne variabelen fokuserer på endringen over tid for alle selskaper, fra ett år og inntil fire år etter. Analysen indikerer at variabelen PREPOST har en positiv effekt på bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapportering etter utelukkelse, men denne er imidlertid ikke signifikant jf. tabell 5.7 og 5.8, og vi kan dermed ikke tillegge den noen særlig vekt. Det indikerer at utelukkelse ikke nødvendigvis utløser en betydelig respons fra selskapene i form av forbedret bærekraftsprestasjon

eller bærekraftsrapportering, uavhengig om de er gjenstand for passiv- eller aktiv eierskapsutøvelse.

Å vurdere hvilken tilnærming som har størst effekt på bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering, utelukkelse eller aktiv eierskapsutøvelse, krever en empirisk analyse av både legitimitetsteori og signaliseringsteori. Disse teoriene gir oss verktøy til å forstå hvordan ulike strategier kan påvirke selskapers atferd og kommunikasjon på bærekraftsområdet.

Når oljefondet utelukker et selskap kan det føre til tap av legitimitet, fordi det i utgangspunktet betyr at selskapets atferd ikke samsvarer med de etiske prinsipper, verdier og forventninger som oljefondet stiller til selskapet. Det kan også være at selskaper vurderer ulike tilnærminger for å gjenopprette legitimitet gjennom signaler. Mens noen selskaper kan velge å forbedre sine bærekraftsprestasjoner, kan andre fokusere på mer overfladiske tiltak som å styrke bærekraftsrapporteringen uten nødvendigvis å gjøre endringer i sin operasjonelle praksis jf. Lindbloms (1994) strategi 3. Sammenfattende kan vi si at selskaper har flere strategiske alternativer for å forme sine signaler som respons på utelukkelse og bærekraftsutfordringer. Hvordan de velger å signalisere avhenger av deres individuelle strategiske mål, interne kapasiteter og verdigrunnlag, og vi må derfor ikke overse betydningen av signalkostnad. Selskapene må nøye veie fordeler mot kostnader ved å sende ut bestemte signaler. Dette kan inkludere økonomiske, tidsmessige og omdømmemessige kostnader. Valget av signalstrategi blir dermed en nøye avveining mellom selskapets mål og ressursene det er villig til å investere for å gjenopprette legitimitet.

For å ytterligere kontekstualisere våre resultater, kan vi sammenligne dem med tidligere forskning som har adressert lignende problemstillinger. I studier som Kreander et al. (2019) og Aguilera et al. (2020), ble det funnet positive effekter av passiv eierskapsutøvelse. Disse studiene identifiserte tilfeller der utelukkelse faktisk førte til endringer i selskapenes bærekrafts- prestasjoner. Forskning har vist en nedgang i selskapsverdi etter utelukkelse, som vil si at aksjekursverdien har gått ned etter en offentliggjøring av utelukkelse (Vaska Atta-Darkua, 2020; Ayoubi og Enjolras ,2020). Sistnevnte fant at oljefondet hadde en sterk signaleffekt på finansmarkedene når det gjaldt sosial og miljømessig informasjon, som følge av aksjeverdien hos utelukkede selskap falt. Dette gir

selskapene et incentiv til å forsøke å operere innenfor de etiske retningslinjene, og jobbe for en mer bærekraftig virksomhet (Ayoubi og Enjolras ,2020).

Resultatene våre skiller seg dermed ut, fordi vi ikke har fått støtte for at utelukkelse har noen virkning på selskapenes bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering. Det er imidlertid viktig å merke seg at deres vinkling og metodikk har variert fra vår tilnærming, som kan gi alternative bidrag på sammenhengen mellom oljefondets eierskapsutøvelse og selskapenes reaksjoner i form av bærekraftsprestasjoner. For eksempel har vi ikke tatt i betraktning selskaper som tidligere hadde blitt utelukket fra oljefondets portefølje, men senere fikk utelukkelsen opphevet. Dette kan gi en indikasjon på at utelukkelse faktisk har en positiv virkning, og at resultatene kanskje ville ha vært forskjellige om vi hadde inkludert disse selskapene. Likevel ble ikke disse selskapene tatt med i vår analyse på grunn av begrenset oversikt over dem. Hvis vi hadde kunnet inkludere disse selskapene i analysen, noe som ville ha vært relevant, kunne det potensielt ha styrket validiteten av våre funn. Avhengig av antall selskaper det gjelder, kunne resultatene også ha sett annerledes ut.

Videre ser analysene indirekte på effekten av aktiv eierskapsutøvelse, og finner ingen indikasjon på at aktiv eierskapsutøvelse i større grad har effekt på selskapenes bærekraftsprestasjoner og bærekraftsprestasjoner sammenlignet med utelukkelse, jf. tabell 5.7 og 5.8. Det gir en interessant kontrast til de uttalelsene som er fremmet av oljefondet og flere andre store investorer, inkludert KLP og Storebrand. Disse aktørene har tidligere understreket betydningen av aktiv eierskapsutøvelse som et effektivt middel for å fremme positiv endring i selskapers bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering, men våre resultater støtter som nevnt ikke denne påstanden.

Forskere som Benlemlih et al. (2022), Dyck et al. (2019) og Goergen et al. (2018) har fått støtte for at aktiv eierskapsutøvelse er forbundet med bedre bærekraftsprestasjoner. Berk (2018) påstår at investorer gir fra seg enhver innflytelse når de utelukker eller selger seg ut av selskaper. Som et resultat av dette, mener han at investorer som ønsker å påvirke er bedre tjent med å beholde selskapene i sine porteføljer, slik at de som eiere kan utøve sine rettigheter og dermed endre selskapsatferd. En rekke forskere har også uttrykt skarp kritikk mot praksisen med å utelukke selskaper. Gjennom en global undersøkelse fant Amel-Zadeh og Serafeim (2018) at negativ

filtrering anses å være den minst gunstige blant de ulike investeringsstrategiene, og at aktivt eierskap oppfattes som mer effektivt. Lee, Humphrey, Benson & Ahn (2010) argumenterer for at utelukkelse reduserer diversifisering, begrenser investeringsmuligheter og påvirker selskapene overordnede prestasjoner. De påstår at utelukkelse og offentlig adressering av selskapenes atferd sjelden flytter markeder, og at det ikke finnes bevis for at utelukkelse og offentlig uthenging negativt påvirker de langsiktige kapitalkostnadene til de berørte selskapene.

Bakgrunnen for de ovennevnte studienes funn er at aktiv eierskapsutøvelse representerer en form for engasjement som signaliserer en vilje til samarbeid og ønske om forbedring. Dette kan oppfattes som en konstruktiv tilnærming for å oppnå bærekraftsmål, og dermed styrke selskapets legitimitet i investorers og interessenters øyne. Dialogen som oppstår gjennom aktiv eierskapsutøvelse gir selskapene mulighet til å demonstrere transparens, ansvarlighet og en reell vilje til å forbedre sine bærekraftsprestasjoner. Det kan gi selskapene muligheten til å utvikle tiltak for bærekraftig utvikling, som er mer i tråd med deres unike situasjon og utfordringer, og dermed potensielt føre til større og mer varige endringer i selskapets atferd og kultur.

Vi har nå likevel sett basert på resultatene våre at dette ikke nødvendigvis stemmer. Det er viktig å huske at oljefondet gjør nøye vurderinger før en beslutning om utelukkelse, der de prøver å påvirke selskapene til å endre atferd gjennom dialog og andre verktøy under aktivt eierskap. Det er først når disse innsatsene ikke fører til ønskede resultater at de velger å gå videre med utelukkelse. Dette innebærer at oljefondet allerede har konkludert med at aktiv eierskapsutøvelse i de utelukkede selskapene ikke har ført til endret atferd.

Det er imidlertid også viktig å erkjenne begrensningene i studien. De anvendte databasene for å måle bærekraftsprestasjoner og rapportering kan ha sine begrensninger, og det er også muligheter for feilkilder i innsamlingen av data. Studiens fokus på en spesifikk tidsperiode og utvalg av selskaper begrenser videre generaliseringen av funnene til en bredere sammenheng

På tross av hypotesene om at utelukkelse skulle føre til positive resultater, viser funnene altså at det ikke nødvendigvis er tilfelle. Dette utfordrer tidligere forskning som har indikert at selskapers legitimitet og omdømme kan påvirkes negativt av utelukkelse. Resultatene våre kan tyde på at

selskaper har alternative strategier for å gjenopprette legitimitet, som ikke nødvendigvis involverer en forbedring av bærekraftsprestasjoner eller bærekraftsrapportering.

For å stimulere til atferdsendringer blant selskaper må det skje en økning i selskapenes reelle legitimitetsrisiko. Dette innebærer at risikoen knyttet til deres omdømme og eksistens må bli tydelig og presserende. Når selskaper oppfatter at deres omdømme og eksistens er i fare på grunn av utelukkelsen, kan dette motivere dem til å ta mer aktive skritt mot bærekraftig utvikling. Per nå, gitt at analysen ikke fant noen signifikant endring i selskapenes bærekraftsprestasjoner og rapportering, kan en si at legitimitetsrisikoen ikke er høy nok. Dersom risikoen for tap av legitimitet ikke er tilstrekkelig høy gjennom utelukkelse, kan det være fornuftig å innføre mer omfattende insentiver for å oppnå påvirkning. For eksempel kan det være hensiktsmessig å trappe opp intensiteten av aktivt eierskap, ved å øke frekvensen av dialoger og større engasjement med selskaper som en respons på høy legitimitetsrisiko. Alternativt kan investorer velge å plassere midler under visse betingelser, der en bestemt sum eller prosentandel av kapitalen som investeres i selskapet, må allokere til initiativer som aktivt fremmer bærekraftig utvikling i selskapet. Videre gir denne tilnærmingen også rom for å utforske nye og kreative måter å oppmuntre bærekraftig utvikling på, som går utover tradisjonelle metoder. Ved å integrere insentiver som er forankret i legitimitetsrisiko, kan investorer og interessenter påvirke selskapenes prioriteringer og ressursallokering på en måte som bidrar til mer bærekraftig utvikling.

Det tydelig at forutsetningene for bærekraftig utvikling er komplekse og påvirket av en rekke faktorer. En kombinasjon av utelukkelse og aktiv eierskapsutøvelse synes ikke alene å være tilstrekkelig for å drive betydelige endringer i selskapenes tilnærming til bærekraft. Det er nødvendig å ta hensyn til selskapets størrelse, geografisk lokalisering og andre interne og eksterne faktorer når man ser på sammenhenger mellom eierskapsutøvelse og bærekraftsprestasjoner. Dette åpner opp for videre forskning for å forstå de komplekse mekanismene som påvirker selskapenes bærekraftige utvikling.

Det er viktig å se på hvilke forhold som kan ha ført til at analysen vår ikke fikk støtte for hypotesen. Det kan stilles spørsmål om tidsrammen som ble brukt for å vurdere selskapene etter utelukkelse var tilstrekkelig. Det er en mulighet for at denne kanskje ikke var stor nok til å fange opp de reelle virkningene av utelukkelse på selskapenes bærekraftsprestasjoner, og særlig for selskapene som

ble utelukket i 2020. Gitt den tid det kan ta for organisatoriske endringer å bli fullt synlige, kan det hende at effektene av utelukkelse eller aktivt eierskap bare begynte å manifestere seg, og derfor ikke ble fanget opp i analysen.

Et annet aspekt som kan ha hatt innvirkning på resultatene, er den virkningen på selskapenes bærekraftsprestasjoner uavhengig av utelukkelse. Eksterne faktorer som ikke ble tatt med i analysen kan eksempelvis være endringer i markedet, politiske forhold eller forbrukertrender. I lys av pandemien har mange selskaper måttet tilpasse seg nye forhold og utfordringer, noe som kan ha påvirket deres evne til å opprettholde eller forbedre sine bærekraftsprestasjoner. Den siste utelukkelsen i vår analyse fant sted 31.08.2020, som var ca. 6 måneder etter pandemiens begynnelse. Vi observerer bærekraftsprestasjonene i opptil tre år etter utelukkelsen, og det er derfor mulig at pandemien har hatt en effekt på selskapene i løpet av denne perioden. Det kan tenkes at økonomiske usikkerheter og begrensninger på drift har tvunget noen selskaper til å prioritere umiddelbare økonomiske hensyn fremfor bærekraftsmål.

Vi må i tillegg holde muligheten åpen for at våre funn er påvirket av reliabilitets- og validitetsforhold. Når det gjelder reliabilitet, så har vi som nevnt satt inn tiltak for å kvalitetssikre vår registrering av data. For eksempel har begge samlet inn samme data, og i tillegg har vi aktivt brukt deskriptiv statistikk for å identifisere mulige feil. Likevel er det viktig å anerkjenne at vi ikke kan kontrollere i hvilken grad data registrert i de aktuelle datakildene stemmer (databaser mv.). Dette er data som registreres både digitalt og manuelt fra ulike kilder, og som kan være diverse andre databaser, egenrapportering fra selskapene selv mv. Derfor er det viktig å ta høyde for potensielle feilkilder som kan påvirke resultatene våre.

Enda viktigere er kanskje spørsmål dreier seg om validiteten til dataene som omhandler bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering. Det har vært et vesentlig tema innen forskning på disse områdene hvorvidt ulike databaser som rangerer bærekraftsprestasjoner gir valide mål. Eksempler på slike databaser inkluderer Refinitiv Eikon, Sustainalytics, Bloomberg med flere. En interessant observasjon er at flere studier har dokumentert en lav korrelasjon mellom bærekraftsrangeringene av selskaper i ulike databaser, noe som utfordrer validiteten til disse rangeringene (Semonova & Hassle, 2014; Klein et al., 2019). Samtidig er det viktig å notere seg

den utstrakte bruken av slike databaser blant investorer, eksempelvis KLP baserer sine beslutninger på denne typen databaser, som betyr at databasenes rangeringer faktisk kan påvirke reelle investeringsbeslutninger. Det er derfor ikke likegyldig for selskaper hvordan de blir rangert her. Uansett fremstår databasenes rangeringer som en betydelig validitetsutfordring som det er nødvendig å være oppmerksom på.

I tillegg er det viktig å påpeke at vi fokuserer på et spesifikt sett av selskaper og en begrenset tidsperiode. Som nevnt, kan det være at resultatene ville ha vært annerledes hvis en større tidsperiode eller et bredere utvalg av selskaper ble inkludert. Å ta hensyn til denne begrensningen gir en mer realistisk forståelse av rekkevidden av våre funn og deres generaliserbarhet til en større kontekst. Vi har for eksempel ikke vurdert selskaper som tidligere var utelukket, men der oljefondet senere opphevet utelukkelsen. Dette kan være en indikasjon på at utelukkelse virker positivt, og hadde kanskje ført til andre resultater. De ble imidlertid utelatt da vi ikke fant en tilfredsstillende nok måte å skaffe oversikt over disse. Dersom vi hadde kunnet inkludere disse i analysen, kunne validiteten vært enda bedre. Kanskje, avhengig av hvor mange selskaper dette gjelder, kunne også resultatet ha vært annerledes. Å utvide tidsrammen eller inkludere flere selskaper i fremtidige studier kan gi en mer nyansert og representativ innsikt i de sammenhengene vi analyserer. Samlet sett er tydelig at analysens resultater må tolkes med hensyn til disse potensielle begrensningene.

6.2 Faktorer som påvirker bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering

Hypotese 2 til 4 har blitt formulert med det formål å belyse forskjellige aspekter knyttet til del to av problemstillingen. Gjennom disse hypotesene blir det tilstrebet å oppnå en større forståelse av de variablene som kan spille en rolle i å forklare selskapers bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering.

6.2.1 Størrelse (H2)

Den uavhengige variabelen er ment å vise om selskapenes størrelse har en betydning for kvalitet for bærekraftsprestasjon og bærekraftsrapportering. Regresjonsmodellen viser en positiv og signifikant sammenheng mellom størrelse og effekten på bærekraftsprestasjon. Dette innebærer at resultatene støtter H2a (tabell 5.7), og vi har dermed empirisk grunnlag for å påstå at større selskaper blir bedre på bærekraftsforhold.

Imidlertid viste resultatene at sammenhengen mellom selskapets størrelse og bærekraftsrapportering ikke var statistisk signifikant. Dette fører til konklusjonen om at H2b avvises, da det ikke er betydelig påvirkning av selskapets størrelse på bærekraftsrapportering (se Tabell 5.8). For å utlede H2a og H2b ble legitimitetsteori og signaliseringsteori benyttet som analytiske rammeverk. Nedenfor blir resultatene betraktet i sammenheng med disse teoriene.

Flere studier har undersøkt hvordan selskapers størrelse, uttrykt gjennom indikatorer som antall ansatte, totale regnskapsmessige eiendeler eller markedsverdi, kan påvirke deres evne til å implementere bærekraftige tiltak. Studier som har sett på lignende er Moore (2001), Waddock and Graves (1997), Li og Wu, (2016), Fatemi et al., (2018), Gregory (2021). De har funnet at det er en positiv sammenheng mellom selskapsstørrelse og bærekraftsprestasjon som er i tråd med resultatet i vår studie.

Ifølge legitimitetsteorien er det større risiko for legitimitet knyttet til større selskaper enn til små selskaper. Større selskaper er mer synlige og dermed mer utsatt for høyere legitimitetsrisiko enn mindre selskaper (Fallan et al., 2021). Av den grunn har større selskaper en tendens til å engasjere seg mer i atferd som kan anses som legitim (Dowling & Pfeffer, 1975).

Signalteorien peker på at selskaper som ønsker å vise omverdenen en bærekraftig utvikling i virksomheten, vanligvis har kapasitet til å bære betydelige signalkostnader. Dette kan imidlertid kreve store investeringer i tid, ressurser og innovative løsninger. Ifølge Artiach et al. (2010) kan større selskaper ha denne kapasiteten, fordi større selskaper har de økonomiske ressursene som er nødvendige for å engasjere seg i aktiviteter som fremmer bærekraftig utvikling, samt å rapportere om det. Dette kan muliggjøre investeringer i bærekraftig teknologi, utvikling av interne bærekraftsavdelinger, og gjennomføring av bærekraftige tiltak.

Ifølge teorien om legitimitet vil større selskaper bruke bærekraftsrapportering som en strategi for å redusere risikoen for legitimitet. Mange studier viser en positiv sammenheng mellom størrelsen på selskapet og kvaliteten på bærekraftsrapporteringen (Cormier & Magnan 2003; Brammer & Pavelin 2008; Cormier et al. 2005; Fallan et al. 2021; Fifka 2013). Imidlertid tyder våre resultater på at andre faktorer potensielt kan påvirke selskapenes beslutninger om bærekraftsrapportering. Det kan være at mindre selskaper har større incitamenter til å fremheve sin bærekraftige utvikling gjennom rapportering for å øke sin legitimitet og appellere til investorer.

Utfra tidligere forskning (Fifka, 2013) er bansje og bærekraftsrisiko en annen signifikant forklaringsfaktor for bærekraftsrapportering. Selskaper med for eksempel vesentlige miljøutfordring har signifikant bedre bærekraftsrapportering enn selskaper med mindre miljøpåvirkning, fordi de har høyere legitimitetsrisiko knyttet til miljøforhold. I vår studie blir dette satt på spissen. Det skal mye til før oljefondet utelukker selskaper på grunn av bærekraftsforhold, da er det alvorlige overtramp, samt de selskapene som tilhører bransjer med vesentlig miljøpåvirkning. Forskningsdesignet i vår studie, med parvis matching av selskaper med hensyn til bransje, størrelse mv., tilsier at også ikke-utelukkende selskaper har vesentlig bærekraftspåvirkning. Selskaper som på tidspunkt 1 har, relevant sett, høy score på bærekraftsrapportering, vil ikke kunne forbedre sin rapportering altfor mye. De har sannsynligvis allerede brukt bærekraftsrapportering som et legitimeringstiltak før utelukkelsen.

Mens ratingbyråenes rangering av bærekraftsprestasjoner er mye brukt av forskere og investorer, er sannsynligvis ratingbyråenes mål på bærekraftsrapportering isolert sett mye mindre brukt. Mens målet på bærekraftsrapportering er et av svært mange elementer som inngår i ratingbyråenes måling av bærekraftsprestasjoner, er nok målet på bærekraftsrapportering isolert sett mindre

robust. Det kan altså være et mindre valid mål. Det kan vi imidlertid ikke vite sikkert, siden vi ikke har innsyn i nøyaktige hvordan ratingbyråenes måleprosess foregår.

6.2.3 Eierandel (H3)

Sammenhengen mellom eierandel og bærekraftsprestasjon er ikke statistisk signifikant. Resultatene fra undersøkelsen viste at eierandelen hadde positiv, men ikke signifikant innvirkning ($p\text{-verdi} > 0,1$) på bærekraftsprestasjon spesifikk (tabell 5.7). Vi kan derfor konkludere med at det ikke foreligger en positiv sammenheng mellom oljefondets eierandel og selskapenes bærekraftsprestasjoner.

Tilsvarende resultater ble også oppnådd ved analyse av sammenhengen mellom eierandel og bærekraftsrapportering. Her har også eierandelen positiv, men ikke statistisk signifikant innvirkning ($p\text{-verdi} > 0,1$) på bærekraftsrapportering (tabell 5.8). På bakgrunn av ovenstående kan det konkluderes med at H3a og H3b forkastes.

Som det kommer frem av teorien, forventes eierskapet i et oljefond å ha en positiv innvirkning på selskapenes resultater når det gjelder bærekraft og bærekraftsrapportering. Eierskapsutøvelsen skjer gjennom dialoger, deltakelse på selskapsmøter, høringsuttalelser og kommunikasjon, og som verktøy bruker de forventningsdokumenter for å fremme bærekraftig utvikling i selskaper.

I henhold til teori om legitimitet, vil selskaper som er avhengige av å opprettholde sin legitimitet, vurdere forventningene som er satt for dem av interessenter. Gjennom dialog, deltakelse i stemmegivning og samarbeid med andre investorer kan fondet dermed effektivt øke presset på selskapene. Siden oljefondet forventes å være en pådriver for at selskaper tilpasser seg klimahandlingsplanen, kan derfor en større eierandel påvirke selskaper til å ta hensyn til bærekraftig ansvar i sin forretningsmodell i større grad enn tidligere.

Tidligere forskning (Aguilera et al., 2019; KLP, 2020) fremhever funksjonaliteten i eierskapsutøvelsen. Selskaper er villige til å lytte til når fondet kommer med sine synspunkter, noe som tyder på at en eierandel i fondet kan påvirke selskapenes atferd. Alle selskaper er interessert i å opprettholde sin legitimitet, da dette kan påvirke selskapets evne til å skaffe kapital og tiltrekke seg investorer. Spesielt har statseide selskaper mer press for å holde rapporteringen på et høyt nivå

på grunn av synligheten og ansvarligheten som følger med et større antall interessenter (Cormier og Gordon, 2001). Dersom det skjer en reduksjon i oljefondets deltakelse i selskapet gjennom et salg eller utelukkelse, kan det føre til ringvirkninger fordi andre institusjonelle investorer følger fondets anbefalinger. Hvis flere selskaper også reduserer sin eierandel i selskapet, kan det føre til verdifall (Vaska Atta-Darkua, 2020).

Dyck et al. (2020) og Aguilera et al. (2019) peker på at aktivt eierskap er mer positivt assosiert med bærekraftsprestasjoner sammenlignet med passivt eierskap. Det er en positiv sammenheng mellom eierandelen i foretakene og graden av effekt, siden høyt institusjonelt eierskap er forbundet med lave nivåer av klimagassutslipp (Benlemlih et al., 2022). Fifka (2013) fant også en sammenheng mellom eierandelen og hvilken innvirkning eierskapet har på selskapet i forhold til bærekraftsrapportering.

Selv om disse studiene anerkjenner den positive effekten av eierskap på bærekrafts ytelse, har Soliman et al. (2013) påpekt at ulike eiere har ulik innvirkning på selskapets ytelse når det gjelder bærekraft. For at selskaper skal oppnå og opprettholde legitimitet, er det derfor nødvendig at interessenter opererer i samsvar med de forventninger og krav som er satt.

6.2.4 Lokalisering i vestlige regioner (H4)

Funnene fra analysen indikerer at det eksisterer en statistisk signifikant positiv sammenheng mellom selskaper som opererer i vestlige regioner og deres bærekraftsprestasjoner. Vestlig lokaliserte selskaper presterer bedre på bærekraft enn selskaper som er lokaliserte utenfor vestlige regioner. Basert på ovenstående kan det konkluderes med at H4a er bekreftet. Videre kan den signifikante påvirkningen av vestlig lokalisering gjenspeiles også positivt i selskapenes bærekraftsrapportering. Våre funn indikerer at vestlig lokalisering har en positiv effekt på kvaliteten av selskapenes bærekraftsrapportering, og H4b er dermed også bekreftet.

Lignende resultater er oppnådd av forfatterne av Boyle (2022) og Garcia et al. (2017), som har indikert at regional lokalisering har innvirkning på bærekraftsprestasjoner. Spesielt er det større oppmerksomhet på bærekraftige investeringer i vestlige regioner enn i områder utenfor vestlige regioner (Boyle,2022). Dette skyldes først og fremst at det i vestlige land rettes mer oppmerksomhet mot hvordan samfunnet som helhet skal håndtere klimaendringene og selskapenes

rolle i dem. Dette er imidlertid ikke tilfelle med land som ikke tilhører den vestlige regionen, da fokuset på bærekraftig utvikling holder seg på lavt nivå (Garcia et al., 2017).

Bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering i ulike regioner kan variere avhengig av flere faktorer, for eksempel sektor, størrelse og ressurser i selskapet, samt nasjonale retningslinjer og regulatoriske tiltak. Disse forskjellene kan forstås i lys av regulatorisk og pragmatisk legitimitet risiko.

Selskaper som står overfor risikoen for regulatorisk legitimitet, kan potensielt gjøre det bedre på bærekraftsprestasjon sammenlignet med selskaper som ikke opplever slik risiko. Dette skyldes først og fremst insentiv den innebærer. Hvis selskaper streber etter å oppnå regulatorisk legitimitet, må de svare på forventningene til alle interesserte parter ved å følge gjeldende regler, forskrifter og standarder (Zimmerman & Zeitz, 2002). På den annen side kan selskaper som ikke tilhører den vestlige regionen ha mindre utviklede institusjoner, svakere regelverk og håndhevingsmekanismer. Dette kan påvirke selskaper som har færre insentiver til å følge bærekraftig praksis, da de kan unngå konsekvensene av manglende overholdelse.

Basert på resultatene av forskningen kan det konkluderes med at hypotese 3 er bekreftet, fordi LOKALISERING har statistisk signifikant innvirkning på bærekrafts spesifikk score (tabell 5.7), og statistisk signifikant innvirkning på bærekraftsrapporterings score (tabell 5.8).

7.0 Konklusjon

7.1 Svar på problemstilling

Denne studien viser at passiv eierskapsutøvelse ikke har effekt på bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering hos selskaper som er utelukket fra oljefondets investeringsportefølje. Resultatene viser også (indirekte) at aktiv eierskapsutøvelse heller ikke har noen effekt på de samme områdene hos selskapene.

Videre viser resultatene at størrelsen til et selskap har en signifikant positiv effekt på dets bærekraftsprestasjoner. Funnet indikerer at større selskaper har bedre bærekraftsprestasjoner, sannsynligvis på grunn av deres økonomiske ressurser og evne til å implementere bærekraftige tiltak. Vi finner imidlertid ingen støtte for påstanden om at selskapets størrelse har en positiv innvirkning på bærekraftsrapportering, etter å ha tatt hensyn til andre potensielle forklaringsfaktorer. Videre viser resultatene at selskapenes lokalisering i vestlige regioner er knyttet til bedre bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering. Dette kan reflektere den økte oppmerksomheten og forpliktelsen til bærekraftige prinsipper i vestlige land. Samtidig kan det indikere at regulatoriske og pragmatiske faktorer spiller en viktig rolle i selskapenes tilnærming til bærekraft, da disse faktorene varierer betydelig mellom ulike regioner.

Det observeres imidlertid ingen positiv sammenheng mellom oljefondets eierandel og bærekraftsprestasjoner samt bærekraftsrapportering. Dette kan tyde på at andre elementer, som selskapets kultur, verdigrunnlag og ledelsesstruktur, spiller en mer betydelig rolle i hvordan selskaper tilnærmer seg bærekraftig utvikling. Resultatene indikerer at det ikke eksisterer en ensartet tilnærming som garanterer suksess, og at ulike selskaper kan reagere variert på eierskapsutøvelse.

7.2 Implikasjoner

Studiens fokus på oljefondet som en kritisk case gir bredere implikasjoner som strekker seg til andre aktører enn bare oljefondet selv. Implikasjonene kan ha relevans for myndigheter, statlige pensjonsfond og øvrige institusjonelle investorer, miljø- og menneskerettighetsorganisasjoner, det akademiske miljøet, og andre interessenter som ønsker å fremme bærekraftig utvikling.

Tegnene på at verken passiv eller aktiv eierskapsutøvelse førte til målbare endringer i selskapenes bærekraftsprestasjoner, indikerer at selv det største statlige pensjonsfondet i verden ikke nødvendigvis alene kan påvirke selskapers tilnærming til bærekraft. Dersom ikke oljefondet engang klarer å endre selskapenes atferd, hvem skal klare det da?

Ett mulig svar ligger i kollektiv handling og samarbeid. Organisasjoner, institusjoner og investorer kan utføre større innflytelse når de samarbeider mot felles mål. Dette kan skape en mer koordinert tilnærming som har større slagkraft når det gjelder å påvirke selskapers praksis. Videre kan forbrukere og samfunnet som helhet bidra til endring gjennom deres kjøpsbeslutninger og etterspørsel etter etiske produkter og tjenester. Når bevisste forbrukere foretrekker selskaper med sterke bærekraftsprinsipper, blir det økonomisk lønnsomt for selskaper å innlemme disse verdiene.

I tillegg indikerer funnene våre at legitimitetsrisikoen som oppstår gjennom utelukkelse ikke er høy nok. Store aktører som statlige pensjonsfond og andre investorer av likedan størrelse samt myndigheter må vurdere muligheten for å implementere større insentiver for å kunne påvirke, som ofte har rot i legitimitetsteori. For eksempel kan det være hensiktsmessig å trappe opp intensiteten av aktivt eierskap, ved å øke frekvensen av dialoger og dypere engasjement med selskaper som kan gi økt legitimitetsrisiko for selskapene. Alternativt kan investorer velge å plassere midler under visse betingelser, der en bestemt sum eller prosentandel av kapitalen som investeres i selskapet, må allokere til initiativer som aktivt fremmer bærekraftig utvikling i selskapet.

Samlet sett er det ingen enkeltaktører som alene kan håndtere denne utfordringen. Bærekraftig utvikling krever en helhetlig tilnærming som involverer regjeringer, investorer, organisasjoner, forbrukere og samfunnet som helhet. Hvis selv et kraftig pensjonsfond som oljefondet møter hindringer i å påvirke selskapers atferd, indikerer det viktigheten av en bredere mobilisering av ressurser og innsats for å skape varige positive endringer.

7.3 Forslag til videre forskning

Basert på våre funn, åpner det seg flere spennende veier for fremtidig forskning som kan bidra til en bredere forståelse av sammenhengen mellom passiv- og aktiv eierskapsutøvelse og selskapenes bærekraftsprestasjoner og rapportering. En potensiell retning er å belyse de underliggende mekanismene som styrer hvordan selskaper tilnærmer seg bærekraft. Dette kan involvere en mer inngående analyse av selskapenes indre strukturer, verdier og kulturelle aspekter samt hvordan disse interagerer med eksterne påvirkninger som utelukkelse. Ved å se nærmere på dette kan vi få en bedre innsikt i hvilke faktorer som faktisk driver endringer i bærekraftsprestasjoner.

En annen interessant retning for videre forskning er å utvide analysens tidsperiode, for å inkludere de senere årene etter utelukkelse. Dette vil gi oss en mer helhetlig forståelse av hvordan selskapenes bærekraftsprestasjoner og bærekraftsrapportering utvikler seg over tid. Siden organisatoriske endringer ofte tar tid å materialisere seg fullt ut, kan en lengre observasjonsperiode gi oss innsikt i de potensielle langsiktige effektene av både passiv og aktiv eierskapsutøvelse.

En annen viktig forskningsretning handler om å undersøke gyldigheten av ratingbyråer som individuelle mål for bærekraftsrapportering. Dette kan inkludere utviklingen av mer effektive mekanismer for å måle bærekraftsprestasjoner, samt utforske hvordan teknologi og digitalisering kan bidra til større transparens og ansvarlighet. Selv om bærekraftsrangeringene fra ratingbyråer er mye brukt av forskere og investorer, er det en begrenset forståelse av nøyaktig hvordan disse rangeringene blir produsert. Det kan derfor være relevant å undersøke validiteten av slike resultatindikatorer nærmere.

Litteraturliste

- Adams, C. A. (2002). Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting: Beyond current theorising. *Accounting Auditing & Accountability*, 15(2), 223–250. <https://doi.org/10.1108/09513570210418905>
- Aggarwal, P., & Singh, A. K. (2019). CSR and sustainability reporting practices in India: an in-depth content analysis of top-listed companies. *Social Responsibility Journal*, 15(8), 1033–1053. <https://doi.org/10.1108/srj-03-2018-0078>
- Aguilera, R. V., Bermejo, V. J., Capapé Aguilar, J., & Cuñat, V. (2019). The firms' reaction to changes in the governance preferences of active institutional owners. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3411566>
- Al Amosh, H., & Khatib, S. F. A. (2022). Ownership structure and environmental, social and governance performance disclosure: the moderating role of the board independence. *Journal of Business and Socio-Economic Development*, 2(1), 49–66. <https://doi.org/10.1108/jbsed-07-2021-0094>
- Al Ayoubi, K., & Enjolras, G. (2022). Does disinvestment from fossil fuels reduce the financial performance of responsible sovereign wealth funds? *Journal of Multinational Financial Management*, 64(100731), 100731. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2022.100731>
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/10.1108/cg-06-2020-0258>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2017). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2925310>
- AR5 Climate Change 2014: Impacts, Adaptation, and Vulnerability*. (n.d.). Ipcc.Ch. Retrieved August 28, 2023, from <https://www.ipcc.ch/report/ar5/wg2/>

- Artiach, T., Lee, D., Nelson, D., & Walker, J. (2010). The determinants of corporate sustainability performance. *Accounting and Finance*, 50(1), 31–51.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2009.00315.x>
- Atta-Darkua, V. (2020). Corporate ethical behaviours and firm equity value and ownership: Evidence from the GPFG's ethical exclusions. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3388868>
- Bærekraft i finans*. (2022, March 17). Econa.No. <https://nye.econa.no/faglig-oppdatering/medlemsbladet-magma/1-2022/nye-generasjoner-finansutdannede-vil-tvinge-frem-et-helhjertet-fokus-pa-barekraft/>
- Baksaas, K. M., Fallan, E., Meidelsen, K. H., Stenheim, T., & Stephansen, S. (2021, December 16). *Miljørapportering i foretak som produserer vindkraft*. Econa.No. <https://nye.econa.no/faglig-oppdatering/medlemsbladet-magma/7-2021/miljorapportering-i-foretak-som-produserer-vindkraft/>
- Bauer, R., Derwall, J., & Otten, R. (2007). The ethical mutual fund performance debate: New evidence from Canada. *Journal of Business Ethics*, 70(2), 111–124.
<https://doi.org/10.1007/s10551-006-9099-0>
- Benlemlih, M., Arif, M., & Nadeem, M. (2022). Institutional ownership and greenhouse gas emissions: A comparative study of the UK and the USA. *British Journal of Management*, 34(2), 623–647. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12613>
- Bergqvist, F., Andersson, U. (2003). *IAS/IFRS ur ett användarperspektiv*. (Mastergradsavhandling, Universitetet i Göteborg),. Ub.Gu.Se.
<https://gupea.ub.gu.se/bitstream/handle/2077/1830/02-03-83D.pdf?sequence=1>
- Berle, E. C., He, W., & Ødegaard, B. A. (2022). The expected returns of ESG excluded stocks. The case of exclusions from Norway's oil fund. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.4095395>

- Blitz, D., & Swinkels, L. (2019). Is exclusion effective? *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3337779>
- Blowfield, M., & Murray, A. (2008). *Corporate responsibility: A critical introduction*.
 Oxford University Press.
- Boyle, M. (2010, March 18). *What is a developed economy? Definition, how it works, HDI index*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/d/developed-economy.asp>
- Brammer, S., & Pavelin, S. (2008). Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 17(2), 120–136.
<https://doi.org/10.1002/bse.506>
- “CDP Worldwide” and “CDP” refer to CDP Worldwide, a registered charity number 1122330 and a company limited by guarantee, registered in England number 05013650. (n.d.). Cdp.net. Retrieved August 29, 2023, from <https://cdn.cdp.net/cdp-production/cms/reports/documents/000/002/772/original/UK-edition-climate-change-report-2017.pdf?1508938994>
- Chauvey, J.-N., Giordano-Spring, S., Cho, C. H., & Patten, D. M. (2015). The normativity and legitimacy of CSR disclosure: Evidence from France. *Journal of Business Ethics*, 130(4), 789–803. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2114-y>
- Clark, G. L., & Monk, A. H. B. (2010). The Norwegian government pension fund: Ethics over efficiency. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1618834>
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4–5), 303–327.
<https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.003>
- Climate Change 2014 Impacts, Adaptation, and Vulnerability Part A: Global and Sectoral Aspects*. (2014). Ipcc.Ch.
https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/2018/02/WGIIAR5-PartA_FINAL.pdf

- Cormier, D., & Gordon, I. M. (2001). An examination of social and environmental reporting strategies. *Accounting Auditing & Accountability*, 14(5), 587–617. <https://doi.org/10.1108/eum0000000006264>
- Cormier, D., & Magnan, M. (2003). Environmental reporting management: a continental European perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(1), 43–62. [https://doi.org/10.1016/s0278-4254\(02\)00085-6](https://doi.org/10.1016/s0278-4254(02)00085-6)
- Cormier, D., Magnan, M., & Van Velthoven, B. (2005). Environmental disclosure quality in large German companies: Economic incentives, public pressures or institutional conditions? *The European Accounting Review*, 14(1), 3–39. <https://doi.org/10.1080/0963818042000339617>
- Craney, T. A., & Surlles, J. G. (2002). Model-dependent variance inflation factor cutoff values. *Quality Engineering*, 14(3), 391–403. <https://doi.org/10.1081/gen-120001878>
- Creswell, J. W. (2014). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (4th ed.). SAGE.
- Dahlum, S., & Grønmo, S. (2020). *operasjonalisering*. Store norske leksikon. <https://snl.no/operasjonalisering>
- Dang, C., (Frank) Li, Z., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 86(C), 159–176. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.006>
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures - a theoretical foundation. *Accounting Auditing & Accountability*, 15(3), 282–311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- Delmas, M., & Blass, V. D. (2010). Measuring corporate environmental performance: the trade-offs of sustainability ratings: Measuring Corporate Environmental Performance: the Trade-Offs of Sustainability Ratings. *Business Strategy and the Environment*, 19(4), 245–260. <https://doi.org/10.1002/bse.676>

- Dimson, E., Karakaş, O., & Li, X. (2015). Active ownership. *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3225–3268. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv044>
- DNV. (n.d.). *ISO 14001 - miljøledelse*. DNV. Retrieved August 29, 2023, from https://www.dnv.no/services/iso-14001-miljoledelse-33649?gclid=CjwKCAjwrranBhAEEiwAzbhNtWkCRe_fOYZDPX8vk859YJalwImwPnN9HwHlupFDkWSG_0corK92uRoCRuAQAvD_BwE
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2015). Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16(7), 450–466. <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>
- Dowling, J. and Pfeffer, J. (1975) *Organizational Legitimacy Social Values and Organizational Behavior*. *Pacific sociological review*, 18, 122-136. - references - scientific research publishing. (n.d.). Scirp.org. Retrieved August 28, 2023, from [https://www.scirp.org/\(S\(czeh2tfqw2orz553k1w0r45\)\)/reference/referencespapers.aspx?referenceid=2072806](https://www.scirp.org/(S(czeh2tfqw2orz553k1w0r45))/reference/referencespapers.aspx?referenceid=2072806)
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of Business Ethics*, 167(2), 333–360. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693–714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- Eierskapsutøvelse i Statens petroleumfond*. (n.d.). Norges-bank.no. Retrieved August 28, 2023, from <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Brev-og-uttalelser/2005/brev-2005-12-08html/>
- Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland. (2023). *Årsmelding 2022*. Regjeringen.No. https://files.nettsteder.regjeringen.no/wpuploads01/sites/275/2023/03/Etikkradet_arsmelding_2022_Norsk_UU.pdf

- Fallan, E. (2013). Exploration of resource allocation decision-making demand and stewardship demand for environmental disclosure. I E. Fallan, Issues on supply and demand for environmental accounting information (s. 123-166). *LIMAC PhD School, Department of Accounting and Auditing*.
- Fallan, E., & Fallan, L. (2017). Er regnskapsreguleringer avgjørende for kvaliteten på miljøinformasjon i årsrapporten? I Busch, Olaussen, & Pettersen, Bred og spiss! NTNU Handelshøyskolen 50 år. In *En vitenskapelig jubileumsantologi (Kap. 5)*. Fagbokforlaget.
- Fallan, E., Granrud, H.R., Litlabø, E. & Rønning, J.E. (2021). *Miljørapportering i oppdrettsforetak: Fast i fisken?* Magma - Tidsskrift for Økonomi Og Ledelse, 121-130. <https://old.magma.no/kronologisk-arkiv?year=2021>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Fifka, M. S. (2013). Corporate responsibility reporting and its determinants in comparative perspective - a review of the empirical literature and a meta-analysis: Corporate responsibility reporting and its determinants. *Business Strategy and the Environment*, 22(1), 1–35. <https://doi.org/10.1002/bse.729>
- Flammer, C., Toffel, M. W., & Viswanathan, K. (2021). Shareholder activism and firms' voluntary disclosure of climate change risks. *Strategic Management Journal*, 42(10), 1850–1879. <https://doi.org/10.1002/smj.3313>
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Goergen, M., O'Sullivan, N., Wood, G., & Baric, M. (2018). Sovereign wealth funds, productivity and people: The impact of Norwegian Government Pension Fund-

- Global investments in the United Kingdom. *Human Resource Management Journal*, 28(2), 288–303. <https://doi.org/10.1111/1748-8583.12179>
- Goldstein, M. (2014). *Defining engagement: An update on the evolving relationship between shareholders, directors and executives*. Shareholderforum.com. https://www.shareholderforum.com/access/Library/20140410_ISS-IRRC.pdf
- Greenwood, R. (2005). Short- and long-term demand curves for stocks: theory and evidence on the dynamics of arbitrage. *Journal of Financial Economics*, 75(3), 607–649. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.03.007>
- Gregory, R. P. (2022). The influence of firm size on ESG score controlling for ratings agency and industrial sector. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1–14. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2069079>
- Hill, R. C., Griffiths, W. E., & Lim, G. C. (2018). *Principles of Econometrics, Fifth Edition*. John Wiley & Sons.
- Hoepner, A. G. F., & Schopohl, L. (2016). *On the price of morals in markets: An empirical study of the Swedish AP-funds and the Norwegian Government Pension Fund*. <https://papers.ssrn.com/abstract=2828040>
- Hoepner, A. G. F., & Schopohl, L. (2019). State pension funds and corporate social responsibility: Do beneficiaries' political values influence funds' investment decisions? *Journal of Business Ethics*, 165(3), 489–516. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-4091-z>
- IAS/IFRS ur ett användarperspektiv. (Mastergradsavhandling, Universitetet i Göteborg).* (2003). Ub.Gu.Se. <https://gupea.ub.gu.se/bitstream/handle/2077/1830/02-03-83D.pdf;jsessionid=91656DCA68C43C4A79EDCAD147B0E31E?sequence=1>
- Khalid, F., Naveed, K., Nawaz, R., Sun, X., Wu, Y., & Ye, C. (2023). Does corporate green investment enhance profitability? An institutional perspective. *Economic*

Research-Ekonomiska Istraživanja, 36(1), 1–24.

<https://doi.org/10.1080/1331677x.2022.2063919>

Khalid, F., Razzaq, A., Ming, J., & Razi, U. (2022). Firm characteristics, governance mechanisms, and ESG disclosure: how caring about sustainable concerns?

Environmental Science and Pollution Research International, 29(54), 82064–82077.

<https://doi.org/10.1007/s11356-022-21489-z>

Kreander, N., & McPhail, K. (2019). State investments and human rights? The case of the Norwegian Government Pension Fund Global. *Accounting Auditing &*

Accountability, 32(6), 1742–1770. <https://doi.org/10.1108/aaaj-01-2017-2830>

Li, J. (2016). Do firms become more responsible after corporate social responsibility engagement? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2853877>

Lindblom, C. K. (1994). *The Implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure. Critical Perspectives on Accounting Conference*.

Lo, S.-F., & Sheu, H.-J. (2007). Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business? *Corporate Governance An International Review*, 15(2), 345–358.

<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x>

Logic of scientific discovery by popper, Karl. 9780415278447. Heftet - 2002. (n.d).

Akademika.no. Retrieved August 28, 2023, from

<https://www.akademika.no/humaniora/filosofi/logic-scientific-discovery/9780415278447>

Mahadeo, J. D., Oogarah-Hanuman, V., & Soobaroyen, T. (2011). A longitudinal study of corporate social disclosures in a developing economy. *Journal of Business Ethics*, 104(4), 545–558. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0929-3>

- Milhench, C. (2016, November 4). Sovereign funds improving transparency, many still fall short -study. *Reuters*. <https://www.reuters.com/article/global-swf-transparency-idUSL8N1D563V>
- Moore, G. (2001a). Corporate social and financial performance: An investigation in the U.k. supermarket industry. *Journal of Business Ethics*, 34(3/4), 299–315. <http://www.jstor.org/stable/25074641>
- Moore, G. (2001b). *Journal of Business Ethics*, 34(3/4), 299–315. <https://doi.org/10.1023/a:1012537016969>
- Myers, J. H., & Mullet, G. M. (2003). *Managerial applications of multivariate analysis in marketing*. American Marketing Association.
- NBIM. (2021, February 25). *Annual report 2020*. Norges Bank Investment Management. <https://www.nbim.no/en/publications/reports/2020/annual-report-2020/>
- NOU 2003:22. (2003). *Forvaltning for fremtiden: Forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond*. Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/contentassets/d8124659de12416dbe2a942b5461be93/nou200320030022000dddpdfs.pdf>
- Plewis, I. (1997). *Statistics in Education*. Edward Arnold ELBS.
- Refinitiv Eikon*. (n.d.). Refinitiv.com. Retrieved August 28, 2023, from <https://eikon.refinitiv.com/>
- Regjeringen. (2022, January 27). *Ansvarlig forvaltning*. Regjeringen.No. <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/statens-pensjonsfond/ansvarlig-forvaltning/etiske-retningslinjer/id447009/>
- Retningslinje for KLP som ansvarlig investor*. (n.d.). Klp.No. Retrieved August 28, 2023, from <https://www.klp.no/media/samfunnsansvar/Retningslinje%20for%20KLP%20som%20ansvarlig%20investor.pdf>

- Reverte, C. (2009). Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms. *Journal of Business Ethics*, 88(2), 351–366.
<https://doi.org/10.1007/s10551-008-9968-9>
- Semenova, N., & Hassel, L. G. (2015). On the validity of environmental performance metrics. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 249–258.
<https://doi.org/10.1007/s10551-014-2323-4>
- Soliman, M. S., El Din, M. B., & Sakr, A. (2013). Ownership structure and corporate social responsibility (CSR): An empirical study of the listed companies in Egypt. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2257816>
- Soltane, B., & Lepeley, M.-T. (2021). Corporate social responsibility: A review of the concept and analysis of its adoption by small and medium-sized enterprises. *Journal of Business Research*, 132, 330–340.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571. <https://doi.org/10.2307/258788>
- The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA). (2021). *GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020*. Gsi-alliance.org. <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- Tjernshaugen, A. (2022). *vestlige land*. Store norske leksikon. https://snl.no/vestlige_land
- UN Global Compact. (n.d.). *DELIVERING AN AMBITIOUS AGENDA*. Unpri.org. Retrieved August 29, 2023, from <https://www.unpri.org/download?ac=3976>
- Vasudeva, G. (2013). Weaving together the normative and regulative roles of government: How the Norwegian sovereign wealth fund’s responsible conduct is shaping firms’ cross-border investments. *Organization Science*, 24(6), 1662–1682.
<https://doi.org/10.1287/orsc.2013.0822>

- Vasudeva, G., Nachum, L., & Say, G.-D. (2018). A signaling theory of institutional activism: How Norway's sovereign wealth fund investments affect firms' foreign acquisitions. *Academy of Management Journal*, 61(4), 1583–1611.
<https://doi.org/10.5465/amj.2015.1141>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178.
<https://doi.org/10.1108/jgr-11-2016-0029>
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.
[https://doi.org/10.1002/\(sici\)1097-0266\(199704\)18:4<303::aid-smj869>3.0.co;2-g](https://doi.org/10.1002/(sici)1097-0266(199704)18:4<303::aid-smj869>3.0.co;2-g)
- Wilson, R. C. (2023). *Sovereign wealth funds: An introduction*. Investopedia.
<https://www.investopedia.com/articles/economics/08/sovereign-wealth-fund.asp>
- Wooldridge, J. M. (2002). *Introductory econometrics: A Modern Approach - Wooldridge, Jeffrey M.: 9780324113648 - AbeBooks*. South-Western College Pub.
<https://www.abebooks.com/9780324113648/Introductory-Econometrics-Modern-Approach-Wooldridge-0324113641/plp>
- World Economic Forum 91-93 route de la Capite CH. (2020). Weforum.org.
https://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Future_Of_Nature_And_Business_2020.pdf
- Yin, W. (2017). Sovereign wealth fund investments and the need to undertake socially responsible investment. *International Review of Law*, 2017(1), 9.
<https://doi.org/10.5339/irl.2017.9>
- Zimmerman, M. A., & Zeitz, G. J. (2002). Beyond survival: Achieving new venture growth by building legitimacy. *Academy of Management Review*, 27(3), 414.
<https://doi.org/10.2307/4134387>

Zorio-Grima, A., Sierra-García, L., & Garcia-Benau, M. A. (2018). Sustainability reporting experience by universities: a causal configuration approach. *International Journal of Sustainability in Higher Education*, 19(2), 337–352. <https://doi.org/10.1108/ijshe-07-2016-0142>

Vedlegg 1: Regresjonsresultat og VIF for total bærekraftsprestasjon score (TBS) 1 år før utelukkelse og inntil tre år etter utelukkelse.

Variables	Coefficient	Std.Err.	t -value	p -value	Beta	VIF	1/VIF	Sig
PREPOST	1.5384	6.1754	0.25	0.804	.0399	3.52	0.284	
INL	-9.2241	7.2629	-1.27	0.207	-.2362	4.75	0.210	
GRUPPE	3.3688	5.4030	0.62	0.534	-.0919	2.98	0.335	
YEAR	4.1555	2.3943	1.74	0.086	-.2385	2.59	0.386	
LOKALISERING	17.3023	5.0680	3.41	0.001	.3824	1.72	0.580	***
MILJØ	-4.6507	4.1014	-1.13	0.259	-.1134	1.37	0.728	
EIERANDEL	-.0528	.0431	-1.23	0.223	-.1608	2.36	0.423	
STØRRELSEN	1.2494	.9780	1.28	0.204	.1453	1.78	0.563	
ROA	-0.161	.2203	-0.07	0.942	-.0066	1.15	0.867	
GJELDSGRAD	.0231	.1096	0.21	0.833	.0220	1.49	0.672	
Constant	9.9158	26.0181	0.38	0.704	.			
Number of obs	116							
Adj R-squared	16.15%							
F (10, 105)	3.22							
Mean VIF	2.37							

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Vedlegg 2: Regresjonsresultat og VIF for total bærekraftsprestasjon score (TBS) 1 år før utelukkelse og 1 år etter utelukkelse

Variables	Coefficient	Std.Err.	t -value	p -value	Beta	VIF	1/VIF	Sig
PREPOST	4.0439	5.3159	0.76	0.449	.1127	2.01	0.498	
INL	-3.8066	8.1655	-0.47	0.643	-.0918	3.55	0.281	
GRUPPE	3.3960	5.4207	0.63	0.533	.0946	2.09	0.479	
LOKALISERING	16.317	5.4796	2.98	0.004	.3938	1.60	0.625	
MILJØ	-3.9672	4.8693	-0.81	0.418	-.0957	1.26	0.792	
EIERANDEL	-.0175	.0507	-0.35	0.731	-.0538	2.23	0.449	
STØRRELSEN	1.0113	1.0728	0.94	0.349	.1297	1.73	0.577	
ROA	-.4534	.3296	-1.38	0.173	-.1666	1.34	0.746	
GJELDSGRAD	-.0357	.1298	-0.28	0.784	.0359	1.56	0.642	
Constant	23.3167	28.3660	0.82	0.414	.			
Number of obs	80							
Adj R-squared	13,55%							
F (9, 70)	2.38							
Mean VIF	1.93							

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1