



Sebastian Lindqvist

# Hållbarhetsrapporteringens påverkan på företagens marknadsvärde

Hur påverkar bestämmelser om obligatorisk  
rapportering deras samband?

Pro gradu-avhandling i Redovisning  
Handledare: Jean-Claude Mutiganda  
Fakulteten för samhällsvetenskaper och  
ekonomi (FSE)  
Åbo Akademi  
Åbo 2020

<b>Ämne:</b> Redovisning	<b>Författare:</b> Sebastian Lindqvist
<b>Arbetets titel:</b> Hållbarhetsrapporteringens påverkan på företagets marknadsvärde – Hur bestämmelser om obligatorisk rapportering påverkar sambandet?	
<b>Handledare:</b> Jean-Claude Mutiganda	
<p><b>Abstrakt:</b> Hållbarhetsrapportering är ett ämne som diskuteras mycket om och är kanske mer relevant just nu än någonsin tidigare. Företag pressas konstant av olika intressenter mot att satsa mera på hållbarhet och att rapportera om sin inverkan på samhället. I stora bilden har rapportering tidigare varit frivilligt i största delen av världen. Detta ändrades år 2014, då Europeiska Unionen publicerade ett direktiv som behandlar ”rapportering av icke-finansiell verksamhet”. Direktivet implementerades i finsk lagstiftning i slutet av år 2016 och kräver att större företag av allmänt intresse fr.o.m. 2017 rapportera om sin icke-finansiella verksamhet.</p> <p>Sambandet mellan hållbarhetsrapportering och företagets marknadsvärde har studerats en hel del tidigare. Fokus inom studierna har dock varit på frivillig hållbarhetsrapportering över reglerad rapportering. Syftet med denna avhandling är att bidra till att fylla luckan i litteraturen kring obligatorisk hållbarhetsrapportering i Finland. Tidigare studier har, med några undantag funnit frivillig hållbarhetsrapportering värdererelevant för investerare. De flesta av studierna tyder även på att relationen mellan rapportering och marknadsvärde är positivt, rapporterande företag har högre marknadsvärde. I de få studierna om reglerad rapportering har det visat sig att reglerad rapportering kan ha större positiv inverkan på marknadsvärdet och att rapporteringens generella nivå ökat. Agent–principal-teorin används ofta för att förklara sambandet, mera information om företaget minskar informationsasymmetrin och därmed även investerarnas risker.</p> <p>Utifrån dessa tidigare studier och teorier, hypotiseras att hållbarhetsrapportering är positivt korrelerad under studieperioden och att sambandet är starkare under perioden då hållbarhetsrapportering är obligatoriskt. För att prova dessa hypoteser har data samlats från en fyra-års period (2015-2018), som innehåller två år före och två år efter att bestämmelserna om obligatorisk rapportering togs i bruk. Som mått för hållbarhetsrapportering används en dummyvariabel som betecknar huruvida företaget rapporterar enligt GRI-ramverket, som är det mest använda rapporteringsramverket i världen. Samplet består av finska bolag listade på huvudbörsen i Helsingfors. Metoden som har använts är en modifierad version av Ohlsons värderingsmodell, som är mycket använd inom liknande värdererelevansforskning. Metoden utgår från antagandet att företagets marknadsvärde är summan av företagets avkastning och bokvärdet av eget kapital, samt annan icke-finansiell information.</p> <p>Resultaten från avhandlingens empiri visar att under hela forskningsperioden var hållbarhetsrapporter värdererelevanta och positivt korrelerade med marknadsvärde. Enligt resultaten ökade värdererelevansen under den senare perioden då rapportering var obligatoriskt och koefficienten för CSR var även större. Avhandlingens hypoteser får därmed stöd av resultaten.</p>	
<b>Nyckelord:</b> Hållbarhetsrapportering, CSR, Hållbarhet, GRI-rapportering, Marknadsvärde	
<b>Datum:</b> 23.5.2020	<b>Sidantal:</b> 70

## Innehåll

Förkortningar:.....	2
1 Inledning.....	3
1.1 Problemområde.....	4
1.2 Syfte och avgränsningar .....	5
1.3 Disposition.....	6
2 Bakgrund och teoretisk referensram .....	8
2.1 Bakgrund .....	8
2.1.1 Vad är företagens samhällsansvar? .....	8
2.1.2 Kritik mot CSR .....	10
2.2.3 Greenwashing .....	11
2.2.4 Hållbarhetsrapportering.....	12
2.2.5 GRI-ramverket .....	14
2.2.6 Reglering av hållbarhetsrapportering .....	15
2.2 Teoretisk referensram.....	16
2.2.1 Agent–principal-teorin .....	17
2.2.2 Legitimitetsteori.....	18
2.2.3 Intressentteori .....	19
3 Tidigare forskning.....	21
3.1 Introduktion .....	21
3.2 Forskning kring obligatorisk rapportering .....	22
3.3 Forskning kring frivillig rapportering .....	24
3.3.1 Negativt samband eller blandade resultat.....	25
3.3.2 Positivt samband .....	29
3.4 Sammanfattning av tidigare studier.....	36
3.5 Hypotesbildning.....	38
4 Metod och data .....	41
4.1 Kvantitativ studie .....	41
4.2 Forskningsuppgift .....	41
4.3 Metod .....	42
4.4 Datainsamling .....	43
4.5 Reliabilitet och validitet .....	45
4.6 Regressionsmodellerna.....	46

5 Resultat.....	49
5.1 Slutligt sampel och beskrivande statistik.....	49
5.2 T-test .....	51
5.3 Resultat från regressionsanalyserna .....	53
5.3.1 Den första hypotesen.....	54
5.3.2 Den andra och tredje hypotesen.....	55
5.3.3 Övriga kommentarer .....	56
6 Avslutande diskussion.....	57
6.1 Sammanfattande diskussion.....	57
6.2 Begränsningar och förslag till vidare forskning.....	59
Källor .....	61
Bilagor.....	68

**Tabeller:**

Tabell 1: Sammanfattning av studierna .....	38
Tabell 2: Beskrivande statistik av datasampel .....	50
Tabell 3: T-Test .....	52
Tabell 4: Regressionsmodellernas resultat.....	54

## **Förkortningar:**

CSR	-	Corporate Social Responsibility, Hållbarhet/Samhällsansvar
GRI	-	Global Reporting Initiative
IFRS	-	International Financial Reporting Standards
BfL	-	Bokföringslagen (30.12.1997/1336)
MV	-	Market value/Marknadsvärde

# 1 Inledning

Det sägs att goda gärningar i första hand är goda för den som gör dem – stämmer detta även i företagsvärlden? Företag satsar i dagens läge stora summor på frågor som hör ihop med samhällsansvar, och det kan vara svårt att tro att de skulle göra det endast av ren godhet. Företagens hållbarhet, samhällsansvar eller engelskans *Corporate Social Responsibility* (CSR) innebär förenklat aktiviteter vars mål är att förbättra samhället. Definitionerna av och indelningarna inom hållbarhet som ämne varierar dock i hög grad och det är därför även svårt att avgränsa precis vad som ska uppfattas som hållbarhet eller CSR. För ett företag som vill göra gott är alternativen till investeringar så gott som oändliga. Man kan satsa på jämställdheten inom företagen, ändra verksamheten i en mera ekologiskt hållbar riktning eller stödja någon välgörenhetsorganisation, för att nämna några exempel. Detta väcker frågan ifall aktiemarknaden belönar företag för denna typs handlingar, är det alltså lönsamt för företagen att göra gott?

Företag pressas idag allt mer och mer från intressenternas sida när det gäller hållbarhet. Allmänheten är mer informerad om ämnen som global uppvärmning och frågor kring etiska handelssätt. På grund av det har även skilda rapporter om företagens hållbarhetsaktiviteter, så kallade hållbarhetsrapporter blivit allt vanligare. Företag har tidigare rapporterat om sina hållbarhetsaktiviteter på väldigt olika sätt och i varierande omfattning. Rapporteringen är ett sätt att föra fram prestationerna och speciellt då den är frivillig kan företagen själva välja vad de vill berätta och vad de lämnar utanför. Då företagen själv kan bestämma vad de rapporterar har kan de lätt lyfta fram positiva aspekter för att verka ansvarsfulla, fastän andra aspekter kanske tyder på något helt annat. Detta gör det även svårt att jämföra företag sinsemellan. Inom EU har under de senaste åren tagits steg mot reglerad rapportering i och med ett direktiv (EU-direktiv 2014/95/EU) som kräver att många företag börjar rapportera sin ”icke-finansiella verksamhet”. Innan direktivet har rapporteringen varit frivillig med några undantag i stora delar av världen, vilket också betyder att den inte övervakats lika noggrant. Mera information är bra för intressenterna och även bättre är att företagen inte kan välja vad de rapporterar utan måste rapportera enligt vissa bestämmelser.

Om aktiemarknaden belönar hållbarhetsaktivitet, borde företagen som är aktiva inom CSR ha högre marknadsvärde än företagen som är passiva. De företag som är aktivast i hållbarhetsfrågor lär även vara de som rapporterar, alltså marknadsför sig flitigast. Hur påverkas relationen mellan rapportering och marknadsvärde, då det från och med 2017 blivit obligatoriskt för till exempel större listade bolag att rapportera om hållbarhet. Nyttan av att rapportera kunde tänkas minska i och med att fler företag måste rapportera, men å andra sidan kan rapporteringen även få ökad legitimitet på grund av detta vilket kan leda till fördelar. Rapporternas innehåll lär bli allt viktigare för att företagen ska kunna differentiera sig från konkurrensen, eftersom så gott som alla redan ger ut en rapport. Ifall hållbarhetsrapporterna är något som investerarna kräver till sitt beslutsfattande, måste även många företag som inte är bundna av lagstiftningen följa den för att tillfredsställa sina intressenter. Påverkningarna av lagstiftningen lär således vara större än endast antalet företag som är tvingade att följa den. Reglerad rapportering kunde tänkas leda till mera jämförbar information, eftersom företag inte i samma mån kan välja vad de rapporterar, vilket lär gynna såväl investerare som övriga intressenter. Relevansen av informationen kan också öka som resultat av detta, men ifall informationen inte är positivt kan sanningen skada företagets värde.

## 1.1 Problemområde

Enligt Reverte (2016) har företagens finansiella rapporter i form av års- och kvartalsrapporter, varit huvudkällan för intressenternas information angående företagets prestation, situation och strategi redan i decennier. I och med ökad rapportering av även icke-finansiell information, har en hettad debatt genererats över hur användbar hållbarhetsinformationen är för intressenter och huruvida hållbarhetsrapportering borde regleras med lagstiftning (Reverte 2016).

Sambandet mellan hållbarhetshandlingar/-rapportering och företagets marknadsvärde har studerats flitigt redan under en längre period, men resultaten har genom tiderna varit varierande. De flesta nyare undersökningar har ansett rapporterna vara relevanta för investerare, men det finns motstridiga åsikter om huruvida rapporterna har en positiv eller negativ verkan på marknadsvärdet. Exempelvis fann Hassel, Nilsson och Nyquist (2005) ett negativt samband mellan CSR och företagets aktiepris i Sverige, medan till

exempel Schadewitz och Niskala (2010) har funnit ett positivt korrelation i sambandet bland Finska börsbolag.

Det finns alltså inte enighet om relationen och enligt en del forskare (se t.ex. Moneva och Cuellar 2009) beror de varierande resultaten bland annat på att många olika undersökningssätt har använts och att objektiva mått för hållbarhet saknas. Moneva och Cuellar (2009) beskriver problemområdet bra, att avslöja information om möjliga miljörisker eller kommande obligationer kan å ena sidan leda till lägre marknadsvärde och ökade kapitalkostnader. Å andra sidan ökar informationen transparensen av företaget och företaget kan upplevas som pålitligare, vilket kan anses dra ner på investerarnas risker och öka värdet på företagen. (Moneva & Cuellar 2009)

Största delen av studierna som behandlat detta ämnesområde är fokuserade på frivillig hållbarhetsrapportering, eftersom reglering är ett relativt nytt fenomen. Skillnaderna mellan obligatorisk och frivillig rapportering i relation till marknadsvärde har inte studerats i Finland tidigare. Orsaken till lär vara att rapporteringen varit obligatorisk i Finland endast sedan räkenskapsperioden som slutat 31.12.2017. Internationellt sett har obligatorisk rapportering inte heller studerats i samma mån som frivillig rapportering. Även om en del länder eller börser haft någon typ av reglering i bruk redan en längre tid, har vidsträckt reglering inom ämnesområdet i regel tagits i bruk eller utvecklats under de senaste åren. Denna avhandling tar ett steg emot att täcka den lucka som finns inom ämnesområdet, specifikt gällande lagstadgad obligatorisk hållbarhetsrapportering och dess inverkan på företags marknadsvärde.

## **1.2 Syfte och avgränsningar**

Avhandlingens syfte är att undersöka ifall det finns ett samband mellan börslistade företagens obligatoriska hållbarhetsrapportering och deras marknadsvärde i Finland. Värder relevansen av hållbarhetsinformation och dennas påverkan på marknadsvärde har studerats tidigare, men i de flesta studierna inom kontext av frivillig rapportering. Det är därför intressant att undersöka hur relationen påverkas när rapporteringens natur ändrat från frivillig till tvingad rapportering i Finland år 2017.



För att uppfylla detta syfte, har en tidsram på fyra år från 2015–2018, valts. Inom denna tidsperiod trädde den nya lagstiftningen om rapportering av icke-finansiell information i kraft och den tillämpades för första gången för räkenskapsperioder som slutade 31 december 2017. Denna tidsram tillåter att jämföra relationen före och efter för att se skillnaden på frivillig och obligatorisk rapportering, samt att se den allmänna trenden under denna fyra års period.

Samplet i avhandlingen består av finska bolag listade på huvudbörsen i Helsingfors, bortsett från bank- och finansbranschen, på grund av sin särskilda karaktär och regleringar. Tidsramen i studien kräver att företagen listats senast i slutet av april 2019, för att inkluderas. I stil med flera tidigare studier används Ohlsons (1995) metod för att mäta företagens marknadsvärde. Metoden bär med sig en del avgränsningar som resulterar i vidare exkludering av företag med negativa resultat etc. men dessa diskuteras i ett senare kapitel. Som mått för hållbarhetsrapportering används publicerade rapporter enligt GRI-ramverket, vilket är det mest populära rapporteringsramverket i världen (KPMG 2017).

### **1.3 Disposition**

Denna avhandling är indelad i sex huvudkapitel. Avhandlingen fortsätter enligt följande, efter detta inledande kapitel presenteras bakgrundsfakta om ämnesområdet och relevant teori. Bland annat CSR som begrepp, lagstiftningen som styr rapporteringen och Global Reporting Initiatives riktlinjer presenteras. I andra delen av kapitlet diskuteras teorier om sambandet mellan hållbarhetsrapportering och marknadsvärde, som till exempel Agent–principal-teorin och Intressentteorin. Tidigare forskning inom ämnesområdet presenteras i kapitel tre. I kapitlet presenteras både artiklar som forskat om relationen mellan marknadsvärde och obligatorisk samt frivillig rapportering. I slutet av kapitel tre sammanfattas de tidigare studierna och hypoteserna för denna avhandling avslöjas. I kapitel fyra förklaras den valda forskningsmetoden och dess komponenter. Vidare introduceras detaljerna för datasamplet och hur det samlats, samt regressionsmodellerna som används i empirin. Undersökningens resultat presenteras härnäst, först presenteras det slutliga samplet, med hjälp av beskrivande statistik. Näst introduceras regressionsanalysens resultat. Det sista kapitlet är ett diskussionsavsnitt,

var resultaten diskuteras och tolkas. det reflekteras även kring möjliga fortsatta undersökningsriktningar kring ämnesområdet.

## 2 Bakgrund och teoretisk referensram

---

Detta kapitel kan delas i två delar, först introduceras de centrala begreppen som behandlas i och är viktiga för avhandlingen, så att läsaren bättre kan förstå såväl teorin som avhandlingens metod och resultat. Hållbarhet förklaras som begrepp och hur det uppkommit samt vad det kritiserats av. Hållbarhetsrapportering och olika rapporteringssätt presenteras, med fokus på GRI-ramverket. Andra delen av kapitlet behandlar de teorier som är relevanta för att förklara sambandet mellan hållbarhetsrapportering och marknadsvärde. Teorierna som diskuteras är agent–principal-teorin, legitimitetsteorin och intressentteorin.

---

### 2.1 Bakgrund

#### 2.1.1 Vad är företagets samhällsansvar?

Hållbarhet eller företagets samhällsansvar (*Corporate Social Responsibility*, i fortsättningen CSR eller hållbarhet) saknar en officiell entydig definition. Ofta definieras CSR som frivilliga handlingar, som företag gör för att förbättra omständigheterna i samhället och för att agera i enlighet med intressenternas intressen (se t.ex. Carroll 1979; Mackey, Mackey & Barney 2007; Walker Zhang & Zu 2016). Mishra och Nigam (2015) förklarar CSR som företagets skyldigheter mot samhället, utöver det som stadgas i lagar eller krävs ekonomiskt. Med stöd av dessa tolkningar kan man exkludera obligatoriska handlingar, som till exempel lagstadgad rätt till diskrimineringsfri anställning från CSR. När hållbarhet diskuteras, studeras eller rapporteras används flera olika termer som benämning för samma sak. Förutom termen *Corporate Social Responsibility*, som även kan påträffas i formerna *Corporate Responsibility (CR)* eller *Social Responsibility (SR)*, används till exempel *Corporate Accountability (CA)* för att beskriva hållbarhetshandlingar.

Enligt Carroll (1979) har CSR som koncept diskuterats så tidigt som 1930-talet, men att den moderna tiden av CSR kan anses ha börjat med Howard R Bowens publikation *Social Responsibilities of the Businessman* som publicerades år 1953. Eftersom CSR är ett brett ämnesområde delas det ofta in i mindre delområden. Det finns flera sätt som

CSR har delats upp enligt, till exempel Carroll (1979) delar in CSR i fyra olika ansvarsområden och har visualiserat sin modell som en pyramid. De olika delområden är ekonomiska, rättsliga, etiska och godtyckliga skyldigheter (*Economic, Legal, Ethical and Discretionary responsibilities*). De två förstnämnda hävdar Carroll och Pinkston (1996) vara minimikravet för företagens CSR, företagen måste driva sin verksamhet och sträva efter ett positivt resultat inom ramarna för lagen. Dessutom förväntar sig samhället oftast att företagen även ska driva sin verksamhet på ett etiskt sätt. Den fjärde delen av Carrolls pyramid, innebär godtyckliga aktiviteter som Carroll senare namngett till filantropiska aktiviteter. Filantropi förväntas inte direkt, men samhället kan anse att det vara önskvärt att företagen engagerar sig i någon mån inom filantropisk verksamhet (Carroll & Pinkston, 1996).

En modernare indelning är gjord av Per Grankvist (2012). Enligt honom består CSR av ekonomiskt, miljömässigt och socialt ansvarstagande. Det ekonomiska ansvarstagandet har samma roll som i Carrolls pyramid, d.v.s. att driva verksamheten så att ägarna får största möjliga avkastning. Miljömässigt ansvarstagande handlar om att företagen med sin verksamhet inte ska orsaka långsiktiga negativa påverkningar för naturen. Som tredje delområde i modellen finns socialt ansvarstagande. Med detta menar Grankvist att företag ska: ”driva sin verksamhet på ett sätt som kännetecknar en god samhällsmedborgare” (Grankvist 2012). Förutom dessa tre uppger han att det finns en etisk dimension som ofta styr de andra delarna. Speciellt då de tre ansvarsområdena står i konflikt mot varandra har den etiska dimensionen stort inflytande. (Grankvist 2012)

Halme (2007) har däremot delat upp CSR-aktiviteterna i tre olika delar: filantropi, CR-integrering och CR-innovation beroende på hur de är relaterade till företagens verksamhet. Filantropi innebär aktiviteter som välgörenhet som inte direkt är relaterade till företagens verksamhet. Däremot innebär CR-integrering att företagen formar om sin verksamhet för att fungera mera ansvarsfullt. Handlingar som kan anses vara samhällsnyttiga och direkt anknutna till verksamheten är till exempel implementering av mera ekologiska verksamhetssätt. Den tredje typen är CR-innovation. Med detta menas att utveckla nya produkter eller affärsmodeller som löser eller lindrar ett samhällsligt problem på ett sätt som samtidigt strävar efter ekonomisk nytta. (Halme, 2007)

### 2.1.2 Kritik mot CSR

CSR har även mött motstånd i princip så länge begreppet funnits och diskuterats. Milton Friedman är eventuellt den kändaste tidiga kritikern av CSR som koncept och åsikterna från hans doktrin (Friedman 1970) används ofta som argument mot CSR. Det mest använda argumentet mot CSR, handlar om att företagen ska satsa på att maximera sin vinst och generera maximal avkastning för ägarna istället för att investera i CSR. Han stöder argumentet på agentteorin, d.v.s. att företagsledare som agerar som agenter i företagen inte ska använda företagets egendom för att hjälpa samhället. Med att göra detta menar Friedman att företagsledaren minskar avkastningen till ägarna och därmed också orsakar skada för konsumenter samt arbetstagare i form av höjda priser och reducerade löner. (Friedman 1970)

Friedmans kritik tar inte ställning till ett scenario var företagen kunde ha nytta av CSR-handlingar, till exempel i form av förbättrade resultat. Vidare resonerar Friedman att företag inte kan ha skyldigheter mot samhället på samma sätt som en fysisk person kan anses ha skyldigheter mot samhället. Hans åsikt var att ifall personerna som arbetar i en organisation vill stöda samhället på något sätt, ska de göra det under sin egen tid och använda sina egna medel. (Friedman 1970)

Redan före Friedmans kritik mot CSR var Theodore Levitt (1958) i sin artikel i Harvard Business Review på samma spår. Även han argumenterade för att företagets uppgift är att tjäna pengar för ägarna. Dessutom lyfter han fram ett exempel, som man kan argumentera att fortfarande är aktuellt idag. Han resonerar att ifall ett företag har alternativet att välja mellan en liten producent vars hemstad skulle gå under utan beställningarna eller ett storföretag som kan sälja produkterna billigare, väljer även det mest ansvarsfulla företagen alltid det billigare alternativet. Levitt (1958) resonerar också att företagen trots valet av producent, kan påstå sig vara ansvarsfulla med att hänvisa till andra handlingar. (Levitt, 1958).

Tiderna har säkerligen ändrats sedan ovannämnda Friedman och Levitt lyft fram sin kritik och de är eventuellt inte lika aktuella mera. Till exempel Karnani (2010) anser till skillnad från dem att det är möjligt för företag att samtidigt tjäna pengar och hjälpa samhället, men endast om samhällets nytta råkar vara i linje med företagets

vinstmaximering. Som exempel nämner han snabbmatsrestauranger som har börjat servera hälsosammare produkter. Man kan anse att hälsosammare snabbmat är samhällsnyttigt, men företagen började inte servera dessa förrän det blev lönsamt för dem. Emellertid påpekar han att samhällets och företagens nytta mer sällan är i samma riktning. Han argumenterar att lösande av diverse samhällsproblem, som till exempel förorening, betyder att offra vinster. Ifall det inte skulle vara så, hade problemen enligt Karnani (2010) blivit lösta redan länge sedan av ett företag som strävar till att maximera sin avkastning. Han fortsätter med att man kan resonera för att företagsledare borde offra en del av företagets avkastning till att hjälpa samhället. Karnani (2010) svarar själv att samhället inte ska förvänta sig detta, eftersom företagsledarna är anställda för att maximera avkastningen. Ifall de inte lyckas göra det är sannolikheten hög för att de mister sitt arbete och blir ersatta av någon som lyckas maximera vinsten. (Karnani 2010)

### 2.2.3 Greenwashing

*Greenwashing* eller gröntvättning som det även kallas, är en del av kritiken mot CSR-rapportering som ofta förekommer. Gillespie (2008) definierar greenwashing som reklam eller marknadsföring som vilseleder allmänheten med att lyfta fram påstådda miljövänliga sidor av en produkt eller ett företag, som är irrelevanta eller till och med fullständiga lögnar. Enligt Seele et al (2015) används termen nuförtiden allt oftare även när det är frågan om vilseledande kommunikation av sociala eller ekonomiska handlingar.

Gillespie (2008) presenterar i sin artikel en lista på tio tecken som tyder på greenwashing:

- 1) "Fluffigt" språk, ord som inte har någon tydlig definition som till exempel "miljövänlig"
- 2) Gröna produkter från ett smutsigt företag, exempelvis ett företag som producerar miljövänliga lampor, men samtidigt förorenar miljön kring fabriken
- 3) Bilder som talar för oberättigade gröna effekter, som till exempel blommor från en fabriksskorsten

- 4) Irrelevanta påståenden, till exempel att fokusera i en minimal grön del av företagets verksamhet
- 5) Bäst i klass, även om ett företag är bäst bland de jämförda företagen så betyder det inte automatiskt att de är gröna
- 6) Otroliga påståenden, att säga att en farlig produkt är ofarlig gör den inte ofarlig
- 7) ”Gobbledygook”, att använda fikonspråk eller annan information som allmänheten inte kan förstå, som invecklad teknisk information
- 8) Påhittade logotyper som verkar som en tredjeparts bekräftelse av miljövänligheten
- 9) Att inte presentera några bevis för sina påståenden
- 10) Lögner, att direkt ljuga i sin kommunikation är kanske den grövsta nivån av greenwashing

Greenwashing kan alltså förekomma i många former, ett känt exempel är Volkswagens utsläppsskandal som kom fram år 2015. Skandalen gick ut på att koncernen manipulerade testresultat under flera års tid för att bygga upp en mera ekologisk bild av deras bilar och för att leva upp till emissionsbegränsningar (Laakso/Kauppaliehti, 2015). Enligt Siano et al. (2017) blev Volkswagen fast för manipulerandet i september 2015, då EPA (United States Environmental Protection Agency) hittade en maskin programmerad för att manipulera emissionstesternas resultat i Volkswagen-bilarnas motorer. Volkswagen erkände redan samma dag att nästan 500 000 bilar med större utsläpp än tillåtet hade sålts i USA. Som följd av detta tvingades bland annat dåvarande verkställande direktör Martin Winterkorn att ta avsked och Volkswagens aktie föll med 22 % under följande dag (Siano et al. 2017). Greenwashing behöver dock inte alltid handla om såhär grova åtgärder, utan företag har anklagats för greenwashing utifrån mycket mindre seriösa åtgärder, som att använda gröna förpackningar och ord som tyder på miljövänlighet utan några bevis.

#### **2.2.4 Hållbarhetsrapportering**

En hållbarhetsrapport är en rapport över de ekonomiska, miljöbetingade och sociala påverkningar ett företags eller en organisations handlingar orsakar. Vidare kan

rapporten även visa organisationens värden, styrningsmodell samt hur deras strategi är kopplad till att arbeta för en hållbar ekonomi (Global Reporting Initiative, 2019). Hållbarhetsrapportering har under lång tid utgått från frivillighet, men många företag väljer att presentera information över sina samhällsnyttiga aktiviteter. Under de senaste åren har man exempelvis inom EU gjort satsningar för att företag i allt större mån skulle rapportera sina aktiviteter. Enligt en undersökning av KPMG år 2017, rapporterar 93 % av världens 250 största företag sina hållbarhetsprestationer. Därtill rapporterar minst tre fjärdedelar (75 %) av de 100 största företagen i vart och ett av de 45 länder som inkluderades i den aktuella undersökningen. I Finland var resultatet för år 2017 82 %, en ökning från år 2015 då procentandelen var cirka 74 %. I rapporten kommer även fram att Global Reporting Initiative (GRI) är det populäraste ramverket för rapportering, 63 % av företagen i undersökningen rapporterar enligt modellen. (KPMG, 2017)

Förutom GRI, som presenteras noggrannare i följande avsnitt, finns det även andra organisationer som publicerat riktlinjer för hållbarhetsrapportering. Bland dessa kan nämnas till exempel förenta nationernas Global Compact och ISO Standarden 26000 om hållbarhetsrapportering. Global Compact består av tio principer (UN Global Compact 2020) indelat i fyra delområden: människorättigheter, arbete, miljö och antikorrupktion. Från finsk synvinkel kan man säga att flera av principerna verkar rätt så självklara och delvis också lagstadgade. Till exempel principer om att respektera internationella människorättigheter, rätt att höra till fackföreningar eller upphävande av barnarbete kräver oftast inte så stora åtgärder i Finland. De miljömässiga principerna handlar däremot om mindre exakta och icke-lagstadgade åtgärder, som att företag borde stöda säkerhetsåtgärder mot miljöutmaningar, ta initiativ angående miljöansvar och uppmuntra till miljövänliga teknologiska framsteg. (UN Global Compact 2020)

ISO är en annan organisation som publicerat standarder för rapportering av till exempel hållbarhet. ISO är en självständig, icke-statlig organisation, med 164 medlemsorganisationer i olika länder (ISO 2020). Finlands organisation heter Suomen Standardisoimisliitto (SFS). Den ISO-standard som behandlar hållbarhetsrapportering heter ISO 26000 och är en frivillig internationell standard som innehåller råd om CSR (SFS 2020). Enligt SFS (2020) utgår ISO-standard från de bästa förfaranden och den kompletterar FN:s och dess organisationers avtal och uttalanden. (SFS 2020)



### 2.2.5 GRI-ramverket

Liksom ISO är även Global Reporting Initiative en självständig internationell organisation, GRI har sedan 1997 arbetat för hållbarhetsrapportering. GRI grundades av Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES) och United Nations Environmental Programme (UNEP). Organisationen beskriver att den finns till för att hjälpa företag förstå och rapportera sin inverkan på viktiga hållbarhetsfrågor, som till exempel klimatförändring eller mänskliga rättigheter. GRI publicerar ett ramverk för hållbarhetsrapportering, det så kallade *The GRI Sustainability Reporting Standard* eller *GRI standards* förkortat. Första versionen av ramverket publicerades år 2000 och sedan dess har flera uppdaterade versioner av riktlinjerna publicerats. Det första finska bolaget som rapporterade enligt GRI-standarderna var Kesko koncernen, som publicerade en rapport över år 2000 (Schadewitz och Niskala 2010). Enligt GRI var ramverket det första av sitt slag och är det mest använda i världen. (Global Reporting Initiative, 2019)

Den nyaste versionen av GRI-ramverket, namngiven simpelt *the GRI standards*, publicerades 19 oktober 2016 och ersätter den föregående versionen (G4). Tidigare versioner av ramverket hade namn enligt ordningsföljden som de publicerats, G4, G3 osv. G4-versionen av standarderna fungerar som grund för den nyaste versionen. Alla GRI-rapporter ska följa det nya ramverket från och med slutet av juli 2018. Enligt GRI:s ledning gör standarderna det mycket lättare för företagen att rapportera sin icke-finansiella information, i och med att standarderna fungerar gemensamt språk (Global Reporting Initiative 2016). Enligt Schadewitz och Niskala (2010) följer GRI-riktlinjerna elva principer, bland annat: transparens; reviderbarhet, noggrannhet, jämförbarhet och tydlighet.

Största förändringen i jämförelse med tidigare versioner av ramverket är att GRI standards består av ett sett av 26 moduler som behandlar olika delområden, som exempelvis rapportering av växthusgaser, energi- eller vattenbruk. Detta format ger GRI möjligheten att uppdatera enskilda delar av ramverket, utan att måsta publicera en helt ny version av standarderna (Global Reporting initiative 2016). Nyttan av denna förändring märktes redan under det första året efter publiceringen, uppdateringar på två moduler var redan i gång och planerna för uppdaterade versioner av en del andra moduler var påbörjade (Global Reporting Initiative, 2017).

## 2.2.6 Reglering av hållbarhetsrapportering

Enligt en rapport av KPMG (2016) har företagens initiativ till frivillig hållbarhetsrapportering i många länder följts upp av bestämmelser om obligatorisk rapportering från ländernas styrelseorgan. De lyfter fram EU kommissionens krav om obligatorisk rapportering, som rör såväl specifika miljö- och sociala aspekter men även bredare icke-finansiell prestation. Reglering om hållbarhetsrapportering kan även komma från börser, som kräver att företag måste rapportera särskild information. Finansiella marknaderna är den andra största regulatören för hållbarhetsrapportering, efter statliga organ. (KPMG 2016)

Europeiska unionen godkände i slutet av år 2014 ett EU-direktiv om rapportering av icke-finansiell information. EU-direktiv 2014/95/EU eller ”Non-financial reporting directive” (NFRD) som den även kallas, kräver att stora företag av allmänt intresse måste rapportera om sin icke-finansiella verksamhet från och med 2018. Europeiska kommissionen uppskattar att det gäller cirka 6 000 företag inom EU. Direktivet ger företagen friheten att välja rapporteringssättet enligt vad som passar dem bäst. Den 11 december 2019, beslöt Europeiska kommissionen om (Europeiska kommissionen)

I Finland har riksdagen utgående från detta direktiv (2014/95/EU) besluta att till bokföringslagen (BfL 3 a kap.) lägga till ett kapitel, som behandlar icke-finansiell rapportering. Denna lagförändring trädde i kraft den 31 december 2016 och tillämpas för första gången för den räkenskapsperiod som slutar den 31 december 2017. Lagen stadgar att företag som enligt bokföringslagens 1 kap. 9 § definieras som företag av allmänt intresse<sup>1</sup>, är till sin storlek stora<sup>2</sup> enligt bokföringslagens 1 kap. 4c § och vars

---

<sup>1</sup> Företag av allmänt intresse enligt artikel 2.1 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/34/EU om årsbokslut, koncernredovisning och rapporter i vissa typer av företag är i Finland

1) finländska sammanslutningar som har emitterat aktier, skuldebrev eller andra värdepapper som är föremål för handel på en reglerad marknad enligt 2 kap. 5 § i värdepappersmarknadslagen ([746/2012](#)), 2) kreditinstitut enligt 1 kap. 7 § i kreditinstitutslagen ([610/2014](#)), och 3) försäkringsbolag enligt 1 kap. 1 § i försäkringsbolagslagen ([521/2008](#)).

<sup>2</sup> I denna lag anses med stora företag bokföringsskyldiga för vilka minst två av följande tre gränsvärden överskrids på bokslutsdagen för både den avslutade och den omedelbart

genomsnittliga antal anställda under räkenskapsperioden överstiger 500 personer ska inkludera en rapport i sin verksamhetsberättelse över icke-finansiell verksamhet.

Rapporten ska enligt bokföringslagen innehålla åtminstone: ”information om hur den bokföringsskyldige sköter frågor som gäller

- 1) miljö,
- 2) sociala förhållanden och personal,
- 3) respekt för mänskliga rättigheter och
- 4) bekämpning av korruption och mutor” (BfL 3a kap. 2 § mom. 1).

Företagen ska enligt Bokföringslagens 3a kap. 2 § rapportera information i den mån att konsekvenserna från den bokföringsskyldiges verksamhet kan förstås. Dessutom stadgas att rapporten ska uppta en beskrivning över de verksamhetsprinciper som företagen följer vid dessa frågor, resultaten av dem samt de viktigaste riskerna som är knutna till dem. Utöver detta ska företagen kort beskriva sin modell för affärsverksamhet och presentera de viktigaste icke-finansiella nyckeltalen. Det stadgas även att den bokföringsskyldiges revisor ska kontrollera att rapporten lämnats in och att den stämmer överens med bokslutet. (BfL 3a kap. 2 §)

Enligt den diskuterade lagen (BfL 3a kap. 2 §) får de företag som är skyldiga att rapportera sin icke-finansiella verksamhet, själva välja hur de rapporterar informationen. Exempelvis Global Reporting Initiative (GRI), som redan nämndes, är ett alternativ för den lagenliga rapporteringen och kommer att presenteras noggrannare i följande kapitel. Lagen fungerar enligt följ eller förklara-principen, vilket innebär att företag kan låta bli att rapportera något ifall de har en grundad anledning till detta.

## 2.2 Teoretisk referensram

---

föregående räkenskapsperioden:

1) balansomslutning 20 000 000 euro, 2) omsättning 40 000 000 euro, 3) genomsnittliga antalet anställda under räkenskapsperioden 250 personer.

### 2.2.1 Agent–principal-teorin

Agent–principal-teorin eller agentteorin beskriver relationen mellan två parter, varav den ena parten, agenten, agerar för den andra parten, det vill säga principalen (Ross 1973). Ett vanligt exempel som studerats mycket är relationen mellan ett företags verkställande direktör och ägaren eller ägarna av ett företag (Eisenhardt 1989). Agentteorin fokuserar på två problem i relationen mellan agenten och principalen. Det första är situationer där agentens och principalens målsättningar är motstridiga och det är svårt eller dyrt för principalen att övervaka agenten. Det andra problemet handlar i sin tur om fördelningen av risken, närmare bestämt skillnaden mellan agentens och principalens riskaptit. I agentproblemet finns två risker som ofta behandlas, *moral hazard* och *adverse selection*. Med *moral hazard* menas att agentens insats inte når upp till det som agenten och principalen kommit överens om. *Adverse selection* handlar om att principalen och agenten har olika mängd information (Eisenhardt 1989)

Subramaniam (2006) lyfter fram att agentproblemet blir värre då informationsasymmetri finns, informationsasymmetri betyder att den ena parten har mera information än den eller de andra. Agenten är oftast den som har mera information till sitt förfogande, eftersom agenten är mera direkt inblandad i företagets verksamhet (Subramaniam 2006). Enligt de Klerk et al. (2015) finns det baserat på agentteorin en informationsasymmetri i företag då ägare och ledning är separerade. Aktieägarna behöver enligt dem information om dels potentiella risker i förhållande till exempelvis hållbarhet, dels hur företagets ledning agerar för att minska riskerna (de Klerk et al. 2015). Healy och Palepu (2001) hävdar att rapportering av icke-finansiell information kan minska informationsasymmetrin mellan investerare och ledningen, vilket i sin tur kan minska osäkerheten om framtida risker och framgångar.

Vidare menar de att ett annat motiv för frivillig rapportering av information, är att sänka kapitalkostnaderna, eftersom investerare kan kräva högre avkastning ifall information om potentiella risker inte finns (Healey & Palepu 2001). Även enligt Reverte (2016) minskar CSR-rapportering informationsasymmetrin och därmed risken för *adverse selection*. Däremot lyfter Reverte (2016) fram att eftersom rapportering av icke-finansiell information är frivillig, kommer företag inte att rapportera om hållbarhet ifall

den förväntade nyttan överväger kostnaderna. Vilket är något som bestämmelser om obligatorisk rapportering kan tänkas påverka och därmed vidare minska asymmetrin.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att agentteorin erbjuder ett ramverk för att förstå och analysera förhållanden inom organisationer, där en part delegerar beslutsfattandet till en annan part (Subramaniam 2006). Enligt Subramaniam (2006) har redovisningsforskning kring agentteorin fokuserat främst på utvärdering av prestationer och olika problem gällande kontroll, som ledningens incentiv och beteende. På grund av detta har agentteorin blivit ett verktyg för att utforma och förutspå lednings- och organisationsresultat vad gäller redovisningsinformation och praxis. (Subramaniam 2006)

### **2.2.2 Legitimitetsteori**

Enligt Deegan (2006) måste man för att förklara legitimitetsteorin först förstå konceptet legitimitet ur företagets synvinkel. Deegan använder sig av en definition av Lindblom (1994; se Deegan 2006) som beskriver legitimitet i organisationssammanhang som ett tillstånd som existerar när en organisations värderingar sammanfaller med värderingarna för ett större socialt system, som organisationen är en del av. När en olikhet i värderingarna existerar mellan parterna, uppkommer ett hot mot organisationens legitimitet. Med tiden förändras samhällets värderingar i takt med att attityder förändras, och vad som inte ansetts legitimt kan vid en annan tidpunkt vara legitimt och tvärtom. Samma gäller för olika områden som till exempel olika länder, som har olika kultur och normer. (Deegan 2006)

Enligt Deegan (2006) antar legitimitetsteorin att åsikterna om ett rimligt förenat samhälle styr organisationernas beteende. Legitimitetsteorin beaktar inte strukturella skillnader eller klasskillnader i samhället, något som teorin har kritiserats för. Teorin är en positiv teori, vilket betyder att man med teorin endast försöker förklara organisationers beteende men inte ta ställning till hur de borde handla. Teorin har även många likheter med andra teorier, som till exempel intressentteorin och institutionsteorin. Likheterna mellan legitimitetsteorin och intressentteorin diskuteras mera i följande kapitel, där intressentteorin presenterar noggrannare. (Deegan 2006)

Enligt Deegan (2006) publicerar organisationer allmänt tillgängliga publikationer för att tillföra organisationen legitimitet, speciellt då något skett som kunde underminera organisationens legitimitet. Legitimitetsteorin är en de mest använda teorierna för att förklara frivilliga sociala och miljömässiga rapporter enligt Mousa och Hassan (2015), som har gjort en litteraturöversikt över ämnesområdet. Legitimitet är ett viktigt koncept då man analyserar relationen mellan företag och deras omgivning. Mousa och Hassan (2015) beskriver legitimitetsteorin som ett konceptuellt ramverk som är baserat på ett socialt och utbytbart förhållande mellan företagen och samhället. (Mousa & Hassan, 2015)

### 2.2.3 Intressentteori

I intressentteorin är ledningens roll enligt Shankman (1999) att hitta balansen mellan alla de olika intressenternas intressen. Han påpekar vidare att balansen i själva verket är det enda sättet för ett företag att försäkra sin överlevnad. Det styrande villkoret i intressentteorin är att företag måste skapa mervärde för sina intressenter, både ekonomiskt och i övrigt, för att kunna fortsätta sin verksamhet. Trots detta krav för företagets fortlevnad är intressentteorin i grund och botten baserad på företagets moralskyldigheter gentemot intressenterna. (Shankman 1999)

En fråga som har diskuterats mycket under de senaste åren är om företag ska organiseras och vara ansvariga endast för att maximera aktieägarnas vinster eller även för att möta andra intressenters krav (Shankman 1999). Alam (2006) påpekar att teorier som effektiva marknadsteorin, förespråkar en så kallad win-win-situation, där hela samhället drar nytta av att organisationer väljer rätt strategier. Synvinkeln att företag endast ska fokusera på aktieägarna har kritiserats som trångsynt och att den inte tar alla intressenter i beaktande eller till och med behandlar dem illa. Idén till intressentteorin har kommit från Freemans (1984; se Alam 2006) bok *Strategic management: A stakeholder approach*. (Alam 2006)

Som nämnt har intressentteorin (*stakeholder theory*) mycket gemensamt med legitimitetsteorin (*legitimacy theory*). Båda ser på organisationen som en del av ett

bredare socialt system, där organisationen påverkar och blir påverkad av olika andra grupper i samhället (Deegan 2006). En skillnad mellan teorierna är att medan legitimitetsteorin fokuserar på samhällets förväntningar i sin helhet, är intressentteorin fokuserad på en särskild del av samhället, det vill säga intressenterna. Eftersom en organisation har olika intressentgrupper som har olika åsikter, accepterar intressentteorin vidare att flera sociala avtal förhandlas till skillnad från legitimitetsteorins tanke om ett kollektivt avtal med hela samhället. (Deegan, 2006)

Enligt Baric (2017) ledde ökningen av sociala och miljörelaterade bekymmer bland just intressenterna till att konceptet *corporate social responsibility* (CSR) uppkom på 1950-talet och har ökat i popularitet sedan dess. Vidare tar Baric (2017) upp att antalet intressenter, både interna och externa, som baserar sina beslut på hållbarhetsfaktorer har ökat. Många företag försöker nå fördelar med hjälp av differentiering genom olika typers hållbarhetshandlingar. För att detta ska vara möjligt måste ledningen identifiera vilka intressenternas intressen är och kommunicera effektivt med dem. Att agera hållbart kan ha många olika fördelar för företaget, som till exempel ökad konsumentlojalitet, förbättrat rykte, ökad motivation bland anställda och långsiktig lönsamhet. (Baric 2017)

## 3 Tidigare forskning

---

I kapitlet presenteras relevant tidigare forskning inom ämnesområdet. Studierna är indelade i studier som undersökt om obligatorisk hållbarhetsrapportering och studier som undersökt om frivillig rapportering. I slutet av kapitlet sammanfattas de presenterade studiernas resultat och metoder. Med stöd av sammanfattningen och de teorier som presenterades i föregående kapitel formuleras hypoteserna för denna avhandling.

---

### 3.1 Introduktion

Som tidigare nämnts har relationen mellan hållbarhetshandlingar och företagens marknadsvärde studerats flitigt redan under en längre tidsperiod. Resultaten har dock varierat inom ämnesområdet, även om det verkar som att mera tyder på rapporteringens positiva inverkan. De varierande resultaten kan, som även tidigare konstaterats, bero bland annat på att olika forskningsmetoder använts, samt att objektiv data om hållbarhetsprestationer är svårt tillgänglig (Moneva och Cuellar 2009).

Enligt Moneva och Cuellar (2009) stöder redan tidiga händelsestudier (*event studies*) inom ämnet påståendet att rapportering påverkar marknadsvärdet positivt på kort sikt. I dessa studier (Hill & Schneeweis 1983, Blacconiere & Patten 1994, Patten & Nance 1998; se Moneva & Cuellar 2009) har företagens marknadsvärde studerats vid olika negativa händelser som exempelvis oljeolyckor och rättegångsbeslut. Resultaten visar att de negativa påverkningarna av händelserna varit mindre för de företag som rapporterat om möjliga risker på förhand, jämfört med dem som inte kommunicerat riskerna. (Moneva & Cuellar 2009)

Syftet med denna avhandling är att undersöka hur obligatorisk hållbarhetsrapportering påverkar företagens marknadsvärde, en fråga som studerats en del men inte alls i samma omfattning som frivillig rapportering. På grund av detta presenteras i detta kapitel både undersökningar som fokuserat på frivillig och obligatorisk rapportering. De studier som forskat frivillig rapportering har valts utifrån att de använder samma metod som



används i denna avhandling. Först kommer forskning som är inriktat på obligatorisk rapportering att presenteras och sedan studier kring frivillig rapportering.

### 3.2 Forskning kring obligatorisk rapportering

Moneva och Cuellar (2009) har studerat sambandet mellan rapportering av miljöinformation och företagens marknadsvärde i Spanien. De har studerat två olika tidsperioder, för att jämföra mellan frivillig och obligatorisk rapportering i spanska börslistade företag. Studiens tidsperiod sträcker sig i sin helhet från 1996 till 2004. Perioden har valts att omfatta sex år när rapporteringen inte varit kontrollerad och tre år när rapportering varit obligatorisk. I Spanien blev det år 2002 obligatoriskt för företag år att framföra miljörelaterad information i årsredovisningen. Moneva och Cuellar (2009) utgår från att regleringen kunde föra med sig en större en grad av enhetlighet inom rapporteringen och även en minimirapporteringsnivå. (Moneva & Cuellar. 2009)

I sin studie mäter Moneva och Cuellar (2009) företagens miljöprestation genom att analysera deras rapporter som ingår i årsredovisningarna. Fem olika parametrar används för prestation. Två dummyvariabler, *POLICY* som betecknar om företaget har implementerat en formell policy gällande miljöaspekter, och *EMS* som betecknar om företaget har något formellt ledningssystem för att styra miljöfaktorer. Förutom dessa används tre finansiella mått för att mäta prestationen, *ASSET* som står för rapporterade miljötillgångar eller miljöinvesteringar, *COST* som står för kostnaderna för miljöhandlingar och *PROVISION* som indikerar möjliga miljörelaterade skulder och provisioner. (Moneva & Cuellar 2009)

Från samplets data kunde man se hur rapportering av de olika variablerna hade ökat under tidsperioden som undersökts. Ifall man jämför år 1996 med det sista året i studien, det vill säga 2004, kan man se en tydlig ökning på alla fem variabler. Exempelvis *POLICY*-variabeln som 1996 var rapporterad i cirka 32 % av sampelgruppens årsredovisningar, rapporterades av närmare 73 % av företagen år 2004. Även *COST*-variabeln som hade den lägsta procentandelen år 1996, med 2,3%, nådde år 2004 upp till cirka 34 %. Anmärkningsvärt är dock att fyra av fem variabler hade det

högsta värdet för rapportering år 2002 när de nya bestämmelserna trädde i kraft och att andelarna sjunkit efter det. (Moneva & Cuellar 2009)

Den empiriska modellen som Moneva och Cuellar. (2009) använder sig av är baserad på Ohlsons (1995) värderingsmodell för marknadsvärde. För att minska effekten av skillnader i företagens storlek, har variablerna dividerats med summan av företags totala tillgångar. Dessutom för att vidare kontrollera om storleken på företagen eller deras branschers miljö känslighet påverkar sambandet har två dummyvariabler inkluderats i ekvationen. En som skiljer mellan miljö känsliga och icke-miljö känsliga företag samt en som särskiljer stora och små företag. Branscher som i denna forskning anses vara miljö känsliga är bland annat olje-, energi-, transport- och pappersindustrin. Avgränsningen mellan små och stora företag har gjorts utifrån marknadsvärdet, de företag som har ett börsvärde som överstiger samplets medeltal anses vara stora och de som har ett värde under medeltalet betecknas som små. (Moneva & Cuellar 2009)

Resultaten från forskningen visar att POLICY- och EMS-variablerna inte har någon inverkan på marknadsvärdet. Moneva och Cuellar (2009) lyfter fram att det är frivilligt att rapportera dessa variabler, men att det är sedvanligt för spanska företag att rapportera dem och att de behandlar oftast positiva saker. De finansiella variablerna har enligt forskarna en negativ inverkan på företagens marknadsvärde. Däremot är resultatet motsatt då man endast granskar företag som tillhör miljö känsliga branscher. Inom dessa branscher hade både POLICY- och EMS-variabeln en signifikant positiv påverkan på marknadsvärdet. Enligt forskarna värderar investerarna alltså denna typ av information från företag i miljö känsliga branscher. Enligt resultaten värderar marknaden större företag högre än de mindre företagen. I jämförelsen mellan perioderna visar det sig att de finansiella måtten på hållbarhetshandlingar har en signifikant koppling till marknadsvärdet efter 2002. Det är något som tyder på att spanska investerare värderar den obligatoriska rapporteringen mera än den frivilliga. Sambandet var signifikant positivt med variabeln ASSET men signifikant negativt med variablerna COST och PROVISION. Forskarna summerar resultaten och hävdar att investerarna har ökat fokus på obligatorisk hållbarhetsrapportering och att de bestraffar i ökande mån hållbarhetshandlingar som minskar intäkter men belönar långsiktiga hållbarhetsinvesteringar. (Moneva & Cuellar 2009)

Även Ioannou och Serafeim (2017) har forskat inom obligatorisk rapportering, de har forskat i fyra olika länder som haft reglering redan före 2010-talet: Kina, Danmark, Malaysia och Sydafrika. De samlade data från före och efter implementeringen av regleringar och jämför dem med två kontrollgrupper: USA och hela världen. Enligt dem kan bestämmelser om obligatorisk rapportering ha både positiva och negativa sidor. Å ena sidan kan transparensen öka men å andra sidan kan företag som har bra hållbarhetsnivå bestraffas av att alla rapporterar lika och det blir svårare och dyrare att sticka ut, även om man skulle förtjäna det. Vidare påpekar forskarna att mera reglering inte automatiskt leder till ökad rapportering, eftersom de flesta regleringar fungerar enligt följd eller förklara principen. (Ioannou och Serafeim 2017)

Tillvägagångssättet som Ioannou och Serafeim (2017) använder beskrivs som en *differences-in-differences* jämförelse av rapportering före och efter regleringen, för både fokusgruppen och kontrollgrupperna. De använder sig av en teknik som heter ”propensity score matching” för att försäkra att kontrollgrupperna speglar fokusgruppen så bra som möjligt. Matchandet görs utifrån sex variabler: storlek (mätt i omsättning), lönsamhet (mätt i ROA), skuldsättningsgrad, Tobin’s Q, hållbarhetsrapportering och industri (finansiell eller icke-finansiell sektor). Den närmaste motsvarigheten för fokusgruppens företag från kontrollgrupperna väljs med hjälp av dessa variabler. Bestämmelser om obligatorisk rapportering har tagits i bruk år 2006 i Malaysia, 2007 i Kina, 2007 i Danmark och 2009 i Sydafrika. För att vidare identifiera regleringens inverkan på hållbarhetsrapporteringen använder Ioannou och Serafeim (2017) minstakvadratsmetoden (*Ordinary least square, OLS*). (Ioannou och Serafeim 2017)

Ioannous och Serafeims (2017) resultat visar att företagen i länder med reglering ökade signifikant rapporteringen efter att regleringen trädde ikraft. Vidare ökade jämförbarheten och trovärdigheten i rapporteringen. Sambandet mellan ökad reglerad rapportering och måttet Tobin’s Q var även positivt. Enligt dem kan regleringen resulterat i kostnader för vissa företag men allmänt verkar det som att effekten från regleringen varit värdeskapande och inte värdeminskande. (Ioannou och Serafeim 2017)

### 3.3 Forskning kring frivillig rapportering

### 3.3.1 Negativt samband eller blandade resultat

Hassel, Nilsson och Nyquist (2005) har studerat hur miljömässig prestation har påverkat marknadsvärdet på börslistade företagen i Stockholm. Studien omfattar en tidsperiod från 30 juni 1998 till 30 september 2000. Tanken bakom deras forskning är att endast finansiell information inte kan förklara företagens marknadsvärde och därför menar de att företagens marknadsvärde speglar företagens finansiella prestation och deras miljömässiga prestation. Enligt Hassel et al. (2005) kan man öka den finansiella informationens värder relevans genom att använda den tillsammans med miljöinformation. (Hassel et al. 2005)

Hassel et al. (2005) beskriver två tävlande synsätt på hur hållbarhetshandlingar påverkar företagens marknadsvärde. Det kostnadsfokuserade synsättet (*cost-concerned*) och värdeskapande synsättet (*valuecreation*). Det kostnadsfokuserade synsättet hävdar att hållbarhetshandlingar endast för med sig kostnader och därmed påverkar resultatet och vidare marknadsvärdet negativt. Det värdeskapande synsättet menar däremot att CSR är ett sätt för företagen att öka sin konkurrensfördel och därmed förbättra resultaten och öka marknadsvärdet på företagen. (Hassel et al. 2005)

Studiens data är samlad från tre huvudkällor: Trust Database av Bonnier-Findata, som är en databas över aktieinformation; bolagens kvartalsrapporter, som användes för att samla in bokslutsdata och miljödata från CaringCompany Research Ab. CaringCompany, som har konstruerat ett prestationsmått för miljöprestation som används i undersökningen som mått för CSR. Den modell som CaringCompany använder är baserad på 23 olika kriterier som är grupperade i fem kategorier. Dessa är *environmental objectives and strategy*, *implementation of environmental processes*, *production-related environmental issues*, *product related environmental issues* och *service company-related issues*. CaringCompany analyserar och poängsätter företagen med stöd av officiella dokument, som års- och kvartalsrapporter samt direkt kontakt med företagen. CaringCompany har utvärderat företag på kvartalsnivå sedan 30 juni 1998, vilket är orsaken till att tidsramen för studien börjar från år 1998. Efter att ha exkluderat en del bolag som inte hade tillräcklig information om bokförings- eller marknadsdata, blev samplet i studien 337 kvartalsobservationer. (Hassel et al. 2005)

Hassel et al. (2005) använder i sin studie en modifikation av Ohlsons (1995) värderingsmodell för att mäta marknadsvärdet på företagen. Modifikationen har gjorts eftersom Ohlsons normala modell innehåller avvikande intäkter (*abnormal earning*) som variabel, och enligt Hassel et al. (2005) kan man inte på ett allmänt accepterat sätt uppskatta avkastningskraven för företagen. På grund av detta har de omformulerat modellen enligt två tidigare studier (Collins 1999 och Lin & Walker 2000; se Hassel), att istället inkludera marknadsvärde med dividend medräknat. Vidare läser den modifierade formeln bokvärde i början av perioden plus periodens resultat, istället för det ursprungliga bokvärdet i slutet av perioden plus avvikande intäkter. De har även inkluderat en variabel för att kontrollera för storleken på företagen. (Hassel et al. 2005)

Resultaten från studien av Hassel et al. (2005) tyder på att hållbarhetsinformation har värder relevans för investerare, det vill säga att marknadsvärdet kan förklaras bättre med hjälp av finansiell och hållbarhetsrelaterad information. Ytterligare har Hassel et al. (2005) nått ett resultat som visar att sambandet mellan hållbarhetsinformationen och marknadsvärdet är negativt, vilket enligt dem är i enlighet med det så kallade kostnadsfokuserade synsättet som nämnts tidigare. Enligt det kostnadsfokuserade synsättet är kostnaden för höga nivåer av hållbarhetshandlingar stor och påverkar därför företagets värde negativt. Hassel et al. (2005) skriver att sambandet har blivit starkare över tidsperioden som studerats, vilket kan anses betyda att marknaden i allt högre grad har fokuserat på information om hållbarhetshandlingar men även i större omfattning bestraffat dem. (Hassel et al. 2005)

Enligt Hassel et al. (2005) indikerar dessa resultat att företag som är högt rankade inom hållbarhet inte är högt värderade av investerare, då allt annat är lika. De lyfter dock fram att samplet i studien är litet och tidsperioden i undersökningen är relativt kort. Dessutom är hållbarhetsmättet nytt. Av dessa anledningar påminner de att det krävs aktsamhet när man tolkar och generaliserar resultaten från forskningen. I diskussionen nämns även att resultatet är inkonsekvent jämfört med tidigare studier, särskilt forskning som utförts i USA. På grund av det tycker forskarna att det som nästa steg vore intressant att undersöka EU-kontext vidare, med utgångspunkt i olika hållbarhetsmått och jämförelser utöver landsgränser. (Hassel et al. 2005)

Bowerman och Sharma (2016) har undersökt sambandet mellan hållbarhetsrapportering (CSR, *corporate social responsibility disclosure*) och företagens marknadsvärde i Storbritannien och Japan. Studiens mål är att undersöka huruvida investerare anser hållbarhetsrapportering vara relevant och ifall de inkluderar informationen i sina analyser. De påpekar att eftersom hållbarhetsrapportering är frivilligt, skulle man förvänta sig att företagen får något ut ur det eller annars skulle de inte rapportera. Bowerman och Sharma (2016) använder sig av agent-principal-teorin för att förklara företagens motiveringar bakom frivillig hållbarhetsrapportering. Informationsasymmetri orsakar oklarheter i investerarnas analyser om framtida inkomster och kassaflöden. Risker för så kallad *adverse selection* för investerarna ökar, investerarna kan övervärdera företagen på grund av ofullständig information. Denna risk ökar investerarnas avkastningskrav och effektivt kan sänka priset investerarna är färdiga att betala. (Bowerman & Sharma, 2016)

Den första av hypoteserna som Bowerman och Sharma (2016) presenterar lyder ”Högre nivå av hållbarhetsrapportering förväntas vara associerat med högre marknadsvärden på eget kapital” (Bowerman & Sharma, 2016). Deras andra hypotes är att sambandet är starkare för företag inom miljö känsliga branscher. Enligt en KPMG (2008, se Bowerman & Sharma 2016) rapport som lyfts fram i studien är både Japan och Storbritannien bland topländerna inom hållbarhetsrapportering. Av de hundra största företagen i Japan och Storbritannien hållbarhetsrapporterar 93 % och 91 % i respektive land. Bowerman och Sharma (2016) påpekar att rapportering är frivilligt i båda länderna, men man kunde tro att det finns en orsak till varför största delen av de stora bolagen rapporterar och även mindre bolag börjar följa deras exempel. (Bowerman & Sharma, 2016)

I studien används två separata datasampl ett från Storbritannien, som innehåller 91 företag och det andra från Japan, som innehåller 85 företag. Hållbarhetsdata är samlat från KPMG:s ”International Survey of Corporate Responsibility Reporting” från 2008. I rapporten har KPMG samlat information om hållbarhetsrapportering av de hundra största företagen i 22 länder mellan 2007 och 2008. Två mått för hållbarhetsrapportering används, en poängsättning och en dummyvariabel som betecknar ifall företaget rapporterar enligt GRI-ramverket. I poängsättningen inkluderas tio kategorier som gav företagen poäng och en maxpoängsmängd på 87 poäng. Bland kategorierna fanns bland

annat miljöstrategi, intressent engagemang, rapportering och styrning. Finansiella informationen är samlad från databasen Compustat Global. Totalt nio företag från Storbritannien exkluderades för bristfällig finansiell information och 15 Japanska företag exkluderades för samma anledning. (Bowerman & Sharma 2016)

Metoden som Bowerman och Sharma (2016) använder är den samma som även Hassel et al. (2005) använt i sin studie, det vill säga en modifikation av Ohlsons (1995) värderingsmodell. Enligt modellen är marknadsvärdet för ett företag vid en tidpunkt lika med bokvärdet på företagets eget kapital, residualvinst och annan värderrelevant information. Som Hassel et al. (2005) har Bowerman och Sharma (2016) använt sig av vinst istället för residualvinst. Detta eftersom residualvinst skulle kräva att företagets avkastningsförväntningar är allmänt kända, vilket inte är praktiskt möjligt. (Bowerman & Sharma 2016)

Beskrivande statistiken från Storbritannien visar att medelaktiepriset låg på 23,454 och medianen på 5,456. Aktiepriserna var mellan 0,19 och 340,56, vilket tyder enligt Bowerman och Sharma (2016) på att samplet är positivt skevt. Deskriptiva statistiken över de andra finansiella variablerna tyder även på skevhet. För hållbarhetsvariablerna gäller att medelvärdet på kompositvariabeln *COMP* ligger på 30,33 och medianen på 30, GRI-variabeln har ett medelvärde på 0,374. Det Japanska samplet var även positivt skevt när det gäller finansiell data. Hållbarhetsvariabeln *COMP* har ett medelvärde på 34,341 och median på 36, GRI hade ett medelvärde på 0,835 vilket är tydligt högre än värdet för Storbritannien. (Bowerman & Sharma 2016)

Resultaten från Bowermans och Sharmas (2016) studie tyder på att investerare i Storbritannien anser hållbarhetsinformation vara värderrelevant, medan investerarna i Japan inte gör det. I samplet med företag från Storbritannien, ökade förklaringsgraden från 0,089 till 0,12 (*COMP*) och 0,149 (*GRI*). Detta tillsammans med att koefficienterna för båda hållbarhetsvariablerna var positiva stöder forskarnas hypotes nummer ett, om att hållbarhetsrapportering är kopplat med högre marknadsvärde. Även den andra hypotesen får stöd i detta sampel. Förklaringsgraden ökar ytterligare då en variabel som betecknar miljö känsliga branscher läggs till. (Bowerman och Sharma 2016)

För det Japanska samplet däremot visade det sig att förklaringsgraden hölls på samma nivå för alla regressioner. Vidare är koefficienterna för hållbarhetsvariablerna negativa, dock inte statistiskt signifikanta. Detta gäller även för regressioner som provade för skillnader mellan miljö känsliga branscher. Resultaten från Japan stöder därmed inte forskarnas hypoteser. (Bowerman & Sharma 2016)

Enligt Bowerman och Sharma (2016) är de motstridiga resultaten intressanta, speciellt med tanke på att både Japans och Storbritanniens största bolag vari ledare inom hållbarhetsrapportering. Skillnaden i resultaten kan möjligtvis härstamma från samplens olikheter. Även om hållbarhetsrapportering är frivilligt i både Japan och Storbritannien, är kraven för listade Japanska företag högre gällande miljö och sociala aspekter. Enligt forskarna verkar det som att Japanska investerare beaktar finansiell hållbarhetsinformation som ges ut bland den finansiella informationen, men de bryr sig inte i samma mån som brittiska investerare om själva hållbarhetsrapporterna. (Bowerman & Sharma 2016)

### **3.3.2 Positivt samband**

I deras undersökning har De Klerk och De Villiers (2012) undersökt ifall investerarna beaktar hållbarhetsrapportering i deras värdering av företagens eget kapital och därmed ifall hållbarhetsrapporteringen har värder relevans inom investerarnas beslutsprocess i Sydafrika. De lyfter fram att eftersom rapporteringen främst handlar om frivillig rapportering, torde det finnas en nytta för företagen eller skulle företagen inte engagera sig inom hållbarhetsrapportering. Liksom Hassel et al (2005) menar de Klerk et al (2012) att man möjligtvis kan förklara marknadsvärderingarna bättre med att beakta på både finansiell information och hållbarhetsrapportering, istället för endast den finansiella informationen. De Klerk et al. (2012) bygger sina hypoteser på agentteorins argument om informationsasymmetri i investerarnas riskanalyser. Deras hypotes är därmed att CSR påverkar positivt på aktiepriset, eftersom det minskar informationsasymmetrin. För att undersöka detta använder de Klerk et al. (2012) sig av en modifierad version av Ohlsons (1995) värderingsmodell, som är mycket använd inom denna typs forskning.



Två dataset har använts i undersökningen, första är från KPMG och innehåller hållbarhetsdata från 2008 för Sydafrikas 100 största företag från, mätt med omsättning. Forskarna har valt denna databas på grund av att det är den enda heltäckande databasen från en oberoende källa. Databasen innehåller information från årsberättelser, särskilda hållbarhetsrapporter och företagens nätsidor. De Klerk et al. använder två mått för CSR i undersökningen, det första är ett mått var olika delar av KPMG:s rapport slagits ihop till ett. Måttet beaktar allmän miljöbetingad strategi, intressenternas engagemang, koncernens styrningssystem, rapportering, styrning, klimatförändring, logistikkedja (*supply chain*), ansvarsfull investering, försäkringsåtgärder (*assurance*), användning av GRI-riktlinjerna och nivån av GRI-riktlinjerna. Det andra måttet för CSR är en dummyvariabel som betecknar ifall företagen rapporterar enligt GRI-ramverket eller ej. Det andra datasetet som används i forskningen är från *The McGregor BFA*-databasen och innehåller ekonomisk information om de företag som är inkluderade i samplet. Från de 100 företagen som var inkluderade i KPMG:s rapport, exkluderas vissa företag av diverse orsaker, som till exempel att företaget är olistat eller rapporterar i någon annan valuta Sydafrikas lokala valuta ZAR. Efter dessa uteslutningar blir det slutliga samplet att innehålla 67 företag. Forskarnas hypotes är att hållbarhetsrapportering har en signifikant och positiv inverkan på företagens marknadsvärde. (de Klerk et. al 2012)

Metoden i undersökningen är samma som Hassel et al. (2005) utvecklat och använt sig av, som baserar sig på Ohlsons (1995) värderingsmodell. De Klerk et al (2012) använder sig därmed även av marknadsvärde plus dividend, som ersätter avkastningskravet som Ohlsons modell är baserat på. Däremot till skillnad från Hassel et al (2005) använder de Klerk et al (2012) i sin undersökning två skilda mått för CSR, en poängsättning utifrån KPMG:s rapport samt en dummyvariabel som kännetecknar användning av GRI-ramverket. Ekvationen görs skilt med båda CSR-variablerna. En annan olikhet är att företagen i samplet har även kategoriserats till miljö känsliga och icke-miljö känsliga, för att se om värder relevansen påverkas av miljö känsligheten på branschen. De branscher som anses vara miljö känsliga är gruvdrift, olja och gas, kemikalier och skogsbranschen. (de Klerk et al. 2012)

Resultaten från de Klerk et al (2012) undersökning tyder på att hållbarhetsrapportering ger värder relevant information till marknaden och att högre nivåer av hållbarhetsrapportering är sannolikt relaterat till högre marknadsvärde för företagen.

Dessa resultat stöder deras hypotes. Däremot är resultaten ofullständiga i frågan om miljö känsliga företag behandlas olika av marknaden, när det är handlar om hållbarhetsrapportering. Deras slutsats är inte att nivån av hållbarhetsrapportering orsakar marknadsvärdet, utan att hållbarhetsinformationen är en del av data som marknaden använder för att värdera företagen. Vidare lyfter de fram att endast 16 av samplet var kategoriserat som miljö känsligt, vilket gör för ett litet sampel i frågan om hur miljö känslighet påverkar. De föreslår att man kunde inkludera flera branscher, som till exempel läkemedels-, alkohol- och vadslagningsindustrierna. Slutligen konstaterar de att, i likhet med tidigare studier, visar deras resultat inte kausalitet, utan snarare korrelation mellan variablerna. Med hjälp av teori kan man dock hitta motiveringar för att antyda möjligheten av kausalitet, i det här fallet använde de Klerk et al (2012) sig av argumentet att investerare reagerar på brist av information genom att anta det värsta. Detta leder i sin tur till lägre priset, medan mer information kan leda till höjda priser. (De Klerk et al 2012)

De Klerk och de Villiers har tillsammans med van Staden (2015) senare forskat ämnesområdet även i Storbritannien. Enligt forskarna är Storbritannien ett intressant område för denna typs forskning eftersom det är ett av de ledande länderna inom hållbarhetsrapportering. Vidare syftar de till en KPMG rapport (KPMG 2008, se de Klerk et al. 2015) som menar att ökad nivå av hållbarhetsrapportering kan bero på kommande lagstadgade krav för rapportering. I Storbritannien godkändes år 2006 ny lagstiftning som kräver att hållbarhetsinformation i viss mån måste rapporteras, särskilt i relation till miljö aspekter, anställda och samhällliga ärenden. Tidsperioden som de Klerk et al. (2015) undersökt är 2007–2008, men rapporterna i forskningen är frivilliga eftersom den nya lagstiftningen trädde ikraft först senare. (de Klerk et al. 2015)

Tidigare forskning i form av frågeformulär och intervjuer, visar enligt de Klerk et al. (2015) att miljö information, som är en del av hållbarhetsinformationen av intresse för investerare och kan därmed tolkas ha en betydelse för deras beslutsprocess. Brittiska investerare svarade enligt De Villiers och Van Staden (2010) i dessa att de vill ha miljö information för det första för att företagen ska ansvara för deras miljö påverkan och för det andra att de behöver eller skulle behöva informationen för sin beslutsprocess. De Klerk et al. (2015) argumenterar att informationsasymmetrin mellan företagsledningen och investerarna, motiverar företagsledningen att frivillig rapportera mera än

lagstiftningen kräver. De lyfter fram att tidigare forskning visar att investerare som inte har tillgång till information som de behöver, möjligtvis antar det värsta och värderingen sjunker. Alternativt kräver investerare möjligen högre avkastning på investeringen. Företagsledningens belöning är ofta i någon mån bunden till aktievärdet, vilket i enlighet med agentteorin, ger företagsledningen motiv för att rapportera om hållbarhet eftersom det ökar marknadsvärdet. Med stöd av detta är de Klerk et al. (2015) hypotes nummer ett att ”Högre nivåer av hållbarhetsrapportering är associerat med högre aktiepris” (de Klerk et al. 2015). Den andra hypotesen är att sambandet i hypotes ett, är även starkare då företagen agerar i miljö känsliga branscher. (de Klerk et al. 2015)

Forskningens slutliga sampel innehåller 89 av de 100 största företagen i Storbritannien mätt i omsättning, elva företag exkluderades på grund av ofullständig information gällande aktiepris eller annan finansiell information. Finansiella data är hämtat från et dataset, som är sammanställt av KPMG. Till skillnad från de flesta andra studierna inom ämnesområdet, har de Klerk et al. (2015) även inkluderat företag från bank- och försäkringsbranscherna. För att kontrollera för skillnader som kan bero på branschernas särskilda karaktär, genomfördes ytterligare test med kontrollvariabler. Variablerna som kontrolleras för är storlek i form av totala tillgångar och skuldsättningsgrad. Som redan ovan nämnts är tidsperioden som de Klerk et al. (2015) studerat 2007–2008 (de Klerk et al. 2015)

Hållbarhetsdata är också samlat av KPMG och innehåller data från skilda hållbarhetsrapporter, företagets nätsidor och årsredovisningar. De Klerk et al. (2015) beskriver att KPMG har en pålitlig databas som innehåller information om världens 250 största företag samt de hundra största företagen i 22 olika länder. I studien används tre olika mått för hållbarhet, första är *Comp* som är ett poängantal med teoretiskt maximivärde på 87 och beräknas av bland annat faktorer som miljöstrategi, ansvarsfull investering, styrning och klimatförändring. Det andra måttet är *GRI*, som är en dummyvariabel som betecknar om företaget använder sig av GRI-standarderna och det tredje är *GRI\_level* som betecknar i vilket utsträckning företaget använder GRI-rapportering med ett värde från 1–6. Både *GRI* och *GRI\_level* är även komponenter i *Comp*-variabeln. (de Klerk et al. 2015)

Modellen som de Klerk et al. (2015) är även en modifierad version av Ohlsons (1995) värderingsmodell. De Klerk et al. (2015) förklarar att Ohlsons (1995) modell är baserad på antagandet att marknadsvärdet på ett företag består av bokvärdet av företaget, tillsammans med finansiell information och annan icke-finansiell information. För att kunna nå sina mål, har de Klerk et al. (2015) gjort tre modifikationer till modellen. Modifikationerna har gjorts enligt studien av Hassel et al (2005) som presenterats tidigare. Dessutom gjordes additionella tester där det även kontrollerades för vissa bakomliggande faktorer som storleken på företaget och skuldsättningsgrad. (de Klerk et al. 2015)

Resultaten av studien genomförd av de Klerk et al. (2015) stöder hypotes nummer ett, det vill säga att hållbarhetsrapportering har ett positivt och statistiskt signifikant samband med marknadsvärde under perioden som undersökts. Vidare verkar sambandet vara starkare för företag som fungerar på miljökänsliga branscher, vilket stöder den andra hypotesen. Slutsatsen är att hållbarhetsinformation tillsammans med finansiell information förklarar marknadsvärdet bättre än endast finansiell information. Det betyder att investerare kan hitta relevant information i hållbarhetsrapporter och på andra sidan att företagen möjligtvis kan öka sitt marknadsvärde med satsningar i hållbarhetsrapportering. Resultaten från regressionen som kontrollerade för storlek och skuldsättningsgrad är i linje med resultaten från ovan nämnda regression. (de Klerk et al. 2015)

Lika som Moneva och Cuellar (2009) har även Reverte (2016) undersökt hållbarhetsrapporteringens påverkan på marknadsvärde, bland spanska listade bolag. Samplet i denna studie består av bolag som tillhör IBEX35-indexet, som består av de 35 största bolagen listade på börsen i Madrid. Till skillnad från Moneva och Cuellar (2009), är fokus i Revertes (2016) studie endast på frivillig rapportering. Reverte (2016) presenterar tre hypoteser för sin studie, den första är att hållbarhetsrapportering är positivt och signifikant relaterat till aktiepriset och bidrar med värderrelevant information. Den andra hypotesen är att hållbarhetsrapportering påverkar indirekt på aktiepriser genom att moderera värderrelevansen av den finansiella informationen. Hypotes nummer tre är att högre nivåer av hållbarhetsrapportering påverkar företag i miljökänsliga branscher mera än företag som inte tillhör miljökänsliga branscher. (Reverte 2016)

Som CSR variabel i sin studie använder Reverte (2016) OCSR:s (Observatory on Corporate Social Responsibility) värdering för företagen. OCSR gör innehållsanalyser till företagens årsberättelser, hållbarhetsrapporter och andra relevanta rapporter. Utifrån rapporterna, poängsätter OCSR företagen med en skala från 0 till 4. Denna poängsättning beskriver hur mycket företaget rapporterar om sin CSR. OCSR:s värderingssystem beaktar rapporter som är gjorda enligt något av fem olika ramverk eller principer, som exempelvis *GRI* eller *AA1000 Accountability Principles*. (Reverte, 2016)

Metoden i Revertes (2016) studie är den samma som de Klerk et al. (2015) har använt i sin forskning, vilket betyder att även den är baserad på Ohlsons (1995) modell. För att kontrollera för storleken på företagen, är modellen modifierad att fungera på aktienivå. I studien kontrolleras även för skillnaden mellan företag i miljökänsliga och icke-miljökänsliga branscher. Bland miljökänsliga branscher finns till exempel oljebranschen, gruvdrift och kemikalieindustrin. (Reverte 2016)

Resultaten från studien av Reverte (2016) tyder på att hållbarhetsrapporter är värderingsrelevanta, företag med högre nivåer av hållbarhetsrapportering verkar även ha högre aktiepriser. Detta stöder hypotes nummer ett och tyder vidare på att man kan minska informations asymmetrin med hållbarhetsrapportering. Även den andra hypotesen får stöd från Revertes (2016) resultat, hållbarhetsrapportering verkar också påverka indirekt på den finansiella informationens värderingsrelevans. Den tredje hypotesen som handlade om att jämföra miljökänsliga branscher med icke-miljökänsliga, får också stöd. Aktiepriset av företag inom miljökänsliga branscher påverkas enligt resultaten mera än företag i icke-miljökänsliga branscher. Hållbarhetsinformationen ger enligt Reverte (2016) information som ger investerarna bättre möjlighet att analysera riskerna i företag, vilket i sin tur leder till högre värdering av företagens aktier. (Reverte 2016)

I Finland har ämnesområdet undersökts av Schadewitz och Niskala (2010), som utförde en studie bland finska listade bolag. Samplet i studien är bolag som är listade på huvudbörsen i Helsingfors och tidsperioden som studerats är 2002–2005. De lyfter fram att Finland har en tradition av högklassig finansiell rapportering enligt Lindahl och Schadewitz (2008, se Schadewitz & Niskala 2010). Med högklassig nivå menas bland

annat pålitlig och transparent rapportering, vilket ger enligt forskarna en pålitlig startpunkt för värderingen. (Schadewitz & Niskala 2010)

Under forskningsperioden fanns det ingen reglering gällande rapportering av icke-finansiell verksamhet i Finland. Schadewitz och Niskala (2010) lyfter dock fram att GRI är ett väl etablerat verktyg inom frivillig rapportering och att Finland är ett av toppländerna inom hållbarhetsrapportering. Enligt dem kan resultaten från denna studie potentiellt generaliseras inom kontexten av andra nordeuropeiska länder, eftersom i dessa länder följer man den så kallade *Code law* -systemet i bokföringen. (Schadewitz & Niskala 2010)

Under forskningsperioden ökade antalet GRI-rapporter från sju rapporter år 2002 till 15 rapporter 2005. Av alla rapporter hade 37 procent blivit externt granskade för relevans och trovärdighet. För att få en bild av rapporteringskvaliteten hos företagen som följer GRI-principerna, har forskarna analyserat företagens placeringar i tre olika tävlingar över rapporteringskvalitet. De tre källorna för detta var H&H Webranking, *Best Investor Webpages Competition* av tidskriften *Talouselämä* och *Company disclosure and Financial reporting Competition* av OMX Nordic. Med stöd av deras analys placerade GRI-rapporterande företagen generellt bra i dessa jämförelser. (Schadewitz & Niskala 2010)

Metoden som Schadewitz och Niskala (2010) använder sig av är baserad på Ohlsons residualvinstmodell. Marknadsvärdet för företaget är en funktion av bokvärdet av eget kapital, residualvinst och hållbarhetsinformation. Residualvinsten beräknas genom att subtrahera normala avkastningskravet för perioden från nettovinsten. I enlighet med Hassel et al. (2005) används GRI-rapporten som den icke-finansiella informationen i funktionen. I slutliga formeln beräknas den naturliga logaritmen av marknadsvärdet och av det avkastnings baserade företagsvärdet, som är en funktion av bokvärdet för perioden, residualvinsten och bokvärdet för föregående period. Logaritm används för att minska extrema värdenas påverkan på resultatet. (Schadewitz & Niskala 2010)

På grund av att den använda metoden inte tillåter negativ residualvinst för företaget, eliminerades 9% av det originella samplet. Den slutliga mängden observationer blev därmed 276, med fördelningen 35 GRI-observationer och 241 andra observationer. I

avkastningsberäkningarna använde forskarna sig av Finlands tioårs statsobligationers avkastning som den riskfria avkastningen. Det finansiella data var samlat från Thomson Financial Services –databas. (Schadewitz & Niskala 2010)

Resultaten från Schadewitz och Niskalas (2010) studie stöder synpunkten att finansiella informationen endast delvis kan förklara marknadsvärdet. Vidare tyder resultaten på att GRI-rapporterna har värderelevant information och att GRI-rapportering har påverkat rapporterade företagens marknadsvärde positivt. Eftersom det i långa loppet är bättre för företaget att aktiepriser speglar värdet av företaget, är det lönsamt för företag att engagera sig i hållbarhetsrapportering i kontexten av årsberättelser. Forskarna lyfter även fram behovet för reglering i framtiden när efterfrågan för dessa rapporter ökar. Slutligen tar Schadewitz och Niskala (2010) upp att eftersom endast en liten del av finska listade bolag är aktiva inom hållbarhetsrapportering, kommer framtida forskning att vara nyttigt.

### **3.4 Sammanfattning av tidigare studier**

Liksom i början av kapitlet konstaterades är resultaten från tidigare studier inte fullt entydiga. Exempelvis har Hassel et al. (2005) som forskat ämnet i Sverige och Schadewitz och Niskala (2010) som forskat i Finland kommit fram till olika resultat. Enligt Hassel et al. (2005) påverkar hållbarhet negativt på marknadsvärde och enligt Schadewitz och Niskala (2010) positivt. Båda har dock kommit fram till att hållbarhetsinformation är värderelevant för investerare. Anmärkningsvärt är också att även dock studierna är publicerade med fem års mellanrum, är tidsperioderna relativt nära varandra. Hassels (2005) studie sträckte sig från 1998–2000, medan Schadewitz och Niskala (2010) forskat perioden 2002–2005.

De flesta studier har kommit fram till att hållbarhetsrapportering är värderelevant, oberoende om sambandet är negativt eller positivt. Den enda studien som funnit hållbarhetsinformation irrelevant för investerare är den av Bowerman och Sharma (2016). Deras resultat tyder på investerare i Japan inte använder hållbarhetsrapporter i deras värdering av företagen. Resultaten från Storbritannien i samma studie är däremot i linje med de andra artiklarna och hållbarhetsrapportering anses värderelevant.

Den största likheten mellan de presenterade studierna är forskningsmetoden. Alla utom en använder sig av en metod som är byggd utifrån Ohlsons (1995) värderingsmodell, det finns dock små skillnader i hur man applicerat modellen. Studierna har valts dels för att metoden i denna avhandling även kommer att byggas med stöd av Ohlsons (1995) modell. Skillnader mellan studierna finns särskilt i hur hållbarhet har mätts. Vissa, som Schadewitz och Niskala (2010) samt DeKlerk et al. (2012) har båda i sina studier använt GRI-rapportering som mått för CSR. Andra, som Hassel et al. (2005) och Reverte (2016) har använt olika tredjeparts databaser eller liknande för att analysera CSR. I en del studier har flera mått eller kombinationer av mått använts för CSR, till exempel både GRI-dummyvariabel och poängsättning, som till exempel de Klerk et al. (2015).

Aktiepriset som används i studierna måste vara tillräckligt mycket efter perioden, så att företagen hinner rapportera sina resultat och investerarna hinner beakta informationen. Hassel (2005) använde i sin studie kvartalsobservationer och aktiepriset som användes var från tio dagar efter att kvartalet hade slutat. Samma dag som hållbarhetsinformation som Hassel et al. (2005) använde i sin studie publicerades. De andra studierna har forskat i ämnesområdet på årsnivå. De Klerk et al. (2012 & 2015) har till exempel beaktat aktiepriset den sista dagen, tre månader efter att perioden slutat. Medan Reverte (2016) använder aktiepriset sex månader efter att rapporteringsperioden slutat. Reverte (2016) förklarar att spanska företag brukar publicera sina hållbarhetsrapporter senare än sina finansiella rapporter, oftast mellan tre och sex månader efter att rapporteringsperioden slutat.

Studierna som presenterades är från olika delar av världen, dock främst från Europa. Nordisk kontext har forskats av Hassel et al. (2005) i Sverige och av Schadewitz och Niskala (2010) i Finland. De flesta studier har fokus på ett land, medan Ioannou och Serafeim (2017) använder sig av data från flera olika länder. De jämförde observationer från Kina, Sydafrika, Danmark och Malaysia, som har haft reglering gällande hållbarhetsrapportering i bruk redan en längre tid, med kontrollföretag från resten av världen (Ioannou & Serafeim 2017). Även Bowerman och Sharma (2016) har undersökt sambandet i mer än ett land, då de i sin studie forskat företag i Japan och Storbritannien.

Tabell 1: Sammanfattning av studierna



<b>Forskare</b>	<b>Rapportering</b>	<b>Metod</b>	<b>Resultat</b>
<b>Moneva &amp; Cuellar (2009)</b>	Obligatorisk	Modifikation av Ohlsons modell	Icke-finansiell CSR inte värderrelevant, men finansiell CSR värderrelevant. Värderrelevans ökat i och med regleringen.
<b>Ioannou och Serafeim (2017)</b>	Obligatorisk	Differences-in-differences, OLS	Reglering har lett till förbättrad rapportering och positivt samband med Tobin's Q.
<b>Hassel, Nilsson och Nyquist (2005)</b>	Frivillig	Modifikation av Ohlsons modell	Hållbarhetsinformation är värderrelevant, men negativt samband med marknadsvärde.
<b>Bowerman &amp; Sharma (2016)</b>	Frivillig	Modifikation av Ohlsons modell	Hållbarhetsinformation värderrelevant i Storbritannien, men inte värderrelevant i Japan.
<b>De Klerk och De Villiers (2012)</b>	Frivillig	Modifierad version av Ohlsons modell	Hållbarhetsrapportering värderrelevant.
<b>De Klerk, de Villiers och van Staden (2015)</b>	Frivillig	Modifierad Ohlsons modell	Hållbarhetsrapportering har positivt samband med marknadsvärdet, starkare inom miljökänsliga branscher.
<b>Reverte (2016)</b>	Frivillig	Modifierad Ohlsons modell	Informationen är värderrelevant och sambandet positivt med aktiepris. Starkare samband inom miljökänsliga branscher.
<b>Schadewitz och Niskala (2010)</b>	Frivillig	Modifikation av Ohlsons modell	Hållbarhetsinformationen är värderrelevant och positivt samband med marknadsvärde.

Tabell 1: Sammanfattning av studierna

### 3.5 Hypotesbildning

Så gott som alla studier som presenterades i föregående kapitel har nått slutsatsen att CSR-rapportering är värderrelevant för investerare. Det enda undantaget var Bowremans och Sharmas (2016) resultat från Japan. Enligt forskarna har Japan striktare krav gällande rapportering av miljö- och sociala aspekter i samband med finansiella rapporterna, vilket kan delvis förklara att skilda hållbarhetsrapporter inte innehar lika mycket värde (Bowerman & Sharma 2016). Utifrån de tidigare studiers resultat, antas därför i denna avhandling att hållbarhetsrapportering är värderrelevant för investerare. Hassel et al. (2005) definierar i sin studie värderrelevans som förmågan av finansiell eller icke-finansiell information att förklara informationen som påverkar marknadsvärdet av kapital. Ifall hållbarhetsinformation har värderrelevans, betyder det att företagens marknadsvärde kan förklaras bättre med en kombination av finansiell och icke-finansiell information.

I frågan om huruvida rapporteringen påverkar positivt eller negativt på företagens marknadsvärde var resultaten inte lika entydiga, men resultaten i de flesta studier tyder på att hållbarhetsrapportering korrelerar positivt med marknadsvärde. Det vill säga att investerare värderar företag som är engagerade i hållbarhetsrapportering högre. Så gott som alla studier hade dock i sina hypoteser anteciperat att sambandet är positivt. Enligt Healy och Palepu (2001) kan hållbarhetsrapporteringen ge information om framtida risker eller annan nyttig information, som minskar på informationsasymmetrin i ett agent-principal förhållande. Utifrån tidigare forskning och med stöd från principal-agent-teorin lyder den första hypotesen därmed:

*H1: Sambandet mellan hållbarhetsrapportering och företagets marknadsvärde är positivt under hela forskningsperioden*

Den andra och tredje hypotesen är formad utifrån tidigare forskning kring obligatorisk rapportering, särskilt Moneva och Cuellar (2009) som fann sambandet starkare när rapporteringen var obligatorisk. Vidare ökade rapporteringens kvalitet enligt Ioannou och Serafeim (2017) då rapporteringen var reglerad. Bättre kvalitet på informationen borde öka värderrelevansen och minska därmed informationsasymmetrin. Rapporter som är reglerade i lagstiftning kunde även uppfattas mera legitima och även företag som inte är tvingade enligt lag kan bli pressade till att rapportera av sina intressenter.

Lagstiftning lär även leda till bättre utgångspunkt för att jämföra företag sinsemellan, vilken kunde minska asymmetrin vidare.

*H2: Hållbarhetsrapportering är värderrelevant för investerare under perioden med bestämmelser om obligatorisk rapportering*

*H3: Sambandet mellan hållbarhetsrapportering och företagets marknadsvärde är positivt och starkare under perioden med bestämmelser om obligatorisk rapportering än tidigare perioder*

## 4 Metod och data

---

I detta kapitel presenteras metodologin, med hjälp av vilken avhandlingens forskningsfråga ska besvaras. Hypoteserna presenteras och diskuteras, liksom även datainsamlingsmetoden och valet av sampel. Frågor som varför metoden har valts, vilka steg tagits för att bekräfta data och för vilka bakomliggande faktorer kontrolleras resultaten, kommer att besvaras i detta avsnitt.

---

### 4.1 Kvantitativ studie

Kvantitativa studier är det vanligaste sättet att forska inom ämnesområdet, något man kan märka till exempel från metoderna i de tidigare studierna, presenterade i föregående kapitel. Enligt Bryman och Bell (2011) används kvantitativa studier i regel för att prova teori, medan kvalitativa studier oftast genererar teori. I kvantitativa studier används mått och den kännetecknas av kvantifiering i samlande och analys av data. Synen på omvärlden är även ofta olika i kvantitativa studier jämfört med kvalitativa. I kvantitativa studier ser man samhället som en extern, objektiv realitet. (Bryman & Bell 2011)

Huvudstegen i kvantitativ forskning i en ideal situation skulle enligt Bryman och Bell (2011) innehålla elva steg. Kort beskrivet är första steget utveckling av teori, följt av hypotesbildning, val av forskningsdesign och forskningsföremål, process av data följt av analys av data. Sist att utveckla resultaten och skriva ut diskussionen, efter det går man tillbaka till första steget. Att fullt följa denna ordning är enligt Bryman och Bell (2011) rätt så osannolikt, men de anser att modellen beskriver kvantitativ forskning bra. (Bryman & Bell 2011)

### 4.2 Forskningsuppgift

Forskningsuppgiften i denna avhandling är att undersöka hur hållbarhetsrapportering påverkar företagets marknadsvärde på finska marknaden. Beaktar investerarna hållbarhetsrapporterna, det vill säga är rapporterna värder relevanta. Ifall de beaktas, har rapporterna påverkat företagets värde positivt eller negativt?

Av särskilt intresse är hur sambandet ser ut år 2017–2018, då lagförändringen om obligatorisk rapportering för större bolag trädde ikraft. Som tidigare nämnt är kraven för att anses vara ett stort företag i lagens ögon en omsättning över 40 miljoner euro, balansomslutning över 20 miljoner euro och en genomsnittlig personal på 500 personer. I och med att en stor del av börsens företag är tvungna att rapportera om hållbarhet, kunde man tänka sig att även företag som inte måste rapportera kommer att ha en höjd motivation gentemot rapportering.

### 4.3 Metod

I värder relevansstudier inom redovisning forskas sambandet mellan redovisningsinformation och marknadens värdering av företag, informationen sägs påverka investerarnas värderingar och därmed företagets marknadsvärde (Bowerman & Sharma 2016). Vidare antas det allmänt enligt Hassel et al. (2005) att flera olika intressenter är intresserade i hållbarhetsinformation. Värder relevansen av hållbarhetsinformation bestäms med att analysera hur hållbarhet reflekteras i investerarnas förväntningar om framtida kassaflöden (Hassel et al. 2005).

Forskningsmetoden i denna avhandling är baserad på den som Hassel et al. (2005) utvecklat och som har använts som grund i flera av de tidigare studierna som presenterades (exempelvis de Klerk et al. 2012, de Klerk et al. 2015 och Reverte 2016). Metoden är utvecklad utifrån Ohlsons (1995) värderingsmodell, som har sin utgångspunkt i att relationen mellan marknadsvärdet och bokvärde samt vinst är positiv. Enligt Hassel et al. (2005) utgår modellen från vissa antaganden, till exempel antas marknadsvärdet vara nuvärdet av alla framtida dividender och vidare antas den så kallade *clean surplus*- relationen gälla. Modellen ser i sin grundform ut enligt följande:

$$MV_{ft} = \alpha_0 EK_{ft} + \alpha_1 V_{ft} + I\varepsilon_{ft}$$

Enligt modellen är marknadsvärdet för ett företag lika med bokvärdet av eget kapital, finansiell information om avkastning och annan icke-finansiell information. Denna modifierade version av Ohlsons modell är enligt Barth och Clinch (2009) mycket använd i värder relevansstudier. I formeln betecknar  $MV_{ft}$  marknadsvärdet för företag  $f$

vid tidpunkten  $t$ ,  $\alpha_0 EK_t$  står för bokvärdet av eget kapital för företag  $f$  vid tidpunkten  $t$ ,  $\alpha_0 V_{ft}$  avkastningen för företag  $f$  för period  $t$  och  $I$  betecknar den icke-finansiella informationen (Bowerman & Sharma 2016). Eftersom denna avhandling har som syfte att mäta hur hållbarhetsrapportering påverkar företagets marknadsvärde, specificeras variabeln för icke-finansiell information till att mäta hållbarhet. I denna studie omformuleras även ovannämnda formel även i enlighet med de Klerk et al. (2015) och Reverte (2016), till aktieprisnivå för att minska skillnader mellan företag som beror på företagets storlek.

$$P_{ft} = \beta_1 EKpA_{ft} + \beta_2 VpA_{ft} + \beta_3 GRI + \varepsilon_{ft}$$

I ovannämnda formel står  $EKpA$  för eget kapital per aktie och  $VpA$  står för företagets resultat per aktie, medan  $\varepsilon$  är en feltermen för regressionen. Variabeln som står för icke-finansiell information är nu namngett till  $GRI$ , som är en dummyvariabel för att beteckna huruvida ett företag rapporterar om sina hållbarhetshandlingar enligt GRI-ramverket. Enligt de Klerk et al (2015) kan relationen vara annorlunda i företag som gått på förlust och därför har de exkluderat företag som haft negativt resultat eller eget kapital. På grund av detta har företagen som gjort förlust exkluderats även i denna avhandling.

För perioden 2017–2018 kommer en additionell dummyvariabel användas för att beteckna ifall företaget enligt lagstiftningen måste rapportera icke-finansiell information. Med hjälp av variabeln ska skillnader mellan företag som är tvungna att rapportera och företag som inte direkt rörs av lagstiftningen undersökas. I likhet med Schadewitz och Niskalas (2010) studie används naturliga logaritmerna av aktiepris, bokvärdet på eget kapital och periodens resultat i regressionerna. Logaritmer används för att minska påverkan av möjliga extremvärden (Schadewitz och Niskala 2010). Själva regressionsmodellerna presenteras i detalj senare i detta kapitel.

#### 4.4 Datainsamling

Samplet som valts för denna undersökning består av företag listade på huvudbörsen i Helsingfors (NASDAQ Helsinki). I undersökningen inkluderas från början alla företag,

förutom de som tillhör bank- eller finansbranschen. Dessa företag lämnas oftast bort inom liknande studier, på grund av deras särskilda reglering och typ.

Företagens bokföringsinformation samlas in främst från företagens egna allmänt tillgängliga publikationer som årsredovisningar och årsberättelser. Aktiedata kommer att sökas från Nasdaq Helsinki:s nätsida. Global Reporting Initiatives nätsida och databaser används, för att samla information om GRI-rapporterna. Tidsperioden som ska undersökas är åren 2015–2018, vilket inkluderar två år innan lagstiftningen om icke-finansiell rapportering kom i kraft, samt två följande år då rapportering varit obligatorisk. Eftersom boksluten för 2018 är de nyaste tillgängliga rapporterna vid denna tidpunkt, kan tidsperioden inte förlängas till att inkludera flera år efter att lagändringen trätt i kraft.

I och med tidsperioden är det möjligt att jämföra en två års tidsperiod (2015–2016) före lagändringen med en två års tidsperiod (2017–2018) efter ändringen, för att se hurdan effekt lagen har haft. I den senare perioden ska även jämföras företagen som enligt lagen måste rapportera med dem som inte är tvungna. Av företagen listade på börsen i Helsingfors uppfyller cirka 70 stycken kraven och är därmed pliktade att rapportera i enlighet med lagens krav. Den vanligaste orsaken varför large och mid cap företagen inte var tvungna att rapportera, var att deras genomsnittliga personal var under 500 personer. Bland mindre företag fanns det naturligtvis flera företag som inte heller uppfyllde omsättnings eller balansomslutningens gränsvärden. Informationen om huruvida företagen uppfyller lagens krav är samlad för hand från företagens bokslut.

Aktieinformationen för vart och ett år kommer att samlas från NASDAQ Helsinki hemsidan. Aktienpriset som används i regressionsmodellen kommer att vara slutpriset från sista vardagen fyra månader efter att perioden slutat. Det betyder slutet av april varje år, vilket under forskningsperioden faller datumet mellan 28.4 och 30.4. Ett undantag till detta är att ett företag använder en räkenskapsperiod som slutar 31.10. och för deras del är aktiepriset från slutet av februari. Tidpunkten har valts utifrån att bokföringslagen kräver att bokslut upprättas inom fyra månader och hållbarhetsrapporterna publiceras allmänt samtidigt, vilket betyder att de är publicerade och intressenter kan således agera utifrån informationen i dem. För företag som listat flera än en aktie, används den aktien som det finns flera av.

Metoden kräver att företagens resultat och eget kapital är positivt. På grund av detta exkluderas en del företag helt och hållet på grund av att antingen resultat eller eget kapital varit negativt. Medan för andra företags del betyder det att vissa års observationer exkluderas. En del företag på huvudlistan på börsen i Helsingfors rapporterar i annan valuta än euro (EUR), främst svenska kronor (SEK). För dessa företag har deras eget kapital och resultat räknats om till euro i enligt bokslutsdagens kurs för eget kapital och enligt periodens medelkurs för resultatet.

Hållbarhetsinformationen kommer att samlas dels från Global Reporting Initiatives Sustainability Disclosure Database (SDD) och delvis från företagens egna rapporter. Alla rapporter som publicerats 2018 och 2019 (dvs. rapporter som behandlar år 2017 och 2018) finns inte ännu i databasen, på grund av att samlandet av rapporter är pågående (SDD 2020). På grund av detta används SDD-databasen och företagens egna rapporter för att samla data om hållbarhetsrapportering för rapporteringsåren 2017 och 2018. För rapporteringsåren 2015 och 2016 används data från endast SDD-databasen.

#### **4.5 Reliabilitet och validitet**

Enligt Bryman och Bell (2011) förklarar reliabilitet följdriktigheten av måttet på ett koncept. Tre faktorer används ofta för att överväga ifall ett mått är tillförlitligt: stabilitet, intern reliabilitet och konsekventhet mellan observatörer. Stabilitet handlar om huruvida måtten är stabila över tid, vilket enligt Bryman och Bell betyder att ifall man gör samma test på nytt, ska resultaten ha liten variation. Med den interna reliabiliteten menas att skalorna eller indexen är konsekventa. Den tredje faktorn, det vill säga konsekventhet mellan observatörer betyder att ju subjektivare måtten är desto sannolikare att konsekventhet mellan olika observatörer drabbas. (Bryman & Bell 2011)

Ifall man funderar kring måtten i denna avhandling, kunde man tänka sig att särskilt mått som vinst och eget kapital har hög reliabilitet. De är stabila, objektiva och kan inte påverkas enskilda observatörer. Ekonomin kan givetvis gå upp och ner men i relation till aktiepriset, torde måtten vara stabila. GRI-rapportering kan utvecklas över tid och vad som anses vara en komplett GRI-rapport idag kanske inte uppfyller kraven i



framtiden. Subjektivitet finns det trots det inte så mycket plats för och GRI som ett av de populäraste rapporteringsramverk som finns kan anses tillförlitligt. Överlag kan man anse att empirin i denna avhandling kan göras om på ett jämförbart sätt. Data är allmänt tillgängligt och metoden är utförligt förklarad.

Med validitet menas hur bra ett mått faktiskt mäter det koncept den används till. I denna avhandling används en dummyvariabel för GRI-rapportering som mått för hållbarhetsrapportering. Som tidigare konstaterats är GRI det mest använda ramverket för hållbarhetsrapportering i världen och är därför ett motiverat val i detta syfte. Måttet har även använts i tidigare forskning. En analys av rapporternas innehåll skulle möjligtvis ha högre validitet men å andra sidan skulle det högst antagligen vara mera subjektivt. Att använda något index eller en bedömning uppgjord av en tredje part skulle också vara ett alternativ, tyvärr finns inte tillgång till något passande mått vid denna tidpunkt.

Eftersom syftet med denna avhandling inte är att mäta ifall företag som rapporterar enligt ett väl etablerat ramverk uppfattas vara värda mera, inte om hållbara företag är värda mera. Därmed är måttet för hållbarhet ändamålsenligt för denna avhandling, även om måttet inte direkt beaktar kvaliteten eller innehållet av rapporterna. Givetvis kan det vara att vissa företag rapporterar hållbarhet i lika hög grad, men på ett annat sätt än GRI och de räknas inte i denna studie med som hållbarhetsrapporterande företag. GRI är dock det mest använda rapporteringssättet så enstaka missar i denna mån borde inte förvränga helheten.

## 4.6 Regressionsmodellerna

Metoden är, som redan nämnt, en modifikation av Ohlsons (1995) värderingsmodell. Den har använts i flera liknande studier tidigare, med olika modifikationer. I denna avhandling används samma metod som tidigare använts av till exempel de Klerk et al. (2015) och Reverte (2016). Bokvärdet på eget kapital och periodernas vinster har räknats om till per aktienivå, för att minska effekten av företagets storlek (de Klerk et al. 2015, Reverte 2016) Logaritmer används för att minska inverkan av extremvärden, i likhet med Schadewitz och Niskalas (2010) studie. Alla regressionsanalyser är utförda i

statistikprogrammet SPSS. De utfördes skilt för hela forskningsperioden (2015–2018) och för perioden då bestämmelser över obligatorisk rapportering av icke-finansiell information varit i kraft (2017–2018) och jämförelseperioden (2015–2016).

Som i de flesta av de tidigare studierna (t.ex. DeKlerk et al. 2015 och Bowerman & Sharma 2016), används i denna avhandling flera olika regressioner för att mäta sambandet. Den första av dessa (1) mäter hur bra endast finansiell information, det vill säga bokvärdet på eget kapital och periodens resultat förklarar marknadsvärdet. Den andra (2) regressionen mäter hur bra marknadsvärdet kan förklaras med att kombinera både finansiell och icke-finansiella data. I tredje (3) regressionen kontrolleras för påverkan av lagstiftningen med en dummyvariabel som betecknar ifall företaget är tvingat att rapportera icke-finansiell information enligt lagstiftning. Den tredje regressionen används endast för perioden 2017–2018 då regleringen av icke-finansiell rapportering har varit ikraft. Regressionernas formler presenteras och definitionerna ges nedan:

$$(1) LN(P_{ft}) = \beta_0 + \beta_1 LN(EKpA_{ft}) + \beta_2 LN(VpA_{ft}) + \varepsilon_{ft}$$

$$(2) LN(P_{ft}) = \beta_0 + \beta_1 LN(EKpA_{ft}) + \beta_2 LN(VpA_{ft}) + \beta_3 (GRI_{ft}) + \varepsilon_{ft}$$

$$(3) LN(P_{ft}) = \beta_0 + \beta_1 LN(EKpA_{ft}) + \beta_2 LN(VpA_{ft}) + \beta_3 (GRI_{ft}) + \beta_4 (OB_{ft}) + \beta_5 (GRI_{ft} \times OB_{ft}) + \varepsilon_{ft}$$

Definitioner:

$P_{ft}$  = Aktiepriset för företag "f" vid tidpunkt "t"

$EKpA_{ft}$  = Bokföringsvärdet på eget kapital per aktie för företag "f" vid tidpunkten "t"

$VpA_{ft}$  = Vinst per aktie för företag "f" vid tidpunkten "t"

$GRI_{ft}$  = Dummyvariabel som betecknar om företaget rapporterar enligt GRI-ramverket

$OB_{ft}$  = Dummyvariabel för att beteckna om företaget måste rapportera enligt Bokföringslagen 3 a kap om "Icke-finansiell verksamhet"

$GRI_{ft} \times OB_{ft}$  = Dummyvariabel som tar värdet "1" ifall företaget måste rapportera hållbarhet enligt BfL och rapporterar enligt GRI-ramverket

$LN(x)$  = Naturliga logaritmen av "x".

$\varepsilon_{ft}$  = Regressionens felterm

## 5 Resultat

I kapitel fem presenteras resultaten från avhandlingens empiriska del. Först presenteras beskrivande statistik om det slutliga samplet, följt av resultaten från t-test och regressionsmodellerna. Resultaten kommer att visas i tabellformat och förklaras i den löpande texten.

### 5.1 Slutligt sampel och beskrivande statistik

Det slutliga samplet består av 362 antal observationer mellan år 2015 och 2018, samplet innehåller observationer från 112 olika företag. Av företagen har 148 (cirka 41 %) rapporterat hållbarhet enligt GRI-ramverket. Samplet för tidsperioden 2017–2018 består av totalt 183 observationer, varav 78 stycken (43%) rapporterar enligt GRI. Jämförelseperioden 2015–2016 har totalt 179 observationer, varav 39 % rapporterar hållbarhet enligt GRI-ramverket. Totalt 102 observationer har blivit exkluderade på grund av negativt eget kapital eller negativt resultat, under dessa fyra år.

Som tidigare konstaterats exkluderades även bank- och finansbranschens företag från samplet. Fördelningen av observationer mellan åren är även väldigt jämn, samplet innehåller mellan 88 och 95 observationer per år. Samma gäller för antalet exkluderade observationer per år, minst observationer exkluderades 2016 (22 stycken) och mest år 2018 (31 stycken).

2015-2018	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Pris	362	0,11	54,75	11,86	11,068
LN Pris	362	-2,18	4,00	1,98	1,137
EK/Aktie	362	0,06	35,21	6,08	6,247
LN EK/Aktie	362	-2,86	3,56	1,26	1,202
Vinst/Aktie	362	0,00	15,21	0,83	1,111
LN Vinst/Aktie	362	-6,56	2,72	-0,95	1,537
GRI	362	0	1	0,41	0,492

2015-2016	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Pris	179	0,11	54,75	11,52	10,862
LN Pris	179	-2,18	4,00	1,96	1,103
EK/Aktie	179	0,06	35,21	6,01	6,114
LN EK/Aktie	179	-2,86	3,56	1,27	1,165
Vinst/Aktie	179	0,00	15,21	0,84	1,339
LN Vinst/Aktie	179	-6,56	2,72	-0,96	1,527
GRI	179	0	1	0,39	0,489

2017-2018	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Pris	183	0,13	48,86	12,19	11,286
LN Pris	183	-2,04	3,89	1,99	1,173
EK/Aktie	183	0,07	34,81	6,15	6,390
LN EK/Aktie	183	-2,66	3,55	1,24	1,240
Vinst/Aktie	183	0,00	3,81	0,82	0,833
LN Vinst/Aktie	183	-6,15	1,34	-0,94	1,550
GRI	183	0	1	0,43	0,496
OBL	183	0	1	0,67	0,471
GRIxOBL	183	0	1	0,40	0,491

Tabell 2: Beskrivande statistik av datasampel

Som man kan se i tabellen så är de två periodernas statistik rätt så lika. Periodernas medelvärden och standardavvikelser är väldigt nära varandra för såväl eget kapital och vinst som aktiepris. Andelen företag som rapporterat enligt GRI-standarden har ökat efter att bestämmelserna om obligatorisk rapportering trätt ikraft, men endast med fyra procentenheter. Intressant är även att maxvärdet på aktie pris är högre under 2015-2016 perioden men medelvärdet på aktiepris är högre under perioden 2017-2018. Höga värdet på vinst per aktie för 2015–2016 beror på ett företags höga resultat som härrör från avslutade funktioner. Medeltalen och de logaritmerade värden är dock relativt lika för perioderna. Informationen om företagen

Ifall man jämför det slutliga samplets storlek med de tidigare studier som presenterades tidigare, är antalet observationer i linje med dem. Exempelvis Moneva och Cuellar (2009) hade i sin studie 396 observationer, dock från en längre period. Hassel et al. (2005) använde ett sampel på 407 observationer på kvartalsnivå, medan Schadewitz och Niskala (2010) hade i sitt sampel 276 observationer på årsnivå. Egentligen de enda som hade betydligt mindre sampel var de Klerk och de Villiers (2015) samt de Klerk et al. (2012), med 89 respektive 67 företag i sina sampel. Skillnaden förklaras dock med att båda studierna är genomförda med en tidsperiod på endast ett år.

## 5.2 T-test

T-test eller Student's T-test av W.S Gosset, publicerades ursprungligen i en artikel år 1908 under pseudonymen Student (Zabell 2008). Testet kan användas för att jämföra två olika samples medeltal (Boslaugh 2012). I denna avhandling jämförs företag som rapporterar enligt GRI-ramverket mot företag som inte gör det. På grund av detta har samplet i testet delats in i två grupper, beroende på ifall rapporterar enligt GRI-ramverket eller inte. För företag som rapporterar enligt GRI-ramverket tar variabeln GRI värdet 1 och för företagen som inte rapporterar är värdet 0. Resultaten från t-testet presenteras i tabellen nedan.

2015-2018	GRI	N	Mean	Sig. (2-tailed)	Mean Dif.	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pris	1	148	17,9963	.000	10,38114	12,65946	1,0406
	0	214	7,6151	.000	10,38114	7,26408	0,49656
LN Pris	1	148	2,597	.000	1,05164	0,84513	0,06947
	0	214	1,5454	.000	1,05164	1,1159	0,07628
EK/Aktie	1	148	9,1091	.000	5,12758	7,31577	0,60135
	0	214	3,9816	.000	5,12758	4,28906	0,29319
LN EK/Aktie	1	148	1,916	.000	1,11657	0,79586	0,06542
	0	214	0,7994	.000	1,11657	1,22418	0,08368

Vinst/Aktie	1	148	1,1666	.000	0,56907	0,9064	0,07451
	0	214	0,5975	.000	0,56907	1,17987	0,08065
LN Vinst/Aktie	1	148	-0,2473	.000	1,19362	1,06192	0,08729
	0	214	-1,4409	.000	1,19362	1,62463	0,11106

2017-2018	GRI	N	Mean	Sig. (2-tailed)	Mean dif.	Std. Deviation	Std.error mean
Pris	1	78	18,5254	.000	11,03733	12,30712	1,39351
	0	105	7,4881	.000	11,03733	7,63855	0,74545
LN Pris	1	78	2,6509	.000	1,15834	0,81674	0,09248
	0	105	1,4926	.000	1,15834	1,15541	0,11276
EK/A	1	78	9,3991	.000	5,66467	7,37137	0,83464
	0	105	3,7345	.000	5,66467	4,17235	0,40718
LN EK/Aktie	1	78	1,9435	.000	1,22829	0,8185	0,09268
	0	105	0,7152	.000	1,22829	1,24318	0,12132
Vinst/Aktie	1	78	1,2034	.000	0,67174	0,89763	0,10164
	0	105	0,5317	.000	0,67174	0,65158	0,06359
LN Vinst/Aktie	1	78	-0,2182	.000	1,26035	1,11539	0,12629
	0	105	-1,4786	.000	1,26035	1,61247	0,15736

Tabell 3: T-Test

Från tabellen kan man läsa att det finns tydliga skillnader mellan grupperna och att GRI-rapporterande företagen har i medeltal högre pris, eget kapital och resultat. Detta gäller för både normala värden och logaritmerade värden. Statistiskt sett är medelvärdena olika med 99 procents säkerhetsnivå. Detta förklaras av att företagen som använder sig av GRI-ramverket i sin hållbarhetsrapportering är i regel stora företag. Av samplets large cap företag rapporterar till exempel alla utom tre enligt GRI-ramverket år 2018. Ifall man jämför med mid cap företagen sjunker andelen till en tredjedel och av small cap företagen rapporterar endast ett enligt GRI-ramverket. Detta kan påverka resultaten av studien och måste beaktas när man tolkar resultaten och gör slutsatser.

### 5.3 Resultat från regressionsanalyserna

Resultaten från regressionsanalyserna som genomförts presenteras i tabellen nedan. Regressionerna (1) och (2) har utförts för alla tre tidsperioder, det vill säga 2015–2018, 2015–2016 och 2017–2018. Däremot har den tredje (3) regressionen provats endast under den sistnämnda perioden. Detta på grund av att den tredje regressionen testat för påverkan av bestämmelserna för obligatorisk icke-finansiell rapportering och bestämmelserna har endast varit ikraft från och med 2017. Resultaten från perioderna 2015–2016 och 2017–2018 jämförs med varandra, för att se ifall bestämmelserna om obligatorisk icke-finansiell rapportering påverkat sambandet mellan hållbarhetsrapportering och marknadsvärde.

2015-2018	(1)	(1) - Sig.	(2)	(2) - Sig.
Constant	1,565	0,000	1,527	0,000
LN EK/A	0,517	0,000	0,484	0,000
LN V/A	0,269	0,000	0,256	0,000
GRI			0,206	0,004
Adj. R square	0,720		0,726	
F value	465,565	0,000	319,439	0,000
N	362		362	

2015-2016	(1)	(1) - Sig.	(2)	(2) - Sig.
Constant	1,573	0,000	1,530	0,000
LN EK/A	0,518	0,000	0,496	0,000
LN V/A	0,260	0,000	0,264	0,000
GRI			0,145	0,134
Adj. R square	0,732		0,734	
F value	244,412	0,000	164,875	0,000
N	179		179	

2017-2018	(1)	(1) - Sig.	(2)	(2) - Sig.	(3)	(3) - Sig.
Constant	1,571	0,000	1,520	0,000	1,513	0,000



LN EK/A	0,524	0,000	0,473	0,000	0,466	0,000
LN V/A	0,248	0,000	0,247	0,000	0,253	0,000
GRI			0,266	0,014	0,586	0,051
OBL					0,044	0,725
GRIxOBL					-0,362	0,254
Adj. R square	0,707		0,716		0,714	
F value	221,017	0,000	153,616	0,000	92,084	0,000
N	183		183		183	

Tabell 4: Regressionsmodellernas resultat

### 5.3.1 Den första hypotesen

Den första regressionen (1) testar huruvida ekonomisk information, i form av periodens resultat (per aktie) och bokvärdet av eget kapital (per aktie) korrelerar med företags marknadsvärde (per aktie), det vill säga aktiepris. Från resultaten ser man att adjusted R square talet är mellan 70,7 % och 73,2 %, beroende på tidsperiod. Detta betyder att av variationen i aktiepris kan cirka 70 procent förklaras av variablerna resultat och bokvärde på eget kapital. Detta är ingen större överraskning eftersom all tidigare forskning som gjorts på detta sätt har visat liknande resultat (se t.ex. Hassel et al 2005, de Klerk et al. 2012 eller Reverte 2016). Resultatet tyder även på att finansiell prestation inte enskilt kan förklara företagens marknadsvärde, som exempelvis Hassel et al. (2005) lyfter fram i sin studie. Alla resultat från den första regressionen är statistiskt signifikanta på enprocentsnivå.

I regression (2) undersöks hur relationen ändrar då man lägger till en variabel för GRI-rapportering, det vill säga hur bra finansiell och icke-finansiell information kan förklara företagens marknadsvärde. Från resultaten till denna regression kan man läsa att förklaringsgraden för perioden 2015–2018 är 72,6 %, en ökning på 0,6 procentenheter från regressionen där endast finansiell information beaktades. För perioden 2017–2018 visar resultatet ett adjusted R square tal på 71,6 % (0,716), en ökning på 0,9 procentenheter till regression ett (1). När man ser på period 2015–2016 har ökningen i förklaringsgraden varit 0,2 procentenheter. Detta tyder på att hållbarhetsinformation är

värderrelevant för investerare, vilket på basen av tidigare studier var antaget inför denna avhandling.

När man går igenom resultaten i regression (2) för att besvara den första hypotesen, som var ”*Sambandet mellan hållbarhetsrapportering och företagets marknadsvärde är positivt under hela forskningsperioden*”, kan man se att GRI-variabeln har ett positivt samband med aktiepris (marknadsvärde) under alla tidsperioder. Dock är resultaten för perioden 2015–2016 inte signifikanta statistiskt. Eftersom resultaten för hela perioden (2015–2018) är positivt kan man anse att den första hypotesen får stöd av resultaten, även om resultaten för 2015–2016 inte var signifikanta. Dessa resultat är liknande som tidigare till exempel Schadewitz och Niskala (2010) och De Klerk et al (2015) kommit fram till i sina studier.

### 5.3.2 Den andra och tredje hypotesen

Den andra hypotesen var att hållbarhetsrapportering är fortsättningsvis värderrelevant efter att bestämmelserna om icke-finansiell rapportering tagits i bruk. Resultaten för regression (2) och samplet med tidsperioden 2017–2018 stöder denna hypotes. Förklaringsgraden ökar från 70,7 % till 71,6 % då man lägger till variabeln för GRI-rapportering. Enligt detta resultat ger GRI-rapportering värderrelevant information till aktiemarknaden också då rapporteringen är reglerad. Resultatet är i linje med tidigare forskning av till exempel Moneva och Cuellar (2009). Värderrelevansen är 2017-2018 även på den högsta nivån av alla undersökta perioder.

Den tredje hypotesen föreslog att sambandet mellan hållbarhetsrapportering och marknadsvärde är positivt under perioden med bestämmelser om obligatorisk rapportering och att sambandet är starkare än under jämförelseperioden. För att först besvara huruvida sambandet är positivt under undersökningsperioden 2017–2018, kan man se i tabellen under regression (2) att GRI-variabeln är positivt associerat med marknadsvärde. GRI-variabelns signifikans är en aning lägre än de andra variablerna, men betydligt under standardgränsvärdet och därmed kan konstateras att GRI-variabeln är signifikant på 5 procents signifikansnivå. Vad som kommer till den andra delen av hypotesen, det vill säga ifall sambandet är starkare under forskningsperioden än

jämförelseperioden, kan konstateras att fynden stöder även detta. GRI-variabelns värde är positivt under båda perioderna, men under den senare perioden är resultatet högre. Dessutom är signifikansen för resultatet år 2015–2016 betydligt lägre och inte innanför standardgränsvärdet, vilket innebär att resultatet inte är statistiskt signifikant. Sambandet år 2017-2018 är även mer positivt än under hela undersökningsperioden 2015-2018. Överlag kan man anse att även den tredje hypotesen får stöd från resultaten.

### 5.3.3 Övriga kommentarer

Den sista regressionen testade huruvida sambandet förändras ifall man lägger till en dummyvariabel som betecknar om företaget måste följa bestämmelserna om obligatorisk rapportering. Resultaten i denna regression visade sig vara statistiskt signifikanta endast för de finansiella variablerna. GRI-variabel, variabeln som betecknar ifall företag enligt lag måste rapportera om hållbarhet och variabeln som står kännetecknar företagen som måste rapportera enligt bestämmelserna och följer GRI-ramverket, alla hade signifikanser över standardgränsvärdet.

GRI-variabeln och variabeln för obligatorisk rapportering, tyder skilt på positiv verkan på marknadsvärde. Dock är resultaten som ovan poängterades inte statistiskt signifikanta. Dummyvariabeln som tar värdet 1 ifall företaget är obligerat att rapportera hållbarhet och gör det enligt GRI-ramverket, har i detta sampel en negativ verkan på marknadsvärdet.

## 6 Avslutande diskussion

---

I detta avslutande kapitel diskuteras resultaten, hur de kan tolkas och hur de kan jämföras med tidigare forskning. Även begränsningar i studien och tankar om framtida forskningsfrågor och riktningar inom ämnesområdet diskuteras.

---

### 6.1 Sammanfattande diskussion

Resultaten från denna studie tyder på att hållbarhetsinformation är värderrelevant för investerare. Något som även gäller för största delen av de tidigare studierna, särskilt de som forskat i europeisk kontext (se tex. Hassel 2005, de Klerk et al. 2012, Reverte 2016). Informationen som företagen kommunicerar i dessa rapporter har alltså värde för investerare på aktiemarknaden och de beaktar hållbarhetsinformation i sina värderingar av företagen. Hållbarhetsrapportering har även enligt resultaten en positiv inverkan på rapporterande företagens marknadsvärde. Hassel et al. (2005) presenterade två synsätt till CSR, det vill säga kostnadsfokuserade och värdeskapande, dessa resultat ger stöd för det värdeskapande synsättet. Resultaten stämmer överens med till exempel Schadewitz och Niskalas (2009) resultat från Finland men är tvärtom från vad Hassel et al. (2005) kom fram till i sin studie.

Regleringen verkar enligt avhandlingens resultat ha ökat hållbarhetsrapporteringens värderrelevans en aning. Skillnaden är inte enorm och man måste även beakta att såväl företag, som intressenter har varit medvetna om kommande reglering redan före den trätt ikraft. Förklaringsgraden ökade närmare en procentenhet när hållbarhetsinformation togs med i regressionen. Som konstaterat i hypotesbildningen, har reglering i tidigare forskning förknippats till högre kvalitet på rapporteringen (Ioannou & Serafeim 2017) och det kan potentiellt förklara ökningen i värderrelevansen. Det är även möjligt att intressenternas intresse för hållbarhetsrapporteringen har ökat i och med regleringen, vilket kunde även vara en förklarande faktor.

För företagen lönar det sig alltså att rapportera om hållbarhet och de flesta företag gör det också redan i någon form, antingen med lagstadgade motiveringar eller frivilligt. Hur frivilligt rapportering egentligen är kan dock ifrågasättas eftersom största delen av

till exempel huvudbörsen i Helsingfors måste rapportera av lagstadgade skäl, ökar garanterat pressen att rapportera för även de företag som inte enligt lagen måste göra det. Intressenterna vill ha mer information, vilket inte heller betyder endast aktieägare utan även till exempel kunder är ofta intresserade av hållbarhetsfrågor. Företagen som inte måste rapportera enligt lagen, men frivilligt rapporterar kan uppfattas som mera legitima.

GRI-ramverket är som konstaterat väldigt populärt i världen, i Finland är ramverket populärt särskilt bland stora företagen. Av så kallade Large cap bolagen (marknadsvärde över en miljard euro) på Nasdaq i Helsingfors, rapportera en stor majoritet i enlighet med GRI-ramverket år 2018. Det fanns bland dessa bolag endast ett som övergett GRI-rapportering under undersökningsperioden. Bolaget konstaterade att de valt att börja rapportera på eget sätt eftersom de ansåg att dessa bättre fångar upp deras verksamhet (Telia, 2019). Överlag verkar trenden vara mot att åtminstone stora företag följer kända ramverk i rapporteringen och nämner det stolt, det ökar legitimiteten av rapporten även om den inte skulle vara externt granskad.

En fråga som man kan då fundera på är ifall hållbarhetsrapporterande företagen upplevs bättre än företag som inte rapporterar på grund av hållbarhetsrapporteringen eller någon annan orsak. Särskilt GRI-rapportering verkar vara något som främst stora företag använder, vilket kan föra med sig olika bakomliggande faktorer. Större bolag kanske antas vara allmänt mindre riskfyllda som investeringar eller att de möjligtvis kan bättre återhämta sig även om något negativt skulle ske. Endast att företag publicerat en GRI-rapport betyder inte heller att företaget är speciellt hållbart. Varför rapporterar så få av de mindre företagen då enligt de kända ramverken? För de mindre företag kan det vara en kostnadsfråga, att rapportera enligt stora komplicerade ramverk kostar säkerligen mycket pengar för företagen. Även om vissa mindre företag skulle vara exceptionellt hållbara har de kanske inte intresse att rapportera enligt dessa ramverk, utan försöker föra fram det på andra sätt.

Vad som gör hållbarhetsinformation relevant för investerare är något som inte studerats alls i samma mån. Många studier, denna avhandling medräknat, har fokus på huruvida handlingen av rapportering påverkar företagens marknadsvärden. En intressantare fråga kunde dock vara ifall företag som agerar hållbart faktiskt blir kompenserade. Är det

endast signalen som företaget ger ut genom med att rapportera som får applåder eller är det själva handlingarna bakom rapporten. Exempelvis Hassel et al (2005) studie visade ju tecken på att hållbarhet inte belönas, lika så studien av Moneva och Cuellar (2009) som visade att icke-finansiell CSR bestraffas medan finansiell CSR belönas. Båda dessa studier börjar redan vara äldre och hållbarhet har som koncept fortsatt växa och breda ut sig, så sambandet kunde potentiellt se annorlunda ut idag.

Att företagen rapporterar i relativt hög och ökande mån enligt samma principer (eller några sett av principer) kan i och för sig vara positivt. Så länge alla rapporterar hur och vad de själv vill är det svårt att jämföra företagens prestationer. Det finns även risk för att definitionerna och måtten varierar i stor grad mellan olika företags rapporter. Det kan dessutom vara svårt att veta ifall informationen är fullständigt sann. Hållbarhetsrapporter revideras inte i samma mån, för att åtminstone ännu är det inte obligatoriskt. Att företag rapporterar på liknande sätt ökar jämförbarheten, vilket betyder bättre information och är därmed en nytta för i marknads ögon.

Reglering är i min syn den rätta riktningen, företag borde inte rapportera om hållbarhet endast ifall de har nytta av att visa sin sanna natur. Liksom finansiell information, borde hållbarhetsinformation vara en väsentlig del av hur vi värdesätter företag. De företag som kan skapa mervärde utan att förstöra naturen och på andra sätt handlar etiskt ska belönas. Därmed borde frågan inte heller vara ifall någon rapporterar, utan hur det rapporteras och hur informationen som kan fås från rapporterna påverkar investerarnas åsikter. Det ska i dagens läge inte endast handla om vad man åstadkommit, utan även hur man nått dit.

## **6.2 Begränsningar och förslag till vidare forskning**

Slutligen måste nämnas att när man drar slutsatser av resultaten från avhandlingens empiri måste man beakta en del begränsningar i såväl metod som sampel. Studien har genomförts med en relativt kort tidsperiod, särskilt tiden efter att bestämmelserna om obligatorisk rapportering av icke-finansiell verksamhet trätt ikraft är kort. Det är därför svårt att dra slutsatser om långtidspåverkningarna av regleringen. Vidare är resultaten

endast från Finland och man kan inte nödvändigtvis generalisera eller användas till att dra slutsatser om sambandet i andra delar av världen.

Att mäta hållbarhetsrapportering, som huruvida företag rapporterar enligt GRI-ramverket eller inte, kan ses som en begränsning till studien. Som redan tidigare nämnts verkar GRI-ramverket vara mera populärt bland stora företag, vilket gör att metoden möjligtvis inte behandlar stora och små företag lika. Det kan alltså finnas andra bakomliggande orsaker beroende på storlek, som påverkar resultaten. Varken hållbarhet eller hållbarhetsrapportering kan heller anses som endast ja/nej frågor och att ett företag ger ut en rapport betyder inte automatiskt att det företaget är mera hållbart än ett icke-rapporterande företag.

I framtida forskning kunde det vara bra att ställa fokus mera mot innehållet i hållbarhetsrapporterna. Hur marknaden belönar eller bestraffar företag utifrån deras verkliga åtgärder, det vill säga hur goda de är istället för ifall de kommunicerat något om ämnesområdet. Problemet lär vara, även i framtiden, att hitta ett pålitligt och jämförbart mått för företagets hållbarhet.

Nu när man i EU och Finland tagit första stegen mot reglerad hållbarhetsrapportering är det inte svårt att tänka sig att regleringen så småningom blir mer heltäckande och gäller för allt fler företag. Huruvida hållbarhetsrapporter i framtiden även måste revideras kan också vara en fråga som kan bli aktuell. Det kan öppna möjligheten till att jämföra och utveckla mått för hållbarhet, till exempel i form av någon poängsättning eller ett index på basen av innehållet i rapporterna. För forskning inom ämnesområdet kan den mera vidspridda regleringen potentiellt även öppna nya dörrar, men hur bedömningen skulle se ut och vem som kunde ligga bakom det är svåra frågor att besvara.

Ett annat alternativ kunde vara att vända på tänkesättet och rikta blickarna mot investerarna. Hur använder de sig av hållbarhetsinformationen och till vilken grad? Alternativt att fokusera på hur kunder och andra intressenter förhåller sig till hållbarhet? Är de intresserade av att stöda företag som agerar hållbart? Ifall man ser på hur mycket företagen bryr sig om ämnesområdet och ser på regleringarna som tagits i bruk runt om i världen, kan man väl dra slutsatsen att intressenterna är intresserade. Intressenternas vilja lär ju vara den drivande kraften bakom såväl rapporterna, som regleringen.

## Källor

### Artiklar och böcker:

Alam, Manzurul (2006) *Methodological Issues in Accounting Research: Theories, Methods and Issues – Chapter 11 Stakeholder theory*. London: Spiramus

Baric, Andrija (2017) Corporate social responsibility and stakeholders: Review of the last decade (2006-2015). *Business systems research*. Vol 8, No. 1, s.133-146

Barth, Mary E. & Clinch, Greg (2009) Scale Effects in Capital Markets-Based Accounting Research. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol 36, No. 3 & 4, s. 253-288

Blacconiere, Walter G & Patten, Dennis M. (1994) Environmental disclosures, regulatory costs, and changes in firm value. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 18, Issue 3, sid. 357-377

Boslaugh, Sarah (2012) *Statistics in a Nutshell*, 2nd edition. Chapter 6 – The T-test. Boston: O'Reilly media, Inc

Bowerman, Suzanne & Sharma, Umesh (2016) The Effect of Corporate Social Responsibility Disclosure on Share Price in Japan and the UK. *Corporate Ownership and Control*. Vol. 13, Issue 2. Sid. 202-216

Bryman, Alan & Bell, Emma (2011) *Business Research Methods – 3rd Edition*. Oxford: Oxford University Press.

Carroll, Archie B. (1979) A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Review*, Vol. 4, No. 4, s. 497-505

Carroll, Archie B. & Pinkston, Tammie S. (1996) A Retrospective Examination of CSR Orientations: Have They Changed? *Journal of Business Ethics*, 15, s. 199-206



Collins, Daniel W. Pincus, Morton & Xie, Hong (1999) Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity

De Klerk, Marna & De Villiers, Charl (2012) The value relevance of corporate social responsibility reporting: South African evidence. *Meditari Accountancy Research* Vol. 20, No. 1, s. 21-38

De Klerk, Marna. De Villiers, Charl & van Staden Chris (2015) *The Influence of corporate social responsibility disclosures on share prices – Evidence from the United Kingdom. Pacific Accounting Review*, Vol 27, No. 2, s.208-228

De Villiers, C. and Van Staden, C.J. (2010), “Shareholders’ requirements for corporate environmental disclosures: a cross country comparison”. *The British Accounting Review*, Vol. 42, Issue 4, sid. 277-240.

Deegan, Craig (2006) Methodological Issues in Accounting Research: Theories, Methods and Issues – Chapter 9 Legitimact theory. London: Spiramus

Eisenhardt, Kathleen M. (1989) Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, Vol. 14 No 1. s.57-74

Freeman, Edward R. (1970) Strategic Management: A Stakeholder Approach – Harpercolling Publishers.

Friedman, Milton (1970) The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*, 13.9.1970

Gillespie, Ed (2008) Stemming the tide of ’greenwash’. *Consumer Policy Review*, Vol. 18 No. 18, s. 79-83

Grankvist, Per (2012) CSR i praktiken: Hur företag jobbar med hållbarhet för att tjäna pengar. Malmö: Liber.

Halme, Minna (2007) Something Good for Everyone? Investigation of Three Corporate Responsibility Approaches, Working paper series, Helsinki School of Economics.

Hassel, Lars. Nilson, Henrik & Nyquist, Siv (2005) The Value Relevance of Environmental Performance. *European Accounting Review*, Vol. 14, No. 1, s.41-61

Healy, Paul M. & Palepu, Krishna (2001) Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 31 Issue 1-3. s.405-440

Hill, Joanne & Schneeweis, Thomas (1983) The Effect of Three Mile Island on Electric Utility Stock Prices: A Note. *The Journal of Finance*. Vol. 38, Issue 4. Sid. 1285-1292

Ioannou, Ioannis & Serafeim, George (2017) The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting. *Harvard Business School Research Working Paper No. 11-100*

Karnani, Aneel (2010) The Case Against Corporate Social Responsibility. *The Wall Street Journal*, 23.8.2010

Levitt, Theodore (1958) The Dangers of Social Responsibility. *Harvard Business Review*, September-October 1958, s. 41-50

Lin, Stephen W.-J & Walker, Martin (2000) FRS3 Earnings, Headline Earnings, and Accounting-based Valuation Models. *Accounting and Business Research*. Vol. 30 No. 4. Sid. 299-306

Lindahl, Frederic & Schadewitz. Hannu (2008) US GAAP and IFRS: How close is 'close enough'? Working paper, George Washington University, USA; Turku School of Economics, Finland

- Lindblom, Charles E. (1994) The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure. *Paper presented at the critical perspectives on accounting conference, New York.*
- Mackey, Alison. Mackey, Tyson B. & Barney Jay B. (2007) Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies. *Academy of Management Review*, Vol. 32, No. 3, s. 817-835
- Mishra, Snigdharani & Nigam, Rachna (2015) Understanding the Relationship between CSR and Business Performance. *Global Journal of Enterprise Information System*, Vol. 7, Issue 3, s. 54-57
- Moneva, Jose M. & Cuellar, Beatriz (2009) The Value Relevance of Financial and Non-Financial Environmental Reporting. *Environ Resource Econ* 44, s. 441-456
- Mousa, Gehan A. & Hassan, Naser T. (2015) Legitimacy Theory and Environmental Practices: Short Notes. *International Journal of Business and Statistical Analysis* Vol. 2 No.1 s.41-53
- Ohlson, James A. (1995) Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* Vol 11, No. 2, s. 661-687
- Patten, Dennis M. & Nance Jon R. (1998) Regulatory cost effects in a good news environment: The intra-industry reaction to the Alaskan oil spill. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 17, Issue 4-5, sid. 409-429
- Reverte, Carmelo (2016) Corporate Social Responsibility disclosures and market valuation: evidence from Spanish listed firms. *Review of Managerial Science* 10, s. 411-435
- Ross, Stephen A. (1973) The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review* Vol. 63 No.2 s.134-139

Schadewitz, Hannu & Niskala, Mikael (2010) Communication via Responsibility Reporting and its Effect on Firm Value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 17, s. 96-106

Seele, Peter & Gatti, Lucia (2015) Greenwashing Revisited: In Search of a Typology and Accusation-Based Definition Incorporation Legitimacy Strategies. *Business Strategy and the Environment*. Vol. 26, Issue 2, s. 239-252

Shankman, Neil (1999) Reframing the debate between agency and stakeholder theories of the firm. *Journal of Business Ethics*. Vol.19 No.4 s.319-334

Siano, Alfonso. Vollero, Agostino. Conte, Francesca & Amabile, Sara (2017) “More than words”: Expanding the taxonomy of greenwashing after the Volkswagen scandal. *Journal of Business Research*. Vol. 71, February 2017, s.27-37

Subramaniam, Nava (2006) Methodological issues in accounting research: Theories and methods – Chapter 5 Agency theory and accounting research: an overview of some conceptual and empirical issues. London: Spiramus.

Walker, Kent. Zhang, Zhou & Yu, Bing (2016) The angel-halo effect: How increases in corporate social responsibility and irresponsibility relate to firm performance. *European Business Review*, Vol. 28, Issue 6, s. 709-722

Zabell, Sandy L. (2008) On Student’s 1908 Article “The Probable Error of a Mean”. *Journal of the American Statistical Association*. Vol. 103, No. 481, sid. 1-20

### **Lagar och förordningar:**

Bokföringslag 1336/1997. 30.12.1997

Europaparlamentet och rådets direktiv 2014/95/EU av den 22 oktober 2014 om ändring av direktiv 2013/34/EU vad gäller vissa stora företags och koncerners tillhandahållande av icke-finansiell information och upplysningar av mångfaldspolicyn.

**Internet-källor:**

Europeiska kommissionen – Non Financial Reporting. Tillgänglig 9.5.2020:

[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_en)

GRI (2016) – First Global Sustainability Reporting Standards Set to Transform Business. Publicerad 19.10.2016

Tillgänglig 9.5.2020: <https://www.globalreporting.org/information/news-and-press-center/Pages/First-Global-Sustainability-Reporting-Standards-Set-to-Transform-Business.aspx>

GRI (2017) – The GRI Standards: One Year on. Publicerad 25.10.2017

Tillgänglig 9.5.2020: <https://www.globalreporting.org/information/news-and-press-center/Pages/The-GRI-Standards-One-year-on.aspx>

GRI (2019) – About GRI

Tillgänglig 9.5.2020: <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/default.aspx>

GRI (2019) – GRI's History

Tillgänglig 9.5.2020: <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/gri-history/Pages/GRI's%20history.aspx>

GRI (2020) Social Disclosure Database. Tillgänglig 9.5.2020:

<https://database.globalreporting.org/search/>

ISO (2020) About us. Tillgänglig 9.5.2020: <https://www.iso.org/about-us.html>

ISO (2020) UN Global Compact – Ten Principles. Tillgänglig 9.5.2020:

<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>

KPMG (2017) The Road ahead: The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2017.

Tillgänglig 9.5.2020: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/10/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf>

KPMG (2016) Carrots & Sticks – Global trends in sustainability reporting, regulation and policy. Tillgänglig 21.5.2020:

<https://www.globalreporting.org/resource/library/Carrots%20and%20Sticks-2016.pdf>

KPMG (2008) KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2008. Tillgänglig 9.5.2020: <https://issuu.com/mrtn/docs/international-corporate-responsibility-survey-2008>

Laakso, Leena (21.9.2015) VW narahti jättimäisestä päästöhuijauksesta - osake syöksyy Kauppalehti. Hämtad 18.2.2020

Tillgänglig 9.5.2020: <http://www.kauppalehti.fi/uutiset/vw-narahti-jattimaisesta-paastohuijauksesta---osake-syoksyy/6tnmnsdG>

SFS (2020) ISO 26000 Yhteiskuntavastuu. Tillgänglig 9.5.2020:

[https://www.sfs.fi/files/3770/ISO\\_26000\\_Yhteiskuntavastuu\\_web.pdf](https://www.sfs.fi/files/3770/ISO_26000_Yhteiskuntavastuu_web.pdf)

Telia (2019) – Financial statement 2018. Tillgänglig 9.5.2020:

<https://www.teliacompany.com/globalassets/telia-company/documents/reports/2018/annual-report/telia-company--annual-and-sustainability-report-2018.pdf>

## Bilagor

**Bilaga 1:** Lista av bolag som rapporterat enligt GRI under minst en period 2015-2018  
(Innehåller inte bolag som av olika orsaker exkluderats i studien)

Large	Mid	Small
Ahlstrom-Munksjö Oyj	Alma Media Oyj	Martela Oyj
Cargotec Oyj	Altia Oyj	Saga Furs Oyj
Citycon Oyj	Atria Oyj	Keskisuomalainen Oyj
Elisa Oyj	Bittium Oyj	
Fiskars Oyj	Cramo Oyj	
Fortum Oyj	Etteplan Oyj	
Huhtamäki Oyj	Finnair Oyj	
Kemira Oyj	Lassila & Tikanoja Oyj	
Kesko Oyj	Marimekko Oyj	
KONE Oyj	Outotec Oyj	
Konecranes Oyj	Raisio Oyj Vaihto-osake	
Metso Oyj	Tallink Grupp, AS	
Metsä Board Oyj	Tikkurila Oyj	
Neste Oyj	Tokmanni Group Oyj	
Nokia Oyj	Vaisala Oyj	
Nokian Renkaat Oyj		
Orion Oyj B		
Outokumpu Oyj		
Sanoma Oyj		
SSAB AB		
Stora Enso Oyj		
Telia Company AB		
TietoEVRY Oyj		
UPM-Kymmene Oyj		
Valmet Corporation		
Wärtsilä Oyj Abp		
YIT Oyj		

**Bilaga 2:** Lista på bolag som anses fylla kraven för obligatorisk hållbarhetsrapportering  
(Innehåller inte bolag som av olika orsaker exkluderats i studien)

2017	2018
Ahlstrom-Munksjö Oyj	Ahlstrom-Munksjö Oyj
Cargotec Oyj	Cargotec Oyj
Elisa Oyj	Elisa Oyj
Fiskars Oyj	Fiskars Oyj
Fortum Oyj	Fortum Oyj
Huhtamäki Oyj	Huhtamäki Oyj
Kemira Oyj	Kemira Oyj
Kesko Oyj B	Kesko Oyj B
KONE Oyj	KONE Oyj
Konecranes Oyj	Konecranes Oyj
Metso Oyj	Metso Oyj
Metsä Board Oyj B	Metsä Board Oyj B
Neste Oyj	Neste Oyj
Nokian Renkaat Oyj	Nokian Renkaat Oyj
Orion Oyj B	Orion Oyj B
Outokumpu Oyj	Outokumpu Oyj
SSAB AB ser. B	Sanoma Oyj
Stora Enso Oyj R	SSAB AB ser. B
Telia Company AB	Stora Enso Oyj R
Terveystalo Oyj	Telia Company AB
TietoEVERY Oyj	Terveystalo Oyj
UPM-Kymmene Oyj	TietoEVERY Oyj
Valmet Corporation	UPM-Kymmene Oyj
Wärtsilä Oyj Abp	Valmet Corporation
YIT Oyj	Wärtsilä Oyj Abp
Alma Media Oyj	YIT Oyj
Altia Oyj	Afarak Group Plc
Aspo Oyj	Alma Media Oyj
Atria Oyj A	Altia Oyj
Cramo Oyj	Aspo Oyj



Etteplan Oyj	Atria Oyj A
F-Secure Oyj	Bittium Oyj
Finnair Oyj	Cramo Oyj
Lassila & Tikanoja Oyj	Etteplan Oyj
Lehto Group Oyj	F-Secure Oyj
NoHo Partners Oyj	Finnair Oyj
Olvi Oyj A	Lassila & Tikanoja Oyj
Oriola Oyj B	Lehto Group Oyj
Outotec Oyj	NoHo Partners Oyj
Pihlajalinna Oyj	Olvi Oyj A
Ponsse Oyj 1	Oriola Oyj B
Scanfil Oyj	Pihlajalinna Oyj
Talenom Oyj	Ponsse Oyj 1
Tallink Grupp, AS	Scanfil Oyj
Tikkurila Oyj	Talenom Oyj
Tokmanni Group Oyj	Tallink Grupp, AS
Uponor Oyj	Tikkurila Oyj
Vaisala Oyj A	Tokmanni Group Oyj
Viking Line Abp	Uponor Oyj
Componenta Oyj	Vaisala Oyj A
Digia Oyj	Viking Line Abp
Exel Composites Oyj	Componenta Oyj
Incap Oyj	Digia Oyj
Keskisuomalainen Oyj A	Exel Composites Oyj
Panostaja Oyj	Incap Oyj
Rapala VMC Oyj	Keskisuomalainen Oyj A
Raute Oyj A	Panostaja Oyj
Siili Solutions Oyj	Rapala VMC Oyj
SRV Group plc	Raute Oyj A
Suominen Oyj	Siili Solutions Oyj
	Silmäasema Oyj
	Solteq Oyj
	Teleste Oyj