



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Hållbarhet som värde drivare

En kvantitativ studie om hur marknaden prissätter hållbara bolags aktier

University of Gothenburg, School of Business, Economics and Law

Kandidatuppsats i företagsekonomi

Redovisning

Vårterminen 2020

Amanda Alexandersson

Felix Sjöberg

Sammanfattning

Titel: Hållbarhet som värde drivare - En kvantitativ studie om hur marknaden prissätter hållbara bolags aktier

Författare: Amanda Alexandersson och Felix Sjöberg

Handledare: Niuosha Samani

Bakgrund och problemformulering: Kravet på hållbarhetsredovisning som infördes 2017 har gjort icke-finansiella rapporter mer tillgängliga för allmänheten. Tidigare studier har visat på ett positivt samband mellan såväl hållbarhet och finansiella prestationer som hållbarhet och marknadsvärde. Det finns emellertid även studier som indikerar motsatsen, och de studier som föreslår att sambandet i själva verket är omvänt.

Syfte: Studien syftar till att undersöka hur marknaden värdesätter hållbara bolag i förhållande till mindre hållbara bolag på den Europeiska aktiemarknaden.

Avgränsningar: Studien har avgränsats till att undersöka marknads värdering av Europeiska noterade bolag med en omsättning på över 2500 M.USD (2019). Bolag inom finanssektorn samt IT-företag har undantagits från studien.

Metod: Korrelationen mellan hållbarhet och börsvärde har undersökts genom en multipel regressionsanalys med flera oberoende variabler som antas påverka ett bolags börsvärde, däribland hållbarhet. Som proxy för hållbarhet har Thomson Reuters ESG scores använts.

Resultat: Studien har funnit ett signifikant positivt samband mellan hållbarhet och marknadsvärde. Resultatet indikerar att även etiska aspekter driver investerare till viss del.

Förslag till vidare forskning: Det finns flera möjligheter till vidare forskning på området. Ett potentiellt forskningsämne är en kvalitativ undersökning för att närmare utröna orsaken bakom att investerare värderar hållbara aktier högre. Vidare finns det med hänsyn till risken för omvända samband skäl att fördjupa sig ytterligare i frågan om huruvida hållbarhet är lönsamt, eller om lönsamma bolag är hållbara.

Nyckelord: hållbarhet, marknadsvärde, börsvärde, sin stocks, ESG, Thomson Reuters, Europa, hållbarhetsredovisning

Innehållsförteckning

1 Inledning	3
1.1 Bakgrund	3
1.2 Problemformulering och frågeställning	4
1.3 Avgränsningar	5
1.4 Disposition	6
2 Tidigare forskning	8
3 Referensram och utvecklad hypotes	10
3.1 Intressentteorin och informationsasymmetri	10
3.2 Sociala normer på marknaden	11
3.3 Legitimitetsteorin	12
3.4 Utveckling av hypotes	13
4 Metod	15
4.1 Allmänt om studien	15
4.2 Urval och bortfall	15
4.3 Datainsamling	16
4.4 Statistisk undersökning	18
4.5 Variabler	18
5 Resultat	22
5.1 Deskriptiv statistik	22
5.2 Korrelationsanalys	23
5.3 Multipel regressionsanalys	24
5.4 Analys av resultat	26
5.4.1 Hypotes 1	26
5.4.2 Hypotes 2	27
5.5 Potentiella problem	28
6 Slutsats och avslutande diskussion	29
7 Förslag till vidare forskning	30
Källförteckning	31

1 Inledning

1.1 Bakgrund

I takt med att konsumenter och samhället i stort blivit mer medvetna om vikten av hållbarhet har också trycket på företagen ökat att engagera sig kring dessa frågor (Företagarna, 2019). Att arbeta med hållbarhet är idag en viktig del av det strategiska arbetet för företag och här förutspår många svenska företag dessutom att dessa frågor kommer öka i betydelse ytterligare framöver. Anledningarna till att börja arbeta med hållbarhet är givetvis många, men något som sticker ut enligt en undersökning av PWC är just det ökade intresset och förväntningarna från kunder (Johansson Stattin, 2018). Ett av skälen kan också vara FN:s Agenda 2030 och de 17 globala målen för en hållbar framtid som fått stort genomslag och beskrivs som den mest ambitiösa planen världens länder gemensamt kommit fram till någonsin (FN-förbundet, u.å.).

Sedan den 1 januari 2017 finns det för större företag ett krav på att utöver de sedvanliga finansiella rapporterna även lämna en så kallad hållbarhetsredovisning. Kravet på hållbarhetsredovisning har sin grund i EU:s redovisningsdirektiv (Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/95/EU om ändring av direktiv 2013/34/EU vad gäller vissa stora företags och koncerners tillhandahållande av icke-finansiell information och upplysningar om mångfaldspolicy) och innebär i praktiken att större företag i samband med offentliggörande av årsredovisningen även måste offentliggöra en hållbarhetsrapport. Med stora företag avses enligt direktivet företag som är av allmänintresse samt moderbolag i koncerner med i genomsnitt minst 500 anställda. Detta har medfört hårdare krav på transparens och sätter dessutom ytterligare fokus på företagens CSR-arbete. Införandet av hållbarhetsredovisning har resulterat i att allmänheten har en bättre insyn i bolagens verksamhet och hur den påverkar människor och miljö. För den som önskar finns nu mer än rent finansiell information tillgänglig att beakta vid företagsanalyser.

Under de senaste åren har också intresset för att investera i hållbara fonder ökat markant. År 2019 uppgav 33 procent att de sparar i en hållbar fond jämfört med 24 procent föregående år. (Fondbolagens förening, 2019) Vid kapitalplaceringar finns samtidigt ett tydligt intresse att

uppnå avkastning på sin investering. Även andelen som tror att hållbara fonder genererar bättre avkastning har ökat (Johansson, 2020). Forskningen på området går dock isär.

Det ökade intresse och engagemang som finns kring hållbarhet i samhället är också något som påverkar institutionella investerare. Ett exempel är att AP-fonderna i Sverige sedan den 1:e januari 2019 är skyldiga att ta miljöfrågor i beaktning i sin kapitalförvaltning (Garcia, 2019). Ett annat exempel på denna utveckling är att Blackrock, världens största kapitalförvaltare, i januari 2020 aviserade att de inte längre kommer att investera i företag som inte arbetar aktivt med hållbarhet. (Ekelund, 2020)

1.2 Problemformulering och frågeställning

Ett bolags börsvärde, det vill säga det sammanlagda värdet på dess utestående aktier, skiljer sig ofta från det bokförda värdet på aktiekapitalet. Det finns många skäl till detta. Ett av skälen är att bolagets bokförda tillgångar ofta avviker från tillgångarnas egentliga marknadsvärde. Redovisning bygger till stor del på bedömningar från ledningen och det är inte säkert att marknaden delar denna bedömning. Redovisningsregler förhindrar även ibland att vissa tillgångar över huvud taget tas upp i balansräkningen. Så är exempelvis fallet med egenupparbetade immateriella tillgångar, såsom varumärken och goodwill. (IAS 38) Dessa typer av immateriella tillgångar uppgår ofta till betydande värden - i vissa branscher utgörs bolagen till och med till övervägande del av icke bokförda immateriella tillgångar. (Marton m. fl. 2020)

Vidare kan en tillgång som visserligen får tas upp i balansräkningen kan på grund av synergieffekter ha ett högre värde när det används inom det specifika bolaget som äger tillgången. Detta är något som inte heller speglas i det bokförda värdet, såvida tillgången inte är del av ett företagsförvärv och får redovisas som goodwill. Dessutom bygger marknadens värdering av ett bolag på förväntad avkastning. Ett bolags framtida intjäningsmöjligheter avspeglas inte alltid i balansräkningen. (Marton m. fl. 2020) Ett bolag som förväntas växa har därför av naturliga skäl sannolikt ett högre marknadsvärde än ett stabilt eller krympande bolag med lika stora tillgångar.

Det finns alltså många aspekter som avgör marknadens värdering av ett bolags aktier. Men är det bara värderingen av bolagets tillgångar och förväntningar om framtida avkastning som påverkar hur investerare värderar bolag, eller vägs även etiska aspekter in i deras beslut?

Det finns flera studier som pekar på en korrelation mellan hållbarhet och finansiell prestation, varav de flesta har visat på ett positivt samband mellan hållbarhet och avkastning. Detta är någonting som bland annat Cheung (2011) och Wagner (2010) finner vara fallet. Det finns emellertid även studier som funnit ett negativt samband såsom exempelvis López m.fl (2007). Detta gör det intressant att fortsätta undersöka sambandets existens, samt om en eventuell korrelation enbart beror på faktisk avkastning i bolagen, eller om även etiska värderingar hos investerare driver upp börsvärdet.

Med hänsyn till den globala utvecklingen på hållbarhetsområdet och det uppsving etiska fonder har fått under de senaste åren anser vi att det är intressant att även undersöka vilket marknadsvärde hållbarhet har i sig. Om marknaden ser ett egenvärde i hållbarhet kan bolag använda denna information för att skapa goda relationer till investerare och underlätta framtida kapitalanskaffning. Även för investerare som söker avkastning kan kunskap om hur marknaden värdesätter hållbarhet vara användbar information vid investeringsbeslut. Detta blir än mer intressant att undersöka eftersom kravet på hållbarhetsredovisning nu möjliggör för investerare att ta del av även icke-finansiell information i större utsträckning.

Syftet och ambitionen med denna studie är att bidra till forskningsläget genom att undersöka om investerare ser ett egenvärde i hållbarhet samt huruvida förekomsten av institutionella investerare påverkar sambandet mellan hållbarhet och börsvärde. Med hjälp av en statistisk analys där det undersöks huruvida det finns en korrelation mellan hållbarhet och börsvärde ska vi försöka besvara följande frågeställningar:

- Värderas hållbara bolag högre på marknaden än mindre hållbara bolag?
- Är det positiva sambandet mellan hållbarhet och börsvärde starkare i företag med institutionella investerare?

1.3 Avgränsningar

Undersökningen har avgränsats till stora noterade europeiska bolag som lyder under IFRS (Se Marton m. fl. 2018). Skälet till avgränsningen till europeiska bolag är att undvika avvikelser som beror på redovisningsmässiga skillnader. Vidare har bank- och finansbolag undantagits från studien med hänsyn till att dessa bolags tillgångar och skulder är av en sådan specifik natur som ofta påverkar förhållandet mellan bokfört värde och marknadsvärde. (Baboukardos, 2017; Clacher, de Riquebourg, Hodgson 2013; Dahmash, Durand och Watson, 2009)

Vi har också valt att i vår studie utesluta företag inom branscherna informationsteknologi och medicin. Anledningen till detta är att företag som verkar inom dessa branscher typiskt sett utgörs till övervägande del av immateriella tillgångar. Så som IFRS regelverk ser ut kommer koncernens struktur och tillväxtstrategi att påverka storleken på bokfört värde i särskilt hög grad avseende dessa bolag, vilket gör det svårare att jämföra dessa bolag med varandra. En dålig jämförbarhet riskerar att resultera i felaktiga slutsatser. (Marton m. fl. 2020. Se även IAS 18)

1.4 Disposition

Nedan följer en kort presentation av hur dispositionen för kommande framställning ser ut.

2 Tidigare forskning

Inledningsvis redogörs för tidigare studier som har undersökt hållbarhet och dess påverkan på börsvärdet, samt studier av ämnen som är relaterade till det denna studie undersöker, såsom förhållandet mellan hållbarhet och finansiella prestationer i allmänhet.

3 Referensram och utvecklad hypotes

Detta avsnitt är uppdelat i fyra sektioner och först presenteras de teorier som används för att analysera och dra slutsatser av resultatet från studien. Därefter finns även en sektion där hypotesen utvecklas.

4 Metod

I detta avsnitt presenteras metoden för studien uppdelat i fem olika sektioner. Utöver allmän information kring tillvägagångssättet för studien presenteras urval och bortfall, datainsamling, information kring den statistiska undersökningen och de variabler som används.

5 Resultat

Efter redogörelsen av val av statistisk metod och variabler presenteras resultatet av undersökningen, tillsammans med en efterföljande analys av hypoteserna.

6 Slutsats och avslutande diskussion

I avsnitt 6 följer en kort sammanfattning av resultatet och analysen. I avsnittet formuleras också vår slutsats.

7 Förslag till vidare forskning

Slutligen presenteras förslag på framtida relevanta forskningsområden mot bakgrund av vad denna studie undersökt och funnit för slutsatser.

2 Tidigare forskning

En stor del av den tidigare forskning som finns på området visar på ett positivt samband mellan hållbarhet och finansiella prestationer (se exempelvis Cheung 2011; Consolandi m.fl. 2009; Doh m.fl 2010; Lo och Sheu 2007; Robinson m.fl. 2011 och Wagner 2010). Lo och Sheu (2007) fann att hållbarhet är en värdeökande strategi för stora publika amerikanska bolag. Det finns emellertid även exempel på studier som funnit ett negativt samband (López m.fl 2007). Garcia-Castro m.fl. (2010) fann istället att det positiva samband som de flesta tidigare studier visat på i grunden bottnar i ett endogenitetsproblem, då det är en viss typ av bolag som har möjlighet att jobba med hållbarhet. Detta innebär att när det omvända sambandet mellan hållbarhetsprestation och finansiell prestation tas i beaktande är det svårare att dra slutsatser kring huruvida hållbarhet faktiskt leder till förbättrad finansiell prestation.

Huruvida den förbättrade finansiella prestationen beror på hållbarhet är alltså svårt att veta. Mycket talar för att det även finns ett omvänt samband som pekar på att redan stora och lönsamma företag har resurser att investera i hållbarhet och därmed framstår som både lönsamma och hållbara. Ytterligare en förklaring skulle kunna vara att redan framgångsrika företag engagerar sig i hållbarhet eftersom de måste motsvara samhällets förväntningar. Oaktat att forskningen pekar åt olika håll talar de flesta studier som nämnts för att hållbara bolag i allmänhet presterar bra finansiellt och därmed genererar bra avkastning för investerare.

Sambandet gör det emellertid svårt att veta vad som beror på vad; är hållbara bolag lönsamma, eller är lönsamma bolag hållbara? Störst fokus i litteraturen har vidare främst legat på att försöka förklara hur bolags ekonomiska prestationer påverkas av hållbarhet. En förklaring som har lyfts fram är att hållbara bolag i större utsträckning kan finansiera investeringar, och dessutom har en relativt låg kapitalkostnad. Flera studier har nämligen visat på att hållbara bolag typiskt sett har bättre möjligheter till kapitalanskaffning. Dhaliwal m. fl. (2014) undersökte korrelationen mellan kostnaden för eget kapital och CSR-rapportering, och fann att det fanns ett negativt samband mellan kapitalkostnad och

graden av disclosure. Cheng m. fl (2013) har undersökt om CSR möjliggör för bolag att få bättre tillgång till finansiering på kapitalmarknaden, och kom fram till att så var fallet.

Flera andra undersökningar indikerar samma sak. (Se på samma tema exempelvis Dhaliwal m. fl. 2014) Clarkson m.fl. (2008) fann vidare att hållbara bolag i högre utsträckning tenderar att dela med sig av rapporter.

Studierna indikerar att företag som presterar bra ur ett hållbarhetsperspektiv också är mer benägna att offentliggöra information kring sin verksamhet, vilket i sin tur leder till att investerare och finansierare är mer villiga att gå in med kapital. Företag tvingas ibland avstå från investeringar som har ett positivt nettonuvärde, på grund av svårigheter att anskaffa tillräckligt kapital. Storleken på den riskpremie marknaden kräver för att gå in med kapital påverkar också potentiella investeringars lönsamhet. Genom att minimera kostnaden för kapital kan företag säkra bättre möjligheter för tillväxt. Detta kan vara en av förklaringarna till att hållbara bolag presterar bättre, och är också ett incitament till att bedriva en hållbar verksamhet.

Det finns även tidigare studier som likt vår undersöker hur investerare värdesätter hållbarhet på aktiemarknaden. Costa Lourenço m.fl. (2012) undersökte hur förhållandet mellan börsvärde och bokfört värde påverkas av hållbarhet jämte finansiella prestationer. De fann visserligen att hållbarhet hade en signifikant förklaringskraft på marknadsvärdet, men konstaterade även att resultatet av studien snarare visade att stora icke-hållbara bolag tenderar att straffas av marknaden genom att aktierna i dessa bolag undervärderas. Även Qiu m. fl. (2014) undersökte korrelationen mellan börsvärde och hållbarhet. De undersökte huruvida det finns något samband mellan ett bolags hållbarhetsrapportering och marknadens värdering av bolaget. Studien visade att det inte finns något sådant samband avseende miljömässiga rapporter. Vad som däremot kom fram i studien var att social hållbarhet tycks vara viktigt för investerarna. De bolag som hade en hög social hållbarhet och delade med sig av rapporter om detta hade ett högre marknadsvärde än andra bolag. Vidare fann studien att just social hållbarhet var det hållbarhetsområde inom vilket bolagen presterade bäst generellt.

3 Referensram och utvecklad hypotes

3.1 Intressentteorin och informationsasymmetri

I detta avsnitt redogörs för några av de ekonomiska teorier som är relevanta på området, samt hur de kan kopplas till den tidigare forskning som presenterats. Några av de teorier som haft stor betydelse på området är intressentteorin och teorin om informationsasymmetri. Intressentteorin beskriver det faktum att företag och organisationer agerar utifrån de krav och förväntningar olika intressenter till företaget har (Freeman, 1984). Det finns olika definitioner av vad en intressent är, men en vanlig definition är att det handlar om alla som antingen kan påverka eller bli påverkade av ett företag (Investopedia, 2020). Det typiska är att det då handlar om investerare, leverantörer, kunder och anställda. Enligt en bredare definition räknas även staten och samhället företaget verkar i till gruppen intressenter.

Ett företag har alltså många intressenter - inte sällan med motstridiga intressen. Längre var uppfattningen att hållbarhet och CSR var saker som låg utanför bolagens verksamhet, då bolagets primära uppgift var att generera vinst åt aktieägarna. Det var upp till investerarna själva om de ville ägna sig åt välgörenhet (Friedman, 1970). Denna uppfattning kan knappast sägas gälla än i dag. Allt fler intressenter bryr sig om hållbarhet, på senare tid har hållbarhet blivit en växande fråga även hos investerare (se exempelvis Johansson, 2020 och Fondbolagens förening, 2019). Hållbarhet och lönsamhet behöver inte heller vara varandras motpoler. Som nämnts ovan har flera undersökningar visat på ett positivt samband mellan hållbarhet och finansiella prestationer. Att lägga resurser på hållbarhet behöver därför inte nödvändigtvis stå i strid med bolagets syfte att generera avkastning för ägarna.

Hållbara bolag tenderar som nämnts att i större utsträckning dela med sig av såväl finansiella som icke-finansiella rapporter (Clarkson m. fl. 2008). Enligt intressentteorin kan det vara lönsamt för bolagen att dela med sig av information till sina intressenter, för att minska informationsasymmetrin på marknaden. Ett exempel på detta är att kapitalkostnaden för ett företag kan minska vid utökad CSR-rapportering, vilket tidigare nämnda Dhaliwal (2014) finner vara fallet.

Informationsasymmetri innebär att olika parter på marknaden har tillgång till olika mycket information. Aktörer i samhället fattar beslut baserat på publik och privat information. Publik information karaktäriseras av att den är tillgänglig för allmänheten. Det är således information som den breda massan kan ta i beaktning vid beslutsfattande. Privat information är däremot bara tillgänglig för en mindre grupp i samhället. Det är normalt denna typ av information som ger upphov till vad som kallas informationsasymmetri (Connelly m. fl. 2011). Asymmetrin ligger i att de aktörer som inte har tillgång till den privata informationen hade kunnat fatta mer välinformerade beslut om de hade haft denna tillgång. Denna teori beskriver exempelvis hur relationen ofta ser ut mellan ett företag och alla dess intressenter.

Teorin om informationsasymmetri används för att förklara och belysa vad som händer när företag börjar offentliggöra detaljer kring deras hållbarhetsarbete och påverkan på samhället. Detta leder till att privat information kommer till allmänhetens kännedom och att gapet mellan den information företagen och investerare besitter minskar. När gapet blir mindre minskar ofta också bolagets kostnad för kapital, då investerare tenderar att vara mindre försiktiga och kräver en lägre riskpremie när de har en god bild av investeringsobjektet. Ovan nämnda Dhaliwal m. fl. (2014) fann att det fanns ett negativt samband mellan CSR-disclosure och kapitalkostnad. Investerare tycks alltså vara mer villiga att placera kapital i bolag som delar med sig av även icke-finansiella rapporter, och tenderar att kräva en lägre riskpremie för aktier i bolag som redovisar en hög grad av hållbarhet. Denna effekt förstärks troligtvis då det även verkar finnas ett positivt samband mellan environmental performance och graden av disclosure (Clarkson m.fl. 2008).

3.2 Institutionella investerare och *sin stocks*

Kacperczyk och Hong (2009) undersöker huruvida det finns sociala normer på marknaden som påverkar vilka typer av bolag investerare och i synnerhet stora institutioner är beredda att investera i. Författarnas hypotes är att det finns ett motstånd mot att äga aktier som de benämner "sin stocks". Med sin stocks avses publikt noterade bolag som verkar inom alkohol-, tobak-, eller spelindustrin. Deras slutsats är att dessa typer av bolag i lägre utsträckning är ägda av institutioner som följer vissa normer i förvaltningen såsom

pensionsfonder samt att de inte följs lika noggrant av analytiker som jämförbara bolag. Vidare beskriver Kacperczyk och Hong att dessa bolag har högre förväntad avkastning i förhållande till jämförbara bolag och detta kan då bero på att de väljs bort av investerare som följer specifika normer i förvaltningen. Marknadsvärdet trycks ned på grund av många investerares motvilja att investera i bolagen.

Motviljan att investera i sin stocks gäller i synnerhet institutioner som är föremål för allmänhetens granskning, och kanske inte i fullt lika stor utsträckning för enskilda investerare vars innehav inte granskas av andra på samma sätt. Institutionerna står emellertid för en stor del av det direkta innehavet på aktiemarknaden, och deras agerande kan få stor påverkan på aktiekurserna. Vidare visar, som nämnts, undersökningar på att hållbarhet blir allt viktigare för även enskilda investerare (se exempelvis Johansson Stattin, 2018; Johansson, 2020 och Fondbolagens förening, 2019).

Teorin ges stöd av bland annat Costa Lourenços m.fl. (2012) studie som visade på en negativ särbehandling av stora bolag som presterar sämre ur ett hållbarhetsperspektiv. Det faktum att många studier talar för ett positivt samband mellan hållbarhet och finansiella prestationer kan givetvis också ligga till grund för den lägre värderingen (Cheung 2011; Consolandi m.fl. 2009; Doh m.fl. 2010; Lo och Sheu 2007; Robinson m.fl. 2011; Wagner 2010). Så kallade sin stocks kan samtidigt erbjuda en bra avkastning genom att priset på dessa aktier tenderar att vara lågt i förhållande till andra bolags aktier. Det positiva samband som förefaller finnas mellan hållbarhet och avkastning kan således sägas kompenseras avseende sin stocks genom att dessa har ett lägre pris. Trots möjligheten till avkastning väljer många investerare bort vissa aktier. Det tycks alltså finnas fler incitament än rent ekonomiska bakom valet av investeringsobjekt.

3.3 Legitimitetsteorin

En möjlig förklaring till motviljan att investera i vissa typer av bolag är viljan att framstå som legitim för samhället. Deegan (2006) utvecklar legitimitetsteorin och det sociala kontraktet. Legitimitet beskrivs som situationen då en organisations värderingar överensstämmer med värderingarna som samhället organisationen verkar i har. Uppstår en avvikelse mellan vad

organisationen har eller upplevs ha för värderingar och samhällets värderingar utgör detta ett hot mot organisationens legitimitet. I vissa fall kan en organisation dock avvika mycket från de sociala normer som finns i samhället men ändå uppfattas som en legitim organisation. Det förutsätter dock att organisationens avvikelse från vad samhället förväntar sig inte blir belyst i samhället och således går obemärkt förbi. På motsvarande sätt kommer en organisation som upplevs som illegitim få problem med sin fortsatta utveckling och i förlängningen överlevnad.

Legitimitetsteorin kan därmed användas för att förklara varför investerare väljer att investera hållbart trots avsaknad av lagkrav på institutionerna eller individerna som placerar kapital. Istället handlar det om att samhället har förväntningar på hur man bör agera. Teorin erbjuder en förklaring till varför investerare avstår från vissa till synes ekonomiskt lönsamma investeringar, exempelvis sin stocks.

3.4 Utveckling av hypotes

Det finns ett flertal ekonomiska teorier som syftar till att förklara intressenters preferenser och beteenden på marknaden. Ett par av dem har nämnts ovan. Marknaden är emellertid komplex och de ekonomiska teorier som finns kan givetvis inte förklara precis allt som ligger bakom investerares värdering av aktier. Trots att mycket talar för ett positivt samband mellan hållbarhet och lönsamhet tycks det vara så att även etiska aspekter spelar in när investeringsbeslut ska fattas. Vi tror således att utöver finansiella nyckeltal, som omsättning, nettovinst och bokfört värde på tillgångar, förklaras ett bolags börsvärde även av hur hållbar dess verksamhet är.

Investerare har ett intresse av att framstå som legitima, och med den ökade insyn som utvecklingen på redovisningsområdet har inneburit blir det allt viktigare vilka aktier som återfinns i ens portfölj. Detta kan i synnerhet antas gälla för institutionella investerare, som stora banker och pensionsfonder, som allmänheten både har insyn i och ställer krav på. Exempel på detta är som tidigare nämnts AP-fonderna och Blackrock som anpassar sin kapitalförvaltning efter vad omvärlden ställer för krav vad gäller miljöfrågor och hållbarhet i allmänhet.

Mot bakgrund av vad som anförts förväntar vi oss följande:

H1: Det finns ett positivt samband mellan hållbarhet och börsvärde som inte enbart förklaras av finansiella prestationer.

H2: Det positiva sambandet mellan hållbarhet och börsvärde är starkare i företag med stor andel institutionella investerare.

4 Metod

4.1 Allmänt om studien

I detta avsnitt presenteras den metod som används för att besvara frågeställningen. Utifrån problemformuleringen lämpar sig en kvantitativ metod, då studien bygger på ett stort antal insamlat data som behöver bearbetas och tolkas (Patel & Davidson, 2016). För att pröva hypoteserna undersöks hur 446 olika bolags börsvärden påverkas av hur bolagen presterar ur ett hållbarhetsperspektiv. Undersökningen omfattar stora europeiska bolag och informationen kring dessa har samlats in via dataplattformarna Capital IQ och Thomson Reuters. Datan som samlats in från Capital IQ är olika finansiella nyckeltal som antas påverka ett bolags börsvärde. Utöver Capital IQ har Thomson Reuters använts för att hämta information kring hur bolag rankas ur ett hållbarhetsperspektiv. Den insamlade datan har sedan bearbetats i STATA för att undersöka hur bolagens börsvärde förklaras av olika finansiella variabler samt testa om en del av börsvärdet kan förklaras av hållbarhet.

4.2 Urval och bortfall

Bolagen som ingår i undersökningen är sett till omsättningen de största publika bolagen i Europa och hade samtliga under 2019 en omsättning på minst 2,5 miljarder USD. De branscher som bolagen som ingår verkar inom är consumer staples, consumer discretionary, communication services, energy, industrials, materials, utilities och real estate. Urvalet baseras på antagandet att allmänheten och investerare har mer insyn i de större bolagen, samt att den information som behövs för studien i större utsträckning finns tillgänglig för bolag av en viss storlek. Ur en validitetsynpunkt ökar också jämförbarheten mellan bolagen om samtliga bolag som ingår i studien är etablerade och redan innehar en viss marknadsandel.

Utöver storlekskravet och kravet på marknadsnotering har urvalet också begränsats till de bolag för vilka vi kunnat inhämta den data som behövs för studien under minst ett av åren. 446 bolag uppfyller kraven och sett till hela tidsperioden 2017-2019 resulterade urvalet i totalt 960 observationer. Bifogat finns en tabell som presenterar urval och bortfall.

Tabell 4.1 Urval och bortfall

	Urval	Bortfall
Noterade Europeiska bolag	8794	
Inom valda industrier	5666	3128
Omsättning 2019 > 2500 M.USD	593	5073
Thomson Reuters ESG-scores	446	147

4.3 Datainsamling

För sammanställningen har sekundärdata i form av finansiell information från de 446 bolagens årsredovisningar samt börsvärden under åren 2017-2019 samlats in från Capital IQ. Som proxy för hållbarhet har varje bolag tilldelats ett ESG-betyg för respektive år. Istället för att själva betygsätta alla bolag har ESG-betyg erhållits från Thomson Reuters via vår handledare Niuosha Samani. Thomson Reuters är en världsledande aktör när det kommer till att mäta och bedöma hållbarhet. Thomson Reuters samlar ständigt in data från årsredovisningar och delårsrapporter, mediareporteringar, information från myndigheter och NGO:s, kommunikation från bolagen, domar och beslut i juridiska processer etc. Det index som tagits fram av Thomson Reuters är väl erkänt av forskare på området och används i stor utsträckning även av fondförvaltare och andra finansiella institutioner. (Thomson Reuters, 2017)

Thomson Reuters index sträcker sig globalt och består av ett stort antal noterade bolag, där respektive bolag har blivit betygsatt på en tolvgradig skala inom samtliga tre hållbarhetsområden: social, governance och environmental. Betygen är normerade, så varje bolags prestation bedöms i förhållande till andra bolag på marknaden. För att uppnå det högsta betyget A+ behöver bolaget prestera bättre än 91,6666 procent av alla bolag. Bild 4.1 nedan är hämtad från Thomson Reuters och visar fördelningen och betygsskalan.

Utöver de tre betygen får bolagen ett sammanvägt resultat som talar om var bolaget placerar sig i förhållande till andra bolag när det kommer till hållbarhet i stort. Indexet uppdateras

vanligtvis årligen, men mer frekventa uppdateringar avseende enskilda bolag kan förekomma om en ändring föranleds av en inträffad händelse.

Bild 4.1

Score Range	Grade
0.0 <= score <= 0.083333	D -
0.083333 < score <= 0.166666	D
0.166666 < score <= 0.250000	D +
0.250000 < score <= 0.333333	C -
0.333333 < score <= 0.416666	C
0.416666 < score <= 0.500000	C +
0.500000 < score <= 0.583333	B -
0.583333 < score <= 0.666666	B
0.666666 < score <= 0.750000	B +
0.750000 < score <= 0.833333	A -
0.833333 < score <= 0.916666	A
0.916666 < score <= 1	A +

(Thomson Reuters, 2017)

Betygsättningen bygger på totalt 178 olika indikatorer inom tio delkategorier där kategorierna viktas enligt bild 4.2 nedan.

Bild 4.2

Pillar	Category	Indicators in Scoring	Weights
Environmental	Resource Use	20	11%
	Emissions	22	12%
	Innovation	19	11%
Social	Workforce	29	16%
	Human Rights	8	4.50%
	Community	14	8%
	Product Responsibility	12	7%
Governance	Management	34	19%
	Shareholders	12	7%
	CSR Strategy	8	4.50%
TOTAL		178	100%

(Thomson Reuters, 2017)

4.4 Statistisk undersökning

Då vi undersöker om det finns ett linjärt samband mellan en beroende och flera oberoende variabler har vi använt oss av en multipel linjär regressionsanalys för att pröva hypoteserna. Testerna har utförts med signifikansnivå 0,01, 0,05 och 0,10. Risken för typ 1-fel, det vill säga att vi förkastar nollhypotesen trots att den är korrekt, är mindre om testet utförs på en låg signifikansnivå. Vid en låg signifikansnivå ökar emellertid risken för typ 2-fel, det vill säga att vi inte förkastar en felaktig nollhypotes. Typ 2-fel anses typiskt sett mindre allvarligt än typ 1-fel. Vi har därför valt att utföra testerna med relativt låga signifikansnivåer. Genom att ha ett stort urval kan vi också minska risken för typ 2-fel något (Jaggia och Kelly, 2016).

4.5 Variabler

Den beroende variabeln, det vill säga den variabeln som antas *förklaras* av de oberoende variablerna, är börsvärde. De oberoende variablerna är, eller de *förklarande* variablerna, är storleken på eget kapital, nettovinst, årsomsättning, andel institutionella ägare och hållbarhet, där ESG-betyg används som proxy för hållbarhet. ESG-betyget består i sin tur av tre olika delar: social, governance och environmental. Betygen A+ - D - har översatts till en skala på 1-12, där A+ är 12.

Som oberoende variabel har hänsyn även tagits till branschtillhörighet då storleken på bokfört eget kapital kontra börsvärdet ofta tenderar att vara branschspecifikt. Inom ramen för studien har det inte funnits möjlighet att justera för andra relevanta faktorer för bokfört eget kapital, som exempelvis tillväxtstrategi. För att minska risken att eventuella övervärden som beror på annat än hållbarhet påverkar analysen har bolag inom branscher där sådana faktorer i särskilt hög grad anses påverka balansräkningen uteslutits från studien, se mer ovan under 1.4. För de bolag som ingår i studien har branschtillhörighet och tidsperiod använts som en kontrollvariabel i regressionsanalysen.

För att minska spridningen mellan de högsta och lägsta värdena har vi använt logaritmerade värden, alternativt justerat för extremvärden. Detta eftersom regressionens tillförlitlighet ökar då variablerna är normalfördelade (Jaggia och Kelly, 2016). I regressionsanalysen ingår således följande variabler:

Tabell 4.3 Variabler

Förkortning	Beskrivning av variabel
LogMV	Logaritmerat börsvärde
LogBVE	Logaritmerat värde på bokfört eget kapital
NP	Nettoreultat, justerat för extremvärden
LogREV	Logaritmerat värde på omsättning
InstOwn	Andel institutionella ägare i procent, justerat för extremvärden
IND	Branschtillhörighet
ESG	Sammanlagt hållbarhetsbetyg. Kan anta ett värde mellan 1 - 100
ENV	Environmental. Kan anta ett värde mellan 1 - 12
SOC	Social. Kan anta ett värde mellan 1 - 12
GOV	Governance. Kan anta ett värde mellan 1 - 12

LogMV: Börsvärde är vår beroende variabel, då studien syftar till att undersöka hur marknadens värdering av bolagen påverkas av hållbarhet. Variabeln baseras på historisk börskurs per balansdagen för åren 2017-2019. Variabeln har logaritmerats för att uppnå en normalfördelning, eftersom detta ger en mer rättvisande bild av regressionen, då en regressionsanalys förutsätter att variablerna är normalfördelade.

LogBVE: Det kan antas föreligga ett starkt samband mellan ett bolags marknadsvärde och de tillgångar som finns redovisade. Därför används bolagets bokförda värde som en förklarande variabel.

NP: Nettovinst, eller årets resultat, är också något som kan antas ha stor påverkan på den beroende variabeln. Variabeln var tillräckligt normalfördelat, i undersökningen har däremot

kommandot Winsor använts i Stata för att justera för extremvärden i form av den högsta och lägsta percentilen i urvalet.

LogREV: Utöver att omsättning har använts som storlekskrav vid urvalet har variabeln även tagits med i regressionen. Omsättning kan dels påverka bolagets marknadsvärde då det indikerar att pengar kommer in i bolaget. Dels indikerar tidigare studier även att graden av disclosure är beroende av bolagens storlek, samt att bolag som rapporterar flitigt i sin tur typiskt sett värderas högre av marknaden (Dhaliwal m. fl., 2014; Clarkson m. fl., 2008). Det är därför vanligt att studier som undersöker korrelationen mellan börsvärde och hållbarhet innehåller omsättning eller en liknande proxy för storlek som oberoende variabel. (Se exempelvis Qiu m. fl., 2014) Variabeln har logaritmerats för att uppnå en normalfördelning.

InstOwn: Andelen institutionella ägare är ytterligare en oberoende variabel som har tagits i beaktande i regressionsanalysen. För denna variabel har kommandot Winsor använts i Stata och även här har den högsta och lägsta percentilen i urvalet tagits bort.

IND: Då såväl förhållandet mellan bokfört värde och marknadsvärde som bolagens sätt att arbeta med hållbarhet kan antas variera bland branscher har, precis som i de flesta andra studier, branschtillhörighet använts som en kontrollvariabel (Baboukardos, 2017; Grewal m. fl. 2018)

ESG: Med tanke på studiens frågeställning är en variabel för hållbarhet central för att undersöka sambandet. Som proxy för hållbarhet har ESG-betyg från Thomson Reuters använts, i likhet med många andra studier på området (Se exempelvis Qiu m. fl. 2014 och Baboukardos, 2017).

ENV, SOC och GOV: Tidigare studier har visat på skillnader i betydelse mellan de olika hållbarhetskategorierna. Det är därför intressant att, utöver det samlade ESG-betyget, testa de olika kategorierna var för sig för att se hur marknaden värdesätter respektive del. Nedan presenteras regressionsmodellerna som används för att pröva hypotes 1 och 2.

Hypotes 1

Modell 1:

$$MV_{it} = \beta_0 + \alpha_1 BVE_{it} + \alpha_2 NP_{it} + \alpha_3 REV_{it} + \alpha_4 IntsOwn_{it} + \alpha_5 ESG_{it} + \gamma' Ind_i + \delta' year_i + \varepsilon_{it}$$

Modell 2:

$$MV_{it} = \beta_0 + \alpha_1 BVE_{it} + \alpha_2 NP_{it} + \alpha_3 REV_{it} + \alpha_4 IntsOwn_{it} + \alpha_5 SOC_{it} + \alpha_6 GOV_{it} + \alpha_7 ENV_{it} + \gamma' Ind_i + \delta' year_i + \varepsilon_{it}$$

I den första modellen undersöks förhållandet mellan börsvärde och det samlade ESG-betyget, för att se om det finns något samband mellan marknadens värdering och hur bolag presterar när det kommer till hållbarhet generellt. I modell 2 testas om det finns några skillnader i vilken typ av hållbarhet marknaden värdesätter, samt om samtliga kategorier är relevanta.

Hypotes 2:

$$MV_{it} = \beta_0 + \alpha_1 BVE_{it} + \alpha_2 NP_{it} + \alpha_3 REV_{it} + \alpha_4 IntsOwn_{it} + \alpha_5 ESG + \alpha_6 ESG * InstOwn_{it} + \gamma' Ind_i + \delta' year_i + \varepsilon_{it}$$

Vår andra hypotes prövas genom att i regressionsanalysen även undersöka det inbördes förhållandet mellan hållbarhet och andelen institutionella ägare, för att se om institutionella investerare i en högre utsträckning väljer hållbara aktier.

5 Resultat

5.1 Deskriptiv statistik

I tabell 5.1 presenteras deskriptiv statistik för de variabler som ingår i regressionsanalysen. Samtliga finansiella variabler är i miljoner USD.

Tabell 5.1 Deskriptiv statistik

Variabel	Observationer	Median	Medel	Std. Dev	Min	Max
LogMV	960	8,973345	8,99633	1,24384	5,364105	12,54039
LogBV	960	8,189106	8,337763	1,246575	4,736198	12,2496
LogREV	960	8,943186	9,134095	1,036671	6,973168	12,86974
NP	960	436,2	1123,243	2055,24	-1615,5	12341,5
ESG	960	66,1348	63,94178	16,73399	3,5729378	94,3205794
ENV	960	8	7,951042	2,719546	1	12
SOC	960	9	8,6	2,401859	1	12
GOV	960	8	7,7	2,528585	1	12
InstOwn	960	34,15	39,07845	24,59567	1,43	98,06

Tabellen visar att medelvärdet på SOC är det högsta av de tre hållbarhetsområdena, med ett genomsnittligt betyg på 8,6 av 12. Det är således inom detta fält bolagen i urvalet presterar bäst av de tre olika. Översatt till den ursprungliga betygsskalan motsvarar detta ett B och innebär att bolagen i studien ligger mellan den 58:e och 66:e percentilen när det kommer till social hållbarhet. Sämst presterar bolagen inom kategorin GOV, där medelvärdet är 7,7, vilket motsvarar ett B -. Resultatet ligger i linje med vad Qiu m. fl. (2014) kom fram till i sin studie. Det är dock värt att notera att ESG-betygen i urvalet överlag är höga, med ett medelvärde på nästan 64, vilket innebär att bolagen i urvalet i snitt presterar bättre än 63,94

procent av alla bolag i Thomson Reuters databas. Inom samtliga tre områden placerar sig bolagen i genomsnitt bland den övre halvan av alla bolag i databasen. Detta kan förklaras av att urvalet består av stora etablerade bolag med hög omsättning som kan antas ha resurser att investera i hållbarhet. Denna statistik ger stöd för tesen om att det även finns ett samband mellan finansiella prestationer och hållbarhet. Som framgår av tabell 5.2 nedan föreligger också ett signifikant samband mellan ESG-betyg och omsättning, vilket bekräftar att det föreligger en stor risk för ett omvänt samband när man undersöker hållbarhet tillsammans med finansiella prestationer.

5.2 Korrelationsanalys

Då det enligt tidigare forskning tycks finnas ett samband mellan de finansiella variablerna och hållbarhet blir det intressant att utreda om det föreligger multikollinearitet. Ett tecken på multikollinearitet är en hög förklaringsgrad kombinerat med insignifikanta variabler (Jaggia och Kelly, 2016). En annan indikation på att det föreligger allvarlig multikollinearitet är att korrelationen mellan två oberoende variabler är mer än 0,80 eller mindre än -0,80 (Jaggia och Kelly, 2016). Nedan presenteras de olika variablerna och hur de korrelerar med varandra var för sig. Eftersom ENV, SOV och GOV bygger på ESG har dessa variabler inte tagits med separat i korrelationsanalysen. Undersökningen fann emellertid inte något sådant samband heller.

Som framgår av tabell 5.2 nedan finns det ett signifikant samband mellan samtliga variabler förutom institutionellt ägande, där vi enbart fann en (negativ) korrelation med logaritmerat bokfört värde. Ingen av korrelationerna mellan de oberoende variablerna hamnar dock över gränsvärdet, förutom korrelationen mellan ESG och ENV respektive SOC, vilket är väntat då det totala ESG-betyget bygger på dessa variabler. Korrelationsanalysen indikerar därmed att den multikollinearitet som finns inte är så allvarlig att resultaten blir missvisande.

Tabell 5.2 Korrelationsanalys

	LogMV	LogBVE	LogREV	NP	ESG	InstOwn	ENV	SOC	GOV
LogMV	1.0000								
LogBVE	0,8105***	1.0000							
LogREV	0,6868***	0,7593***	1.0000						
NP	0,6652***	0,6807***	0,6509***	1.0000					
ESG	0,4544***	0,4279***	0,4408***	0,3323***	1.0000				
InstOwn	0,0269	(0,0915)***	-0,0708	-0,0206	0,0108	1.0000			
ENV	0,4138***	0,4073***	0,415***	0,309***	0,8378***	(0,1338)***	1.0000		
SOC	0,42***	0,3491***	0,385***	0,2866***	0,8712***	-0,0122	0,6651***	1.0000	
GOV	0,2844*	0,2404***	0,2836***	0,2322***	0,6268***	0,2082***	0,2852***	0,3346***	1.0000

* = signifikant med p-värde 0,1, ** = signifikant med p-värde 0,05, *** = signifikant med p-värde 0,01

5.3 Multipel regressionsanalys

Undersökningen har utförts genom två olika regressionsanalyser i STATA. För att ytterligare minimera eventuella extremvärdens inverkan på den estimerade ekvationen har en robust standardavvikelse använts. I den första regressionen har hänsyn tagits till det sammanvägda ESG-betyget. I den andra regressionen har istället de tre delkategorierna ENV, SOC och GOV testats var för sig, för att belysa eventuella inbördes skillnader. Som framgår av tabellen nedan finns ett positivt signifikant samband mellan ESG-betyg och börsvärde. Regressionsanalysen visar att bolag som har högre ESG-betyg också har ett högre genomsnittligt börsvärde. Modell nummer 2 visar emellertid att sambandet skiljer sig åt mellan ENV, SOC och GOV. Starkast är sambandet avseende social hållbarhet, som är signifikant redan med ett p-värde på 0,01. Även corporate governance är signifikant, på en 5-procentig signifikansnivå. Environmental var däremot inte signifikant ens med en signifikansnivå på 10 procent. Högst förklaringsgrad ger test 2, där 74,09 procent av variansen i börsvärdet förklaras av regressionen.

Tabell 5.3 Multipel regressionsanalys

Variabel	Totalt ESG-betyg	ENV, SOC, GOV
	Koefficient (T-värde)	Koefficient (T-värde)
LogBVE	0,6263746 (14,02)***	0,6423296 (19,83)***
LogREV	0,0760763 (1,79)*	0,0677909 (2,15)**
NP	0,0001217 (4,19)***	0,0000971 (5,45)***
ESG	0,0099472 (5,24)***	N/A
ENV	N/A	0,0148141 (1,41)
SOC	N/A	0,0469285 (4,16)***
GOV	N/A	0,02119012 (2,34)**
InstOwn	0,0035775 (2,87)***	0,0028629 (2,84)**
Intercept	2,398471 (6,43)***	2,387813 (9,01)***
InstOwn*ESG	0,0000253 (0,44)	N/A
ÅR	Ja	Ja
IND	Ja	Ja
R-squared	0,6995	0,7409
N	960	960

* = signifikant med p-värde 0,1, ** = signifikant med p-värde 0,05, *** = signifikant med p-värde 0,01

Förklaringsgraden ökar alltså ytterligare när vi tar hänsyn till ESG-betyget uppdelat i ENV, SOC och GOV i jämförelse med när ESG-betyget är sammanvägt. När vi undersöker korrelationen mellan börsvärde och respektive ESG-betyg separat (ENV, SOC, GOV) ser vi också att endast två av variablerna, SOC och GOV, är signifikanta med 95-procentigt konfidensintervall. ENV är inte signifikant ens med ett p-värde på 0,1. SOC är den variabel som har störst påverkan, och är signifikant även med ett p-värde på 0,01.

För att pröva hypotes 2 har i regressionsanalysen även interaktionen mellan variablerna InstOwn och ESG testats. Av tabellen följer att InstOwn*ESG inte är signifikant på någon av nivåerna.

5.4 Analys av resultat

5.4.1 Hypotes 1: Det finns ett positivt samband mellan hållbarhet och börsvärde som inte enbart förklaras av finansiella prestationer.

Vår statistiska undersökning bekräftar att börsvärdet generellt är högre för de bolag i urvalet som presterar bra ur ett hållbarhetsperspektiv. Regressionsanalysen visar ett signifikant positivt samband mellan börsvärde och hållbarhet, även då hänsyn tas till omsättning, nettoresultat, bokfört värde och bransch. och vi kan således förkasta nollhypotesen om att hållbara bolag och mindre hållbara bolag värderas på samma sätt. Detta är i delvis i linje med vad Costa Lourenço m.fl. (2012) finner i sin studie. En stor del av deras förklaring var dock att resultatet snarare handlar om att icke-hållbara bolag straffas på marknaden genom en lägre värdering.

Den hållbarhetsvariabel som har störst påverkan på marknadsvärdet är SOC. Denna upptäckt ligger i linje med vad Qiu m. fl. (2014) fann i sin studie. Värt att notera är också att social hållbarhet är det område inom vilket bolagen i vårt urval presterar bäst sett till medelvärde och median (Se tabell 5.1).

Att som företag förbättra sin prestation vad gäller hållbarhet, vilket kan antas vara ett av alla krav som intressenter ställer på företag idag, leder inte bara till en förbättrad relation med intressenterna utan även ett högre börsvärde. Mot bakgrund av den positiva korrelationen mellan hållbarhet och låga kapitalkostnader är det förstås möjligt att marknads värdering av bolaget baseras på förväntad avkastning snarare än att bolaget presterar väl ur en hållbarhetssynpunkt. Med andra ord behöver värderingen inte nödvändigtvis vara kopplad till hållbarhet utan kan bero på flera andra aspekter. Goda möjligheter till kapitalanskaffning kan ses som en tillgång, utan att det nödvändigtvis speglas i bolagets nuvarande siffror. Vetskapen om att ett bolag har goda relationer med investerare och möjlighet till finansiering om en bra affärsmöjlighet skulle dyka upp kan i sig vara en värdedrivare, då en stor del av marknads värdering bygger på förväntningar. Det går inte att utesluta att övervärdet på hållbarhet även drivs av sådana aspekter.

En annan möjlig förklaring till sambandet går att relatera till informationsasymmetri och legitimitet. Bolag som presterar bra utifrån ett hållbarhetsperspektiv kan antas ha tydligare incitament att faktiskt berätta mycket kring deras arbete med dessa frågor. Samtidigt kan bolag som befinner sig på andra sidan och presterar dåligt utifrån ett hållbarhetsperspektiv ha tydliga incitament att berätta så lite som möjligt och bara i den mån det går offentliggöra information för att legitimera sin verksamhet. Detta riskerar att ge en snedvriden bild av hur det ser ut i verkligheten. Här kan dock antas att det relativt nya kravet på hållbarhetsredovisning har förbättrat och nyanserat den samlade bild som investerare har av bolag när det kommer till hållbarhet.

Det går även att belysa resultatet utifrån ett intressentperspektiv. Som tidigare nämnts kan hållbarhet med säkerhet sägas vara ett av de krav som intressenter har på företag idag. Det faktum att det område marknaden till synes värdesätter mest också är det område bolagen presterar bäst inom indikerar att det finns ett externt tryck från omvärlden som bolagen förhåller sig till.

5.4.2 Hypotes 2: Det positiva sambandet mellan hållbarhet och börsvärde är starkare i företag med stor andel institutionella investerare

Regressionsanalysen visar på ett positivt signifikant samband mellan börsvärde och institutionellt ägande. Undersökningen fann däremot inte att ESG, ENV, SOC eller GOV är en signifikant variabel för att förklara andelen institutionella ägare, vilket framgår av regressionsanalysen. Sambandet mellan hållbarhet och ägarstruktur är inte starkare för institutionella investerare jämfört med övriga. Detta pekar på att institutioner inte i högre utsträckning än enskilda investerare värdesätter hållbara aktier. Att undersökningen inte visar något samband mellan hållbarhet och institutionellt ägande står i motsägelse till vad som kan förväntas utifrån vad Hong och Kacperczyk (2009) beskriver i sin artikel, dvs. att institutioner i högre grad skulle investera utifrån ett mer etiskt mönster och i högre utsträckning undviker vissa investeringar.

Mer nyligen gjorda undersökningar har emellertid visat att hållbarhet blir allt viktigare för enskilda investerare vid val av fonder och pensionsförsäkringar. Att det inte tycks föreligga

någon skillnad mellan institutioner, vars innehav är föremål för allmänhetens granskning, och enskilda investerare stärker denna tes. Ytterligare en sak att ta i beaktande vid tolkning av resultatet är att bolagen i vår studie generellt presterar väl och har höga hållbarhetsbetyg. Även om resultatet inte visar på någon skillnad när det kommer till vilka investerare som väljer hållbara bolag kan det mycket väl finnas ett negativt samband avseende "sin stocks", eller andra mindre hållbara bolag.

5.5 Potentiella problem

Som i alla statistiska undersökningar finns en risk att dra felaktiga slutsatser på grund av falska samband. En potentiell risk är att det finns ett samband mellan hållbarhet och avkastning och att investerare drivs av den förväntade avkastningen snarare än av etiska aspekter. Hållbarhet kan vara en lyx för redan väldigt lönsamma bolag, och risken finns därmed för falska samband. Är företag lönsamma för att de är hållbara, eller kan företagen vara hållbara för att de är lönsamma? Mycket tyder på att hållbarhet är en "normal good", det vill säga att efterfrågan ökar i takt med att intäkterna ökar. Det finns därför en möjlig omvänd förklaring i form av att de mest lönsamma bolagen är mest hållbara eftersom de har stora resurser att investera i hållbarhet och således i efterhand framstår som både de mest hållbara och lönsamma. Endogenitetsproblemet har bland annat belysts av tidigare nämnda studie av Garcia-Castro m.fl. (2010). Vi har i vår studie tagit hänsyn till andra förklarande variabler, såsom storlek, omsättning och vinst, för att minimera problematiken med detta omvända samband. Då urvalet har avgränsats till de allra största bolagen anser vi vidare att risken för falska samband inte är lika stort som vid jämförelse av mindre bolag med större. Vi har vidare försökt minska risken för felaktiga slutsatser genom att ha ett stort urval av företag samt flera förklarande variabler, men med hänsyn till ovan krävs ändå försiktighet vid tolkning av resultaten.

6 Slutsats och avslutande diskussion

Studien finner ett positivt samband mellan hållbarhet och börsvärde i stort. I det andra testet, där de tre kategorierna i hållbarhet testas var för sig, går det att konstatera att social hållbarhet är den variabel som har störst effekt som värde drivare. Vi ser att samtliga tre områden har en positiv koefficient och verkar spela en viss roll, ENV är dock inte lika signifikant. Resultatet ligger i linje med den tidigare nämnda studien av Qiu m.fl. (2014) som just fann att den sociala aspekten av hållbarhet sticker ut som viktigt för investerare.

Att det finns en positiv signifikant korrelation mellan hållbarhet och börsvärde talar för att även etiska aspekter spelar en viss roll när beslut fattas vid investeringar. Givet det positiva sambandet bör företag arbeta för att bedriva sin verksamhet så hållbart som möjligt, samt i så hög utsträckning som möjligt dela med sig av icke-finansiella rapporter. Inte minst för att underlätta framtida kapitalanskaffning. Att aktier i hållbara bolag tenderar att värderas högre är även nyttig information för investerare, då det indikerar att även icke-finansiella rapporter är viktiga att hålla koll på vid beslut om aktietransaktioner på börsen.

Studien visar däremot inte på något signifikant samband mellan institutionella ägare och hållbarhet. En möjlig förklaring till detta kan vara att den allmänna medvetenheten kring hållbarhet i samhället har stärkts och att icke-finansiella rapporter i högre utsträckning finns tillgänglig för allmänheten. Således går det inte att urskilja någon skillnad mellan institutioner och enskilda investerare när det kommer till investeringsval.

7 Förslag till vidare forskning

I denna studie har fokus legat på större Europeiska bolag och sambandet mellan dessa bolags ESG-betyg och börsvärde. Ett förslag till framtida forskning är att undersöka hur detta samband ser ut för mindre bolag. Ett av de potentiella problemen som nämnts i denna studie är att de studerade bolagen är stora och lönsamma och att det således skulle kunna finnas ett omvänt samband mellan hållbarhet och börsvärde. Att göra en liknande studie men att i urvalet istället inkludera mindre bolag som inte har lika stora resurser att investera i hållbarhet skulle kunna bidra till att öka förståelsen för hur omfattande detta omvända samband är i praktiken. Då bolagen i vårt urval generellt presterar bra ur en hållbarhetssynpunkt fanns inte heller underlag för att undersöka ett eventuellt negativt samband. Ett annat förslag till framtida forskning är därför att utreda hur institutionella investerare förhåller sig till mindre hållbara bolag jämfört med enskilda investerare.

I likhet med flera andra studier har vi funnit att hållbara bolags aktier tenderar att värderas högre av marknaden. Det har inom ramen för studien emellertid inte funnits möjlighet att utröna vad som verkligen ligger bakom investerares värdering av hållbara aktier. Ett ytterligare förslag till framtida forskning relaterat till detta är en kvalitativ studie som närmare utreder orsaken till marknadens värdering av hållbarhet.

Källförteckning

Litteratur

Jaggia, S., Kelly, A. (2016) *Communicating with numbers (second edition)*. New York: McGraw-Hill Education

Marton, J., Pettersson, A., Lundqvist P. (2018) *IFRS: i teori och praktik (5:e upplagan)*. Stockholm: Sanoma Utbildning

Marton, J. Runesson, E. Sandell, N. (2020) *Företagsanalys med finansiella rapporter (utkast 20.02.14)*

Patel, R., Davidson, B. (2011). *Forskningsmetodikens grunder. Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur

Artiklar

Baboukardos, D. (2017). The valuation relevance of environmental performance revisited: The moderating role of environmental provisions. *The British Accounting Review* 50, s. 32-47

Cheng, B., Ionnau, I., Serafeim, G. (2013). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 3, s. 1-23

Cheung, A. (2011). Do stock investors value corporate sustainability? Evidence from an event study. *Journal of Business Ethics*, 99, s. 145-165

Clacher, I., De Ricquebourg, A.D., Hodgson, A. (2013). The Value Relevance of Direct Cash Flows under International Financial Reporting Standards. *Abacus*, Vol 49, No. 3.

Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of management*, 37, s. 39-67.

Consolandi, C., Jaiswal-Dale, A., Poggiani, E., Vercelli, A. (2009). Global standards and ethical stock indexes. The case of the Dow Jones sustainability index. *Journal of Business Ethics*, 87, s. 185-197.

Costa Lourenço, I., Castelo Branco, M., Dias Curto, J., Eugénio, T. (2012). How Does the Market Value Corporate Sustainability Performance? *Journal of business ethics*, 108, s. 417–428

Dahmash, F.N., Durand, R.B., Watson, J. (2009). The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets. *The British Accounting Review*, 41, s. 120-137

Deegan, C. (2006). Legitimacy theory. I Zahirul Hoque (red.) Methodological issues in accounting research: theories, methods and issues. *London: Spiramus Press*, s. 161-181

Dhaliwal, D., Zhen Li, O., Tsang A., George Yang, Y., (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Account public policy*, 33, s 328-255

Doh, J., Howton, S. D., Howton, S. W., Siegel, D. S. (2010). Does the market respond to endorsement of social responsibility? The role of institutions, information, and legitimacy. *Journal of management*, 36 (6), s. 1461-1485

Freeman, R. E. (1984). Strategic Management: A Stakeholder Theory. *Journal of Management Studies*.

Friedman, M. (1970) The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *Corporate ethics and corporate governance*, s 173-178

Garcia-Castro, R., A. Ariño, M., A. Canela, M. (2010) Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity. *Journal of business ethics*, 92, s. 107–126

Grewal, J., Riedl, E.J., Serafeim, G. (2018). Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure. *Management science*, 65 (7), s. 2947 - 3448

Hong, H., Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of financial economics*, 93, s. 15-36

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

López, M.V., Garcia, A., Rodriguez, L. (2007) Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Business Ethics*, 75, s. 285-300

Robinson, M., Kleffner, A., Bertels, S. (2011). Signaling sustainability leadership: empirical evidence of the value of DJSI membership. *Journal of Business Ethics*, 101, s. 493-505.

Wagner, M. (2010). The role of corporate sustainability performance for economic performance: A firm-level analysis of moderation effects. *Ecological economics*, 69, s. 1553-1560.

Qiu, Y., Shaukat, A., Tharyan, R. (2014) Environmental and social disclosures: Links with corporate financial performance. *The British Accounting Review*, 48, 2016, s. 102-116

Internetkällor

Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/95/EU om ändring av direktiv 2013/34/EU vad gäller vissa stora företags och koncerners tillhandahållande av icke-finansiell information och upplysningar om mångfaldspolicyn

Ekelund, A. (2020). Blackrocks vd varnar: Agera nu - nästa kris blir unik. Dagens industri. Hämtad 2020-06-18 från

<https://www.di.se/nyheter/blackrocks-vd-varnar-agera-nu-nasta-kris-blir-unik/>

FN-förbundet. (u.å.). Globala målen för hållbar utveckling. Hämtad 2020-04-29 från

<https://fn.se/globala-malen-for-hallbar-utveckling/>

Fondbolagens förening. (2019). Intresset för att spara hållbart växer - fortsatt störst intresse hos kvinnor. Hämtad 2020-04-09 från

<https://www.fondbolagen.se/aktuellt/pressrum/pressmeddelanden/intresset-for-att-spara-hallbart-vaxer--fortsatt-storst-intresse-hos-kvinnor>

Företagarna. (2019). Varför hållbarhet? Hämtad 2020-05-01 från

<https://www.foretagarna.se/innehallsbank/riks/2019/mars/varfor-hallbarhet/>

Garcia, I. (2019). Nya miljökrav på AP-fonderna. Sveriges Radio. Hämtad 2020-06-18 från

<https://sverigesradio.se/sida/artikel.aspx?programid=83&artikel=7124068>

Investopedia. (2020). Stakeholder. Hämtad 2020-05-01 från

<https://www.investopedia.com/terms/s/stakeholder.asp>

Johansson, S. (2020). Var tredje fondsparare väljer hållbart - ökat intresse bland män. Dagens juridik. Hämtad 2020-05-02 från

<https://www.dagensjuridik.se/nyheter/var-tredje-fondsparare-valjer-hallbart-okat-intresse-blad-man/>

Johansson Stattin, D. (2018). Därför satsar fler företag på hållbarhetsarbete. Hämtad 2020-04-20 från

<https://blogg.pwc.se/foretagarbloggen/darfor-satsar-allt-fler-foretag-pa-hallbarhetsarbete>

Thomson Reuters. (2017). Thomson Reuters ESG Scores. Hämtad 2020-04-29 från

https://www.esade.edu/itemsweb/biblioteca/bbdd/inbbdd/archivos/Thomson_Reuters_ESG_Scores.pdf