



LUND
UNIVERSITY

CSR och lönsamhet

En branschundersökning

Författare: Fanny Altefelt & Isabelle Thor

Kandidatuppsats

Nationalekonomiska Fakulteten

Handledare: Anders Vilhelmsson

24 Maj 2018

Abstrakt

Syftet med denna studie är att undersöka huruvida det föreligger något statistiskt samband mellan CSR och lönsamhet. 183 stycken företag listade på Nasdaq OMX Stockholm har undersökts mellan åren 2013 och 2014. Lönsamhet studeras ur det marknadsbaserade måttet, Tobins Q och CSR mäts ur både mänskliga rättigheter- och miljö genom Folksam's Index över ansvarsfullt företagande. Vidare undersöker studien huruvida några branscher gynnas mer utav CSR-arbete än andra. Resultatet tyder på ett neutralt samband mellan lönsamhet och Tobins Q med additiva dummyvariabler. Med hjälp utav interaktionsvariabler får vi istället positiva, negativa och neutrala resultat.

*Vi vill rikta ett särskilt stort tack till vår handledare Anders Vilhelmsson för den vägledning och det stöd han bidragit med genom hela vår studie.

Förkortningar

CSR - Corporate Social Responsibility

ROA – Return on assets

ROE – Return on equity

ROS – Return on sales

ROI – Return on investment

CFP – Corporate Financial Performance

CSP – Corporate Social Performance

ESG – Environmental, Social and Governance

MGRROE – Average annual return on equity

M – Miljö

MR – Mänskliga Rättigheter

Innehållsförteckning

1.0 INTRODUKTION	3
1.1 SYFTET MED STUDIEN	5
1.2 TES	4
2.0 TIDIGARE STUDIER	5
2.1 CSR.....	6
2.2 TIDIGARE FORSKNING	7
2.3 FOLKSAMS INDEX, RISK OCH CSR-BETYG	12
2.4 BRANSCHER.....	17
3.0 TEORIER & HYPOTESUTFORMNING	22
3.1 TOBINS Q.....	22
3.2 INSTITUTIONELL TEORI.....	23
3.3 INTRESSENT TEORIN & LEGITIMITETSTEORIN.....	24
3.4 HYPOTESER.....	25
4.0 DATA OCH METOD	27
4.1 METOD, KRITIK OCH ANSATS	27
4.2 DATAINSAMLING OCH DATAINSAMLINGSMETOD	28
4.3 POPULATION OCH BORTFALL.....	29
5.0 EMPIRISK METOD	30
5.1 REGRESSION	30
5.2 VAL AV VARIABLER.....	32
6.0 EMPIRISKA RESULTAT OCH ANALYS	39
7.0 DISKUSSION & SLUTSATS	49
7.1 BEGRÄNSNINGAR I STUDIEN	52
7.2 FÖRSLAG TILL FRAMTIDA STUDIER	53
7.0 KÄLLOR	54
8.0 BILAGOR	58

1.0 Introduktion

Milton Friedmans utsaga i The New York Times ”The business of business is business”, är och var ett mycket omdebatterat kontroversiellt citat som kom att influera större delen utav 80-talet. Vinst och endast vinst skulle driva företagen och samhällen framåt. De som motsade sig denna föreställning ansågs enligt Friedman (1970) ha ett litet intellekt, då man ifrågasatte de grundläggande pelarna inom affärsverksamhet.

CSR har länge omdebatterats och begreppet har sitt ursprung i 50-talets USA. Social Responsibility blev till Corporate Social Responsibility och fokus flyttades ifrån aktieägarna och kapital-innehavarna till andra intressenter, ”From Stockholders to Stakeholders” Freeman & Reed (1983, pp. 88-106).

CSR definieras flitigt som de åtaganden som görs, bortom det som lagen kräver eller det ansvar ett företag åtar gentemot miljön och mänskliga rättigheter. Trots det, finns det inte någon allmän definition eller mätinstrument utav begreppet.

Trots Friedmans uttalande, så är de flesta ändå eniga i frågan om att ekonomi, miljö och mänskliga rättigheter bör gå hand i hand för ett välfungerande samhälle. Då enligt en studie utförd utav Svenskhandel (2015) inkorporerar 73 % utav företag idag någon form utav CSR-arbete i sin verksamhet. Det finns dem som menar att detta indikerar på ett alltmer altruistiskt samhälle, andra så som Waddock & Graves (1997, pp.303-319); Semenova & Hassel (2008); Cruz (2009, pp.224-236), menar istället att vinst fortfarande är den största drivkraften, då CSR enligt deras forskning leder till lönsamhet.

I Vogels (2005, pp.19-46) empiriska efterforskning kommer han fram till att CSR bidrar till positiva attityder kring organisationers erbjudanden, produkter samt uppfattning kring dess hederlighet. Således bör företag med högt inkorporerad CSR erhålla en högre konsumtionsvilja hos sina kunder. Ytterligare efterforskning utförd av Vlachos (2008, pp.170-180) indikerar att kunder lägger stor vikt vid kopplingen mellan sina egna värderingar och företagets. Organisationers CSR-åtaganden och dess påverkan på lönsamheten bör således vara kopplat till kundens egna intressen. Följaktligen menar Vlachos (2008, pp.170-180) att en miljömedveten kund har en högre konsumtionsvilja i en miljömedveten organisation.

Tidigare har viss efterforskning upprättats kring huruvida CSR påverkar lönsamheten, med spridda resultat; negativa, neutrala och positiva.

Så tidigt som 1983 utförde Shane & Spicer (1983, pp.94-111) en studie för att undersöka sambandet mellan ROE och CSR och fann att korrelationen var negativ. Även Baron et.

Al(2009) fann sambandet negativt de han undersökte korrelationen mellan Tobins Q och lönsamhet år 2009.

Waddock & Graves (1997, pp.303-319) fann däremot sambandet positivt vid sin undersökning utav ROA, ROS och ROE år 1997. Ytterligare stöd för denna teori kom ifrån Semenova & Hassel (2008) då de undersökte Tobins Q och ROA.

Ur McGuires (1988, pp.854-872) undersökning visade sig sambandet mellan ROA, Tobins Q och lönsamhet istället vara neutralt. Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609) bekräftade denna teori år 2000, då de undersökte ROE, ROA, ROS och lönsamhet.

I dessa undersökningar varierar lönsamhetsmått och CSR-Index kraftigt, liksom resultaten. Studierna har inkorporerat ett antal olika kontrollvariabler i hopp om att finna svar på frågan. Ett fåtal undersökningar såsom Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609) har inkorporerat branscher i form utav dummy-variabler. Vi finner däremot inte någon studie vars regressionsanalys innefattar interaktionseffekter med fokus på branscher.

I enlighet med Folksams Index över ansvarsfullt företagande Folksam (2013), varierar intressenternas krav på branschernas CSR-åtaganden, på grund utav olika branschrisker. Därtill finns det skäl att tro att lönsamheten fluktuerar likaså.

1.1 Syftet med studien

Syftet med vår studie är att undersöka huruvida det föreligger något statistiskt samband mellan CSR-åtaganden och företagets lönsamhet. Undersökningen studerar företag listade på den svenska börsen mellan år 2013 och 2014. Graden utav CSR-åtaganden är mätt i betyg utfärdade utav Folksams Index över ansvarsfullt företagande och lönsamhet är mätt i approximerad Tobins Q. Vidare vill vi se huruvida CSR-åtaganden inom mänskliga rättigheter och miljö ger skilda utslag inom olika branscher. Nämligen, i vilken bransch mänskliga rättigheter- eller miljö-åtaganden har störst betydelse för lönsamheten.

Enligt Global Green Economy Index (2014) anses Sverige som ett ledande land inom miljöansvar och mänskliga rättigheter. Således är CSR högt värderat utav institutioner i Sverige, och intressenters förväntningar är höga. Därför finns det skäl att tro att lönsamheten påverkas utav dessa CSR-åtaganden. Med anledning utav detta blir Sverige intressant att studera.

Vi tror att CSRs inverkan på lönsamhet är branschberoende. Detta kan inte enbart studeras genom (additiva) bransch-dummies, utan även genom interaktionstermer.

1.2 Tes

Det finns ett samband mellan CSR och lönsamhet, med skillnader inom de olika branscherna.

2.0 Tidigare studier

I detta avsnitt presenteras de tidigare studier som genomförts i syfte att finna svar på huruvida CSR har någon inverkan på lönsamhet. I 2.1 introduceras begreppet och måttet CSR. Vidare presenteras efterforskning och resultat som utförts mellan år 1970-2013 i avsnitt 2.2. Ytterligare presenteras Folksams Index genomgående i avsnitt 2.3 samt de branscher som de utgått ifrån i stycke 2.4.

2.1 CSR

Corporate Social Responsibility (CSR) har länge varit ett attraktivt ämne som debatterats intensivt. Trots det så saknas konsensus om vad den korrekta och universella definitionen av CSR egentligen är. Detta har resulterat i att CSR har definieras på många olika sätt i tidigare litteratur och studier. En definition som ofta tillämpas är EU kommissionens (2011):

”(CSR) avser företag som tar ansvar för deras inverkan på samhället”

”Att företagen på frivillig grund integrerar social och miljömässig hänsyn i sin verksamhet och i sin samverkan med intressenterna, utöver vad lagen föreskriver”

Förenklat handlar CSR om företags ansvar gentemot samhället. Eftersom att det finns så många olika definitioner utav CSR så skiljer sig även sättet att mäta CSR åt. Således varierar kriterierna. Enligt Financial Times Lexicon (2014) är det vanligaste, mest generella måttet - Environmental, Social and Governance (ESG). Alltså miljö, sociala frågor och företagsstyrning där mänskliga rättigheter, arbetsrättsfrågor och korruption ingår. Termen ESG används på kapitalmarknader för ett utvärdera företags beteenden samt för att kunna förutse framtida prestationer. ESG-faktorer är en del utav icke-finansiella prestationsindikatorer som innefattar hållbara, etiska och företagsstyrande frågor. Miljöaspekten debatteras främst och handlar om att företag ska ta ansvar gentemot miljön genom att bland annat hantera utsläpp utav föroreningar, energianvändning samt naturresurser.

Vidare så förklarar Financial Times Lexicon (2014) att den sociala aspekten handlar om företags förmåga att hantera frågor om mänskliga rättigheter och arbetsförhållanden. Avslutningsvis så handlar företagsstyrning om korrekt användning utav redovisningsmetoder samt god företagsetik.

Det finns ett flertal olika termer som används inom området CSR. Såsom ESG, CSP(Corporate Social Performance) och SRI(Sustainable Responsible Investment). I en studie utförd utav Waddock & Graves (1997, pp.303-319) förklarar de att bristen på ett standardiserat mått och definition på CSR har lett till svårigheter i att dra slutsatser om sambandet mellan CSR och lönsamhet hos företag. Olika CSR betyg bygger på olika kriterier vilket ger resultat som inte går att jämföra. Dessutom så blir det svårt att spåra och utvärdera CSR prestationer. Komplexiteten med att mäta CSR har varit det största problemet i att kunna undersöka sambandet mellan CSR och lönsamhet.

Då termerna varierar, varierar även direktiven. Några riktlinjer som Europeiska kommissionen (2011) hänvisar till innefattar OECD, ISO 26000 samt FN:s Global Compact. I dessa riktlinjer avgränsas CSR till företagens ansvarstagande gentemot miljö samt mänskliga rättigheter. I dessa målsättningar, ex OECD (2011), behandlas ämnen så som anti-korruption, miljö, mänskliga rättigheter, konkurrens, vetenskap och arbetsrätt.

Folksam (2013) arbetar i enlighet med denna avgränsning, där deras bedömning genomsyras utav de ovan nämnda riktlinjerna. Riktlinjerna är tvångsfria, men fungerar som direktiv. Framförallt fungerar dessa direktiv för att upplysa, informera samt uppmuntra, enligt OECD (2011).

2.2 Tidigare forskning

Tidigare forskning har påvisat skilda resultat vad gäller sambandet mellan CSR och lönsamhet. Dessa har undersökt sambandet mellan Corporate Social Performance (CSP) och Corporate Financial Performance (CFP), där resultaten har skiftat mellan positiva, neutrala och negativa. CFP har innefattat en mängd olika mått på lönsamhet; ROA, ROE, ROI, ROS och Tobins Q. Likväl har CSP-”betyg” framställts ur olika index och mätningar. Följaktligen menar tidigare forskning, utförd utav Ullman (1985, pp.303-319), på att resultaten fluktuerat med hänsyn därtill. Ytterligare har ett antal olika kontrollvariabler använts i de olika undersökningarna; risk, storlek, R&D, advertising intensity och industri.

Med ett positivt resultat menar tidigare forskning att CSR och lönsamhet är positivt korrelerade, det vill säga att ett högt CSR betyg bidrar till en hög lönsamhet. Således innebär ett negativt resultat att de är negativt korrelerade; ett högt CSR betyg ger en låg lönsamhet. Vidare betyder ett neutralt resultat att de inte är korrelerade.

Nedan presenteras en historisk översikt över de resultat som tidigare forskning uppnått.

Tabell 1: Forskningsöversikt

Författare	År	Land	Lönsamhets- mått	CSR-mått	Kontroll-variabler	Resultat
Shane & Spicer	1983	USA	ROE	Council of Economic Priorities	-	Negativt
Ullman	1985	USA	MGRROE	Council of Economic Priorities	Risk, Storlek, Industri	Neutralt
Aupperle et. al	1985	USA	ROA	Enkät undersökning	Risk, Storlek	Neutralt
McGuire	1988	USA	Tobins Q, ROA	Fortune Magazine	-	Neutralt
Waddock & Graves	1997	USA	ROE, ROS, ROA	KLD-Index	Risk, R&D, Industrier	Positivt
Siegel & McWilliams	2000	USA	ROE, ROS, ROA	Domino 400 Social Index	Risk R&D Storlek Reklam-intensitet	Neutralt
Orlitzky et. al	2003	USA	Tobins Q, ROA	Fortunes Magazine	-	Neutralt
Semenova & Hassel	2008	USA	Tobins Q, ROA	GES Environmental Score	Storlek, Risk	Positivt
Cruz	2009	USA	Netto- avkastning	Mängden utsläpp	Risk	Positivt
Baron et. al	2009	USA	Tobins Q	KLD Environmental Ratings Index	Företags-specifika effekter	Negativt
Servaes & Tamayo	2013	USA	Tobins Q/ Replacement value of assets	KLD Environmental Ratings Index	R&D, Storlek, Reklam- intensitet, Företags- specifika effekter	Positivt, Neutralt, Negativt

Förespråkare utav Friedmans (1970) tidigare uttalande ”The business of business, is business”, må grunda sig i de negativa resultat som tidigare studier påvisar. År 1970 publicerar Milton Friedman en artikel i New York Times där han argumenterar för att sambandet mellan CSR och lönsamhet är strikt negativt. Resultatet baserar han på ”Shareholder Theory”. Investeringar inom CSR anses enligt denna studie vara värdeminskande. Någon underliggande ekonometrisk undersökning finns inte. Emellertid väckte Milton Friedmans uttalande stor debatt, som ännu pågår för fullt.

År 1983 påvisar Shane och Spicer (1983, pp.94-111) ett strikt negativt samband mellan CSR och aktiers avkastning på den amerikanska börsen. De undersöker aktiers avkastning, ROE, i samband med publicerandet utav miljörapporter offentliggjorda utav Council of Economic Priorities. Studien visar på att samtliga företag har negativa avkastningar två dagar efter offentliggörandet, oavsett betyg.

Ullman väljer att forska vidare inom förbindelsen mellan CSR och CFP år 1985, där han finner att resultaten är mycket varierande beroende på vilka variabler man inkorporerade i studien. Ullman (1985, pp.303-319) inkorporerar kontrollvariablerna risk, storlek och industri med lönsamhetsmättet, average annual return on equity, MGRROE, som beroende variabel. Precis som Shane och Spicer (1983, pp.94-111) använder han sig utav miljörapporter offentliggjorda utav Council of Economic Priorities. Ullman tittar på både de frivilliga och föreskrivna publiceringar som gjorts i samband med CSR. Likaledes tittar han på de olika index som använts, bland annat tredje-parts- och högt ansedda. Enligt Ullman finns inget självklart samband på grund utav de mätfel han finner i form utav felaktiga val utav nyckeltal, bristande empirisk efterforskning samt uteblivna oväntade beståndsdelar.

Samma år finner, Aupperle et. al, (1985, pp.446-463) i sin undersökning att det inte finns något samband mellan ett företags lönsamhet och CSR. De anser tidigare studier bristande då stickprovsunderlagen innefattar för få företag för att få ett verklighetsskildrande resultat. Dessutom uteblir essentiella faktorer så som risk och företagsstorlek. Därav inkorporerar de risk och företagsstorlek som kontrollvariabler. Risk-mättet behandlar aktiernas risk och tas ifrån Value Line safety Index. I sin undersökning tittar de även på lönsamhet i form utav ROA, return on assets. CSR mäter de genom en enkätundersökning som företagsledare fick besvara, en såkallad ”forced-choiced survey instrument”. Resultatet är att där inte finns något samband.

År 1988 slår McGuire, et. al, (1988, pp.854-872) fast att det finns ett dubbelriktat positivt samband mellan CSR och CFP. I sin studie diskuterar de att tidigare CFP påverkar till vilken grad ett företag investerar i CSR. I sin undersökning använder de Fortune Magazines årliga

Corporate Reputations- ranking som ett mått på CSR. Studien tittar på de största bolagen på den amerikanska marknaden, uppdelade på 20-25 olika industrier. Utöver detta tittar de på olika mått på CFP i form utav både marknadsbaserade (ex: Tobins Q) och redovisningsbaserade mått (ex: ROA). Utöver detta belyser de att CSR kan påverka ett företags risk, där en hög grad utav CSR minimerar risken i företaget, vilket ökar lönsamheten.

Ett flertal tidigare studier uppvisar ett positivt samband mellan företagsprestation och CSR. Waddock & Graves (1997, pp.303-319) finner i sin studie från 1997 ett positivt samband då de undersöker företag inom S&P 500 med KLD-index som mått på CSR. Ytterligare finner de ett antal mätfel i tidigare studier där tidsserieanalyser oftast har uteblivit, vilket kan skapa felaktiga resultat. De diskuterar även att CSR möjligtvis ger ett lägre marknadsvärde vid implementerandet. På längre sikt ska detta dock öka marknadsvärdet.

För att säkerställa sina resultat inkorporerar Waddock & Graves (1997, pp.303-319) ett flertal mätinstrument för lönsamhet; ROE, ROS och ROA. Samt kontrollvariabler i form utav risk, R&D och industrier. Risk definierar de som en essentiell kontrollvariabel då det kan påverka ett företags lönsamhet och marknadsvärde. Risken kan ge en gynnsam effekt, i form utav hävstångseffekten, men även en kritisk effekt vid alltför stor risk.

Ytterligare analyserar de även huruvida CSR alstrar prestation eller ifall prestation alstrar CSR, likt McGuire's studie från 1988. De finner att CSR och prestation alstrar varandra. Därmed, finns det en stor sannolikhet att det råder ett simultanitetsproblem. De menar att det är svårt att avgöra huruvida The Good Management Theory gäller, att CSR ökar lönsamheten, eller ifall The Slack Resources Theory gäller, att lönsamhet ökar CSR. Hur som helst drar Waddock & Graves (1997, pp.303-319) slutsatsen att sambandet är positivt. Studien menar på att större företag befinner sig under större press att agera ansvarsfullt då det skapar en konkurrensfördel.

Annan forskning har pekat på ett neutralt samband. Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609) stödjer denna teori i sin undersökning från år 2000, där de har granskat Domino 400 Social Index mellan 1991-1996. Siegel och McWilliam replikerar Waddock och Graves regression från 1997. I denna nya undersökning inkorporeras även två förklarande variabler, reklamintensitet och R&D. Detta gör att sambandet visar sig vara neutralt, istället för positivt, vilket visar på relevansen utav förklarande variabler. Siegel & McWilliams pekar på de brister som finns i tidigare studier där dessa förklarande variabler uteblivit.

Tidigare forskning påvisar ett strikt positivt samband mellan lönsamhet och graden utav R&D. I enlighet med Griliches (1979, pp.92-116) undersökning, ska investeringar inom

innovation leda till högre lönsamhet på lång sikt - en studie som Siegel & McWilliams tar inspiration ifrån i sin studie. Därav är detta en essentiell kontrollvariabel.

Ytterligare konstaterar Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609) att CSR och företagens marknadsintensitet är högt sammankopplade, då CSR-åtaganden emellertid förmedlas genom marknadsföring. Vidare finner de ett negativt samband mellan ett företags storlek och Tobins Q, då större företag vanligtvis är äldre och har färre investeringsmöjligheter. Därav, är storlek en viktig kontrollvariabel.

Precis som Ullman, så visar Orlitzky et al (2003, pp.403-441) på att skillnaderna beror på val utav lönsamhetsmått i sin undersökning från 2003. I sin undersökning använder de sig utav 52 tidigare studier inom ämnet, vilket ger till följd 33878 stycken unika observationer. I sin forskning hävdar de även att redovisningsbaserade mått skulle vara bättre än marknadsbaserade mått, då de är högre korrelerade med CSR. Men att något självklart samband inte existerar. Orlitzky et. al, mäter CSP, Corporate Social Performance, genom Fortune Magazines Corporate Reputations Index samt genom att analysera publicerat material.

Vogel styrker att det inte föreligger något samband i sin undersökning från 2005, där han går igenom ett stort antal tidigare studier. Då tidigare resultat varierar kraftigt, drar Vogel (2005, pp.19-46) slutsatsen att något samband inte finns. Studien tar upp ett flertal tidigare studier och förklarar att resultaten varierar på grund utav de in-konsistenta måtten på lönsamhet och CSR. Utöver det adresseras att ett eventuellt simultanitetsproblem råder, likt Waddock & Graves undersökning från 1979. Ytterligare presenteras problematiken av att det råder delade meningar kring hur lång tid det tar för CSR-beslut att ge utslag på lönsamheten.

Därtill visar viss forskning på ett positivt samband mellan CSR och ett företags rykte. Enligt Semenova & Hassels (2008) undersökning på den amerikanska marknaden, ska detta i sin tur bidra till ett ökat marknadsvärde. De finner även att det föreligger stora skillnader beroende på ifall företaget verkade inom en hög-risks eller låg-risks industri. Företag med hög miljörisk uppvisar lägre marknadsvärde, trots att dessa generellt är mer lönsamma. I sin undersökning inkorporerar de företagsrisk och storlek. CSR är mätt genom GES Environmental Score och de två beroende variablerna är Tobins Q och ROA, där båda uppvisar positiva resultat.

Vidare, menar Cruz (2009, pp.224-236) på att sambandet är positivt i sin efterforskning. Han visar att CSR kan minimera ett företags risk, likt McGuire et. al. undersökning från 1988. Således kan ett företags supply chain management dra nytta utav CSR då man kan minimerar kostnaderna relaterade till sociala risker och miljörisker. Cruz tittar på CSR i form utav grad utav utsläpp, och lönsamhet i form utav netto-avkastning.

År 2009 undersöker (Baron et. al, 2009) sambandet mellan CSR, mätt i KLD Environment Ratings Index och lönsamhet mätt i Tobins Q. Baron et al. undersöker 1600 företag verksamma på den amerikanska marknaden mellan 1996 och 2004. De inkorporerar även företagsspecifika effekter i sin undersökning. De granskar sambandet mellan mänskliga rättigheter och Tobins Q och finner att resultatet är negativt.

En senare studie upprättas utav Servaes & Tamayo (2013, pp.1045-1061) där de använder sig utav KLD Stats Databas mellan åren 1991-2005 som ett mått på CSR. De undersöker företag på den amerikanska marknaden där deras lönsamhetsmått är Tobins Q dividerad med replacement value of assets. Servaes och Tamayo kommer fram till att företag med hög marknadsföringsintensitet påverkas positivt, mätt i lönsamhet, utav CSR. Medan företag med låg marknadsföringsintensitet påverkas negativt. Det vill säga att kostnaderna är högre än lönsamheten. Slutsatsen blir att intressenter kontrollerar CSR-åtaganden genom marknadsföringen utav dem.

Däremot finner Servaes & Tamayo (2013, pp.1045-1061) ingen direkt koppling mellan CSR och lönsamhet när de kontrollerar för företagsspecifika effekter. I sin undersökning belyser de även vikten av R&D och storlek som kontrollvariabler. Således är resultaten varierande; positiva, neutrala och negativa enligt denna studie.

Sammanfattningsvis så åskådliggör tidigare studier tvetydiga resultat beträffande korrelationen mellan CSR och lönsamhet. Något tydligt samband går inte att utläsa ur resultaten av de ovan nämnda studierna, då CSR-mått, lönsamhets-mått och kontrollvariabler varierar kraftigt. Något allomfattande CSR-mått finns där inte, vilket sannolikt bidrar till stora avvikelser.

Däremot pekar hälften utav studierna ovan på ett neutralt samband; att någon korrelation inte existerar. Något som de flesta senare studier är eniga om är däremot att risk, storlek och R&D bör representeras utav kontrollvariabler. Vi finner däremot inte någon studie vars regressionsanalys innefattar interaktionseffekter med fokus på branscher, trots att vissa inkorporerat branscher som dummy-variabler.

2.3 Folksams Index, risk och CSR-betyg

För att kunna operationalisera företags CSR-arbete till en mätbar variabel har olika index använts i tidigare undersökningar och forskning. De index som använts mest frekvent i tidigare studier är Dow Jones Sustainability Index, DJSI, tillämpad utav bland annat Lopez et. Al (2007, pp.285-300), ASSET4 ESG index som bland annat Trumpp et. Al (2015, pp.185-204) undersöker samt Kinder Lydenberg och Domino (KLD) index av Waddock & Graves

(1997, pp.303-319). Ingen utav de ovan nämnda index omfattar samtliga bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm. Det gör däremot Folksams index för ansvarsfullt företagande Folksam (2013). Därav har vi i denna uppsats utgått från Folksams index för ansvarsfullt företagande som mått på företags CSR-arbete. Indexet är framtaget utav försäkringsbolaget Folksam som mellan 2006-2013 publicerat indexet i samband med en studie kring ansvarstagande hos svenska företag.

Folksam är dominerande ägare bland börsbolag i Sverige och har i sin policy för bolagsstyrning i uppgift att genom deras placeringar dels bedöma men även påverka bolag på den svenska börsen. Det som Folksam (2013) värderar är hållbarhet samt socialt ansvar både internt och externt. Vidare har bolaget även ett ansvar att se till att konsumenternas behov ses över. Detta görs genom ett flertal undersökningar och studier med syfte att skapa mervärde hos investerare och konsumenter - något som dessutom leder till att transparensen ökar.

I denna studie utgår vi ifrån Folksams index för ansvarsfullt företagande ifrån år 2013, det vill säga året innan vår marknads-data, i enlighet med Waddock & Graves (1997, pp.303-319) teori om att CSR-åtaganden ger utslag på lönsamheten på längre sikt.

De granskade företagen är de bolag som var noterade på Stockholmsbörsen OMSX den 31 december år 2013. Syftet med publiceringarna är att granska företagens kapacitet att hantera sociala och miljörelaterade aspekter. Tanken är att studien ska hjälpa företag att se över och förbättra hållbarhetsarbete genom att undersöka prestanda, strategier och kommunikation med intressenter. Folksam (2013) tar även upp skillnader i hållbarhetsarbete inom och mellan branscher i sitt index.

Indexet utgår ifrån material som företagen har publicerat själva samt material ifrån internationella organisationer, myndigheter och media. Analysen upprättas utifrån Global Compacts tio principer samt Organisation for Economic Co-operation and Development's OECD (2011) riktlinjer. Dessa riktlinjer och principer är baserade på internationella konventioner och är tänkta att ge företag vägledning i hur de bör ta ansvar för social påverkan och för miljön. Vidare så har även Global Reporting Initiative används som vägledning samt ett flertal internationellt legitimerade standarder såsom SA8000 och ISO14001 i Folksam (2013) Index.

Miljöanalys (Tabell 1)

Analysen utgår ifrån det enskilda företagens förmåga att hantera miljörisker inom verksamheten. Arbetet är uppdelat i två huvudområden Folksam (2013):

- Miljöledning: En generell bedömning av miljöledningssystem
- Miljöprestanda: Undersöker styrning av väsentlig miljöpåverkan både direkt och indirekt

Tabell 2: Miljöanalys

Huvudområde	Kriterier (Bedömningsgrund)
Miljöledning	Miljöpolicy och ledning
	Ledningssystem och organisation
	Extern certifiering
	Leverantörsstyrning
Miljöprestanda	Utsläpp av växthusgaser
	Energianvändning
	Verksamhetsspecifika kriterier

Analys mänskliga rättigheter (Tabell 2)

Analysen utgår ifrån att utvärdera enskilda företags förmåga att hantera verksamhetsrisker inom mänskliga rättigheter. Arbetet är uppdelat i tre huvudområden Folksam (2013):

- Anställdas rättigheter
- Företaget i samhället
- Mänskliga rättigheter i leverantörskedjan

Tabell 3: Mänskliga-rättigheter analys

Huvudområde	Kriterier (Bedömningsgrund)
Anställda	Hälsa och säkerhet
	Diskriminering
	Associationsfrihet
	Arbets tid och löner
	Barnarbete
	Tvångsarbete
Samhället	Verksamhetsrelaterat socialt ansvar
	Korruption
	Uppförandekod
Leverantör	Ledningssystem och planer
	Redovisning

Poängbedömning

I poängbedömningen så tilldelas företagen poäng utifrån varje kriterium som huvudområdena omfattar. Betygsskalan sträcker sig från 0-7 poäng och räknas ut enskilt för Miljö och Mänskliga rättigheter. Poäng delas ut utifrån de komponenter som identifieras. Folksam utgår dels ifrån företagets rapportering, men även dess beredskap i form av policys, ledningssystem och program Folksam (2013).

Poängen för varje kriterium slås ihop i varje huvudområde och därefter räknas medelvärdet ut för respektive del. Därefter tilldelas företaget ett miljöbetyg och ett betyg för mänskliga rättigheter utifrån tabell 3 Folksam (2013).

Tabell 4: Poängbedömning

Skala	Betyg
0,00	0
0,01-0,69 (10%)	1
0,70-1,74 (15%)	2
1,75-2,79 (15%)	3
2,80-4,19 (20%)	4
4,20-5,24 (15%)	5
5,26-6,29 (15%)	6
6,30-7,00 (10%)	7

2.4 Branscher

Branschindelning

I undersökningen har Folksam delat in företagen i 16 olika branscher. Indelningen bygger på MSCI/Standard & Poors Global Industry Classification Standard (GICS) med viss justering Folksam (2013).

Branchrisk

Utöver de betyg som Folksam tilldelar företagen, klassas de olika branscherna utifrån olika grader utav risk; låg, mellan och hög. Risken avgörs med hänsyn till verksamhetens sort samt dess geografiska läge. Bransch-risken blir essentiell för att kunna förstå intressentkraven. Bransch-risken representerar hur viktigt det är för företagen i branschen att arbeta med miljö och mänskliga rättigheter. Miljö-risken avgörs utifrån hur ofta branschen frångår de riktlinjer som OECD och Global Compact har fastställt. Ytterligare innefattar risken förhållandet mellan miljöpåverkan och det värde branschen skapar. Mänskliga-rättigheters risk fastställs på liknande sätt; hur ofta branscher frångår de globala riktlinjerna Folksam (2013).

Enligt Folksam (2013) innebär sannolikt en hög-risk bransch att intressenter ställer högre krav på de individuella företagens CSR-arbete, vilket oftast resulterar i att dessa företag arbetar hårdare för att uppnå bättre betyg. Vidare innebär en låg-risk bransch att intressenter ställer lägre krav.

Folksams Index uppskattas som ett legitimt mått, då de utgår ifrån de internationella riktlinjer som stiftats utav OECD, Global Compact samt ISO 26000. Utöver detta tar Folksam (2013) innehållsanalys i anspråk, tillskillnad ifrån andra undersökningar där de främst använt sig utav enkätundersökningar.

Branschskillnader

Folksams Index har delat upp företagen de undersöker i tio olika huvudbranscher, med 16 mindre branscher inom dessa. Dessa innefattar Energi, Material, Kapitalvaror, Tjänster, Transport, Sällanköp, Återförsäljare, Media, Dagligvaror, Hälsovård, Finans, Fastigheter Mjukvara, Hårdvara, Telekom och Kraftförsörjning Folksam (2013). Med anledning av att dessa med stor sannolikhet ger olika utslag på våra resultat kommer dessa 16 branscher representeras utav dummy-variabler.

Inom de olika branscherna ser vi stora skillnader vad gäller CSR-betyg. Främst är skillnaderna stora i miljö-betygen (M-betyg), mindre är skillnaderna i mänskliga rättigheter-

betygen (MR-betyg). Enligt Folksams (2013) förklaras denna skillnad av att företag med stor miljöpåverkan publicerar mer fakta kring dess påverkan än dem med låg påverkan, på grund utav högre intressentkrav. I de branscher med hög påverkan som exempelvis transport efterfrågas troligtvis mer fakta än i dem med låg som exempelvis mjukvara. De med hög påverkan arbetar hårt med att höja sina betyg, vilket resulterar i att just transport-branschen har högre betyg, 3,79, än just mjukvaru-branschen, 0,87.

Inom MR-betygen ligger Media branschen på plats nummer ett, med ett betyg på 3,03, medan Energi branschen ligger i botten, med ett betyg på 1,01. I detta fall är dock ”hög-risk” företagen de med lägst betyg, till skillnad ifrån M-betygen där det är tvärtom.

Kraftförsörjning och energi ligger i botten, vilket enligt Folksam (2013) är beaktansvärt.

Nedan presenteras branscherna från Folksams index med respektive innanmäte, betyg och information genomgående.

Tabell 5: Branschöversikt

Bransch	Genomsnittligt		Risk-zon	
	MR-betyg	M-betyg	MR	M
Energi	1,01	1,13	Hög	Hög
Material	2,83	3,55	Hög/Medel	Hög
Kapitalvaror	2,24	2,87	Medel	Hög
Tjänster	2,06	1,89	Medel	Medel/Låg
Transport	2,29	3,79	Hög/Medel	Hög/Medel
Sällanköp	2,43	2,44	Medel	Medel
Återförsäljare	2,36	2,14	Hög/Medel	Medel/Låg
Media	3,03	2,73	Låg	Låg
Dagligvaror	2,50	2,52	Hög/Medel	Hög/Medel
Hälsovård	1,57	1,06	Medel/Låg	Medel
Finans	2,16	1,59	Låg	Låg
Fastigheter	2,26	2,25	Medel	Medel
Mjukvara	2,42	0,87	Låg	Låg
Hårdvara	1,73	1,79	Medel	Medel
Telekom	2,23	2,28	Medel	Medel
Kraftförsörjning	1,42	1,79	Hög	Hög

- 1. Energi:** Energi ligger lågt placerat, med låga betyg i både MR och M. Trots att denna bransch har klassats som en högrisk-bransch vad gäller framförallt miljö, är betygen låga. Enligt en rapport utfärdad utav svenskhandel (2015) anser 21 % att energi är den viktigaste frågan ett företag kan ägna sig åt inom CSR.

Betyg: MR(1,01), M(1,13)
Riskzon: MR(Hög), M(Hög)
- 2. Material:** Material ligger högt placerat, med näst högst betyg i båda klasserna. Branschen är förknippad med hög risk vad gäller M och hög/medel vad gäller MR. Enligt en rapport ifrån Svenskhandel (2015) anser 9 % att hållbara material är den viktigaste frågan ett handelsföretag kan ägna sig åt inom CSR.

Betyg: MR(2,83), M(3,55)
Riskzon: MR(hög/medel), M(hög)
- 3. Kapitalvaror:** Kapitalvaror har fått medel-betyg i MR och medel/hög i M och ligger i medel risk-zon i MR och hög risk-zon i M.

Betyg: MR(2,24), M(2,87)
Riskzon: MR(medel), M(Hög)
- 4. Tjänster:** Tjänster har ett medel-betyg i MR och ett högt betyg i M. Tjänster ligger i medel risk-zonen vad gäller MR men i låg-risk zonen i M, vilket är uppseendeväckande då de trots allt har ett högt M-betyg.

Betyg: MR(2,29), M(3,79)
Riskzon: MR(medel), M(medel/låg)
- 5. Transport:** Transport har fått bäst CSR-betyg utav alla branscher i M. Branschen befinner sig i hög/medel-risk i båda. (Folksam, 2013).

Betyg: MR(2,29), M(3,79).
Riskzon: MR(hög/medel), M(hög/medel).
- 6. Sällanköp:** Inom denna bransch ingår bilar, kläder och konsumenttjänster. Under de senaste åren har CSR blivit en stor fråga inom Sällanköp branschen. Enligt Folksam (2013) är sällanköp klassade som en medel-risk bransch. I en studie utförd av Svenskhandel (2015) genomgår konsumentbeteendet inom svensk retail en förändring.

År 2015 uppgav 7 av 10 företag att deras hållbarhetsarbete påverkade lönsamheten positivt på kort sikt. 8 av 10 uppgav däremot att det påverkade lönsamheten positivt i längden.

Betyg: MR(2,43), M(2,44)

Riskzon: MR(medel), M(medel),

- 7. Återförsäljare:** Branschen tilldelas medel betyg inom MR och medel/låg inom M, vilket är i enlighet med de riskzoner de befinner sig i.

Betyg: Återförsäljare: MR(2,36), M(2,14)

Riskzon: MR(hög/medel), M(medel/låg)

- 8. Media:** Mediabranschen tilldelas två höga betyg inom både MR och M, trots att denna bransch befinner sig i en låg riskzon inom både MR och M, vilket är mycket uppseendeväckande

Media: MR(3,03), M(2,73).

Riskzon: MR(låg), M(låg).

- 9. Dagligvaror:** Inom denna bransch ingår dagligvaror (mat, dryck, tobak, hushållsprodukter och dylikt). Denna bransch ligger även på hög/medel-betyg inom båda klasserna. CSR har blivit allt viktigare inom livsmedelsbranschen, vilket belyses utav den ideella organisationen Livsmedelsföretagen (2013), där några utav Sveriges största livsmedels företag ingår så som Löfbergs lila, Saltå Kvarn och Arla.

Betyg: MR(2,50), M(2,52).

Riskzon: MR(hög/medel), M(hög/medel).

- 10. Hälsovård:** Inom denna bransch ingår hälsovårdsutrustning och tjänster, medicin, bioteknik och forskning. Hälsovård tilldelas ett lågt betyg i både M och MR. Inom hälsovård är MR-risken relativt låg, medan M-risken är medel (Folksam, 2013). Därav är det låga Miljö-betyget uppseendeväckande.

Betyg: MR(1,57), M(1,06).

Riskzon: MR(medel/låg), M(medel).

- 11. Finans:** Inom denna bransch ingår bank, försäkring, diversifierad ekonomi. Finans placeras lågt inom M och medel/låg inom MR. Inom finans klassas risken som låg inom både M och MR.

Betyg: Finans: MR(2,16), M(1,59)

Riskzon: Finans: MR(låg), M(låg)

12. Fastigheter: Fastigheter har medel-betyg och medel-risk inom både MR och M.

Betyg: MR(2,16), M(1,59)

Riskzon: Fastigheter: MR(medel), M(medel)

13. Mjukvara: Inom denna bransch ingår mjukvara och tjänster. Mjukvara tilldelas ett högt/medel betyg i MR och lågt i M. Mjukvara befinner sig i låg-risk zonen inom både MR och M. Således är det höga MR-betyget i Mjukvarubranschen är remarkabelt, då risken är låg (Folksam, 2013).

Betyg: Mjukvara: MR(2,42), M(0,87)

Riskzon: Mjukvara: MR(låg), M(låg)

14. Hårdvara: Inom denna bransch ingår teknologi, hårdvara och tjänster. Branschen tilldelas ett medel/lågt i både MR och M och befinner sig i medel-riskzonen.

Betyg: MR(1,73), M(1,79)

Riskzon: MR(medel), M(medel)

15. Telekom: CSR-betygen och risken inom M och MR uppskattas ligga på medelnivå (Folksam, 2013). Parallellen mellan telekom-branschen och CSR känns förvisso inte självklar. Trots detta tycks medel-riskzonen pressa företagen till medel-betyg.

Betyg: MR(2,23), M(2,28)

Riskzon: MR(medel), M(medel)

16. Kraftförsörjning: Branschen har tilldelats låga CSR-betyg, trots hög risk inom både MR och M, vilket är högst uppseendeväckande. Kärnkraftverkens påverkan på miljön har debatterats flitigt och miljövänligare alternativ så som vindkraftverk syns allt oftare enligt Naturskyddsföreningen (2013). Trots detta tilldelas de flesta företag låga betyg.

Betyg: MR(1,42), M(1,79)

Riskzon: MR(Hög), M(Hög)

3.0 Teorier & hypotesutformning

Nedan presenteras de teorier som använts i syfte att formulera våra hypoteser. I avsnitt 3.1 introduceras vårt lönsamhetsmått Tobins Q. Ytterligare presenteras Institutionell teori i stycke 3.2 samt Intressent- och legitimitetsteorin i stycke 3.3. Till sist redogörs våra hypoteser i avsnitt 3.4.

3.1 Tobins Q

Flera olika ekonomiska resultatmått har använts i tidigare forskning för att analysera sambandet mellan CSR och lönsamhet. Lönsamhetsmått kan enligt Ullman (1985, pp.303-319) kategoriseras i två grupper: Marknads- och redovisningsbaserade mått. Några exempel på marknadsbaserade mått som har använts i tidigare studier är nettoavkastning av Cruz (2009, pp.224-236) samt Tobins Q av Orlitzky et al (2003, pp.403-441). Exempel på redovisningsbaserade mått är ROA från Waddock & Graves (1997, pp.303-319), ROE från Shane och Spicer (1983, pp.94-111), och ROS från Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609)

För att mäta lönsamhet i denna uppsats har vi valt Tobins Q som mått. Definitionen utav Tobin's Q är inte konsekvent i tidigare studier utan har vissa skillnader i sin förklaring. Upphovsmannen och nobelpristagaren James Tobin definierade år 1969 Tobins Q i dess ursprungliga form som ration för marknadsvärdet av ett företags tillgångar och återanskaffningsvärdet på dessa tillgångar. Tobin (1969) argumenterade för vikten utav att inkludera marknadsvärdet i bedömningen när tillgångar i företag ska värderas. Tobins Q tar även i anspråk hur marknaden bedömer investeringsmöjligheterna hos ett företag i dess värdering. Ett värde på Tobin's Q som är högt antyder att det finns incitament till att investera i företaget, eftersom att marknaden anser att det är mer värt än de ingående tillgångarna. Detta är en utav orsakerna till att vi har valt att använda Tobin's Q som beroende variabel i denna uppsats. Med anledning utav att ration mellan marknadsvärdet och återanskaffningsvärdet till en viss grad kan förklaras av indirekta tillgångar som exempelvis CSR. Det vill säga, faktorer som inte är synlig bland tillgångarna men som likväl ökar värdet på företaget. Tobins Q fångar enligt Guenster et. Al (2011, pp.679-704) således olika former utav potentiella fördelar som CSR-investeringar kan generera och det immateriella värdet av dessa fördelar som investerare tar hänsyn till.

Den ursprungliga formeln utav Tobins Q är komplex och kan därmed vara besvärlig att räkna ut. Som följd utav detta har en approximerad version utformats av bland annat Chung & Pruitt (1994, pp.70-74). Värdet som fås av denna förenkling stämmer mycket bra överens med resultatet som den ursprungliga formeln ger. Dessutom så leder den förenklade formen till en

högre förklaringsgrad. *Formeln för Tobins Q och Approximerad Tobins Q definieras i stycke 5.2 (Val utav variabler).*

3.2 Institutionell Teori

Institutionell teori handlar om att förklara de bakomliggande orsakerna till att företag tenderar att övergå till att vara alltmer homogena i strävan efter legitimitet. Detta i förhållande till andra företag i samma bransch enligt Deegan & Unerman (2011).

Enligt DiMaggio & Powell (1983) är teorin uppdelad i två indelningsgrupper - Isomorfism och Decoupling, varav isomorfism är relevant för vår studie. Där den först nämnda tar upp hur en organisation anpassar sig utav egen vilja, alternativt utav tvång ifrån den institutionella praxis som finns bland närbesläktade företag. Isomorfism delas i sin tur upp i tre kategorier – normativ-, mimisk- och tvångs-isomorfism.

Den normativa-isomorfismen uppkommer när företag inom samma bransch tillämpar institutionaliserade arbetssätt och teorier. De blir därför alltmer lika varandra. Påtryckningarna som får företagen att efterlikna varandra består dels utav institutionell praxis men även utav informella påtryckningar såsom kultur eller normer enligt DiMaggio & Powell (1983)

Mimisk-isomorfism uppstår när företag tar efter konkurrenters beteenden. Enligt Deegan & Unerman (2011) imiterar de varandra på grund utav ambition, osäkerhet samt övertygelsen om att legitimitet genererar konkurrensfördelar. Detta gör att företag formas och slutligen tenderar att likna varandra. Till sist så handlar tvångs-isomorfism, som namnet avslöjar, om tvång och kopplas till maktutövning ifrån primära intressenter.

Sammanfattningsvis så handlar alltså institutionell teori om hur institutioner påverkar och formar företag med informella och formella regler, förväntningar, och normer enligt Deegan & Unerman (2011).

Utifrån ett CSR-perspektiv, förklarar institutionell teori CSR-arbete som en spegling utav institutionellt inflytande enligt Brammer et. Al (2012, pp.1325-1343). Dessutom så föreslår Matten & Moon (2008, pp.404-424) att CSR-åtgärder skiljer sig mellan länder till följd utav olikheter i institutioner. Exempelvis är Sverige ansett som ett ledande land inom miljöansvar och mänskliga rättigheter enligt Global Green Economy Index (2014). Således är CSR högt värderat utav institutioner i Sverige, och följaktligen förväntas företag som är verksamma i Sverige att anta metoder som lever upp till detta.

3.3 Intressent teorin & Legitimitetsteorin

Jones & Wicks (1999) tar upp intressentteorin och intressenternas betydelse för företagens besluts- och prestationsprocesser. Med tanke på att institutioner kan påverka intressenterna kan det sociala trycket på ett företag om att införliva hållbarhet i verksamheten skilja sig mellan olika länder, som nämnt i föregående stycke om institutionell teori.

Enligt Forslund (2013) så definieras intressenter som ett antal grupper av individer eller enskilda individer som har någon typ av koppling till ett företags aktiviteter. Intressenter fungerar som en enhet som påverkas av eller kan påverka en organisations mål. Intressenter kan till exempel vara investerare, aktieägare, kunder, fackförbund, statliga regler eller politiska aktivistgrupper. Vidare så beskriver Freeman (1984) intressenter genom två olika begreppsbestämningar, en snäv och en bred. Den snävare avgränsningen tar enbart med de intressenter som är kritiska kring ett företags resultat och överlevnad. Den bredare avgränsningen inkluderar alla grupper eller individer som kan påverkas av eller kan påverka ett företag.

Carroll (1991, pp-39-48) argumenterar i sin studie ifrån 1991 för att företag har en moralisk och etisk skyldighet gentemot samhället och att intressenter förväntar sig det utav dem. Han beskriver hur socialt ansvar förändras över tiden och hur det skiljer sig åt beroende på branschtillhörighet, och att företag måste ta hänsyn till detta. Genom att investera i CSR som rör intressenterna kan företag stärka relationen till dem.

Kunskapen om att samhällsansvar värderas olika utifrån den bransch som företaget tillhör stöds utav Roberts (1992, pp.595-612) studie som tar upp variationen utav CSR-arbete inom olika branscher. Roberts delar upp branscher i låg profilerade och hög profilerade industrier, där de hög profilerade är mer benägna att kommunicera sina aktiviteter inom CSR utåt. De hög profilerade industrierna präglas utav högre nivåer av politisk risk och ökad medvetenhet hos konsumenter. Dessa observationer stärks utav legitimitetsteorin, som antar att företag inom industrier som har mycket negativa associationer till sig, behöver arbeta mer med CSR för att reducera de negativa anknytningarna som intressenter kan ha. Eftersom att företag hela tiden strävar efter att vara legitima, som förklarat utav Campbell (2003, pp.558-581). Detta gör företag genom att uppfylla de krav som finns. Teorin innehåller ett slags kontrakt mellan företag och samhället i stort. Detta sociala kontrakt behandlar de förväntningar och krav som samhället har på organisationen.

För att kunna utvärdera vilka effekter intressenter har på företag finns det tre attribut som Mitchell (1997, p.853-886) delar upp dem i, i sin undersökning: Makt, legitimitet och brådska. Intressenter med makt kan få organisationer att agera på ett sätt som de annars inte

skulle. Legitimitet är ett allmänt antagande om att företag ska agera enligt normer, värderingar och övertygelser som är socialt accepterade. Slutligen så innebär brådska att intressenter kräver omedelbara åtgärder.

Enligt Bowie (1988, pp.97-113) kan ett företag drabbas utav konkurs, ifall det inte agerar efter intressenternas förväntningar. Freeman & Reed (1983, pp.88-106) menar att intressenterna är avgörande för organisationers överlevnad och att intressenters krav bör uppfyllas för att åstadkomma långsiktig framgång. Dessutom så har företag som är verksamma i hög-profilerade branscher, högre krav på sig och är därmed mer utsatta för potentiella negativa konsekvenser.

Detta kan kopplas till Folksams (2013) teori angående riskzoner. Där de branscher som verkar i hög-risk zoner antas ha högre intressentkrav på sig att agera ansvarsfullt.

3.4 Hypoteser

Tidigare studier och den teoretiska ram som presenteras i tidigare avsnitt ger grunden till denna studie. Eftersom hållbarhet är högt värderat i Sverige och svenska institutioner påverkar intressenternas beteende, hävdar vi att intressenter i Sverige förväntar sig att företag ska investera i CSR. Bolag som avviker från denna norm och misslyckas med att införliva hållbarhet i sin verksamhet kan uppleva negativa ekonomiska konsekvenser på grund av indirekta kostnader som orsakas av försämrat rykte och konkurrens-nackdelar. Med det sagt har investeringar i CSR en positiv effekt på kundsidan, eftersom den kan fungera som en källa till konkurrensfördelar för att kunna nå och locka till sig kunder i enighet med Waddock & Graves (1997, pp.303-319). Vilket i sin tur leder till ökad försäljning. Därför anger vi vår första hypotes som definieras nedan:

H₁ = Det finns ett samband mellan högt betyg i CSR-frågor och lönsamhet, mätt i approximativt Tobins Q

Dessutom kan anledningarna att bedriva CSR-arbete variera beroende på den bransch som ett företag verkar i. I enlighet med institutionell teori; normativ-, mimisk-, tvångsisomorfism, så har företag i olika branscher olika förväntningar på sig ifrån samhället när det gäller värderingar och normer. Som Roberts (1992, pp.595-612) föreslår i sin studie är högrisk industrier mer benägna att inkorporera CSR-aktiviteter. Roberts (1992, pp.595-612) undersökningsresultat förstärker legitimitetsteorin, som förutsätter att företag i industrier som utsätts för högre risk måste arbeta mer intensivt med CSR för att minska negativa

associationer med företag i samma bransch. Vidare baserat på intressentteorin som beskrivits av Mitchell et al. (1997, p.853-886), har intressenter ett mer intensivt förhållande till industrier som utsätts för högre risk, när det gäller CSR-arbete i form av miljö och mänskliga rättigheter. Detta innebär att dessa typer av industrier är mer beroende av sina intressenter jämfört med andra branscher, vilket leder till större ekonomisk skada för företagen om inte förväntningar hos intressenter tas hänsyn till. På grund av legitimitetsteorin bör företag som arbetar i högrisk industrier ha högre incitament att arbeta med CSR för att minska de negativa associationerna till branschen. På grund av detta hävdar vi att högrisk branscher har mer att tjäna i form av lönsamhet från att arbeta med CSR i samband med den risk de utsätts för. Därför anger vi följande hypoteser utifrån Folksams riskbedömningar för varje bransch:

H_2 = Högrisk-branschens lönsamhet påverkas positivt utav CSR-arbete, i högre utsträckning än i andra branscher

4.0 Data och metod

Nedan introduceras data och metod, där vi går igenom metod, kritik och ansats i avsnitt 4.1. Vidare presenteras vår datainsamling och datainsamlingsmetod i stycke 4.2. Till sist presenteras population och bortfall i avsnitt 4.3.

4.1 Metod, kritik och ansats

Vår undersökning är en kvantitativ studie, där marknadsdata (numerisk) har använts i syfte att uppskatta samt redovisa ett underliggande samband mellan CSR och lönsamhet. Kvantitativ metod används främst vid undersökning utav ett stort antal observationer, då det underlättar studien. Man vill i en kvantitativ undersökning använda sig utav mätbar och preciserbar data. Detta statistiska sätt att undersöka en hypotes sägs vara mer slagkraftig än kvalitativ, då syftet och resultatet oftast är tydlig enligt Jacobsen (2002). Kvalitativ undersökning går ut på analys utav enkätundersökningar, intervjuer och case-studier, där resultaten kan vara tvetydiga.

Därtill utgår vår studie ifrån en kvantitativ deduktiv metod, då vi utgår ifrån tidigare teorier för att sedan se inverkan på empirin. En deduktiv metod utgår ifrån en teori eller modell, sedan formuleras en hypotes för att sedan testa denna mot verkligheten genom observationer, i enlighet med vår undersökning Eriksson & Wiedersheim-Paul (2011).

Forskning utförd utav (Jacobsen, 2002) menar på att denna metod är förhållandevis o-flexibel samt begränsad, då denna kan framkalla en lucka emellan forskare och forskningsområdet, därav försvinner perspektiv och förståelse för den underliggande problematiken. Ytterligare brister innefattar val utav data, där forskarens personliga mål med sin forskning allt för ofta reflekteras i stickprovet. Hur som helst, är detta även ett ofrånkomligt problem inom kvalitativ metod.

Kvantitativ data blir i vårt fall den mest fördelaktiga, med anledning utav att vårt stickprovsunderlag är så pass stort. Ytterligare vill vi undersöka skillnader mellan variabler (ex: Tobins Q, CSR, branscher) och dess påverkan på varandra vilket blir möjligt vid en kvantitativ undersökning. Därtill är vårt syfte att finna statistiskt säkerställda samband. Således appliceras en kvantitativ metod i vår undersökning.

4.2 Datainsamling och datainsamlingsmetod

Den information som vi har använt oss utav i vår undersökning består främst utav sekundärdata. Datainsamling kan bestå utav sekundärdata, som består utav fakta som samlats in utav andra, och primärdata, som består utav data som forskaren i fråga samlat in. Primärdata kan enligt (Jacobsen, 2002) innefatta egna iakttagelser, intervjuer eller enkätundersökningar. I vår undersökning har sekundärdata applicerats, för att lyckas sammanställa en stor mängd observationer för att få ett så verklighetstroget resultat som möjligt.

Genom databasen Wharton Research Data Services har vi hittat marknadsvärde på samtliga aktier samt antal utestående aktier för att få det totala marknadsvärdet vid ett specifikt datum, 2014-12-30. Wharton publicerar samtliga aktier i ett företag, vare sig de finns på börsen eller inte, A-aktier, B-aktier, C-aktier, preferensaktier. Vissa preferensaktier finns på börsen och således har aktiepriset använts ifrån den sista börsdagen år 2014 istället för likvidationsvärdet. Då samtlig information publiceras gällande marknadsvärdet är detta en bra databas att utgå ifrån.

Ytterligare har vi använt oss utav databasen Retriever där vi funnit historisk data på kortfristiga skulder, kortfristiga tillgångar, långfristiga skulder samt totala tillgångar ifrån år 2014. Ur Retriever har vi erhållit större delen utav bokslutsinformationen. Vid brist på information, exempelvis i de fall där bolagen bytt namn under åren, har vi vänt oss till bolagens egna hemsidor för bokslutsmaterial.

Genom Wharton Research Data Services har vi har vi hittat information gällande företagen ISIN-nummer för att möjliggöra vår undersökning. De ISIN-nummer som vi inte lyckades hitta där fann vi på Nasdaq OMX. Nasdaq OMX har även fungerat som en utgångspunkt kring huruvida företagen är listade på den svenska börsen eller inte.

Därtill har vi använt oss utav Folksams Index över ansvarsfullt företagande, där vi funnit CSR-betyg på mänskliga rättigheter och miljö. Dessa används separat som de två oberoende variablerna i vår regression. CSR-index har applicerats ifrån år 2013, då CSR-åtaganden ska ge utslag på längre sikt enligt tidigare forskning utav Waddock & Graves (1997, pp.303-319). Ur Folksams Index har vi även hittat information gällande branschtillhörighet. Ursprungligen var där 225 företag listade i Folksams Index över ansvarsfullt företagande, i vår forskning finns vissa bortfall.

Ur databasen Capital IQ, har vi hittat grad utav R&D i företagen ifrån år 2013, då även R&D ska ge utslag på längre sikt, i enlighet med tidigare forskning Waddock & Graves (1997, pp.303-319) samt Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609)

Samtlig information ovan har krävts för att räkna ut Tobins Q, skulder och risk.

4.3 Population och bortfall

I vår forskning har vi som ovan nämnt utgått ifrån Folksams Index över ansvarsfullt företagande. 225 stycken företag har resulterat i ett bortfall på 42 stycken företag och ett stickprovsunderlag på 183 stycken företag med anledning utav de nedan listade orsakerna.

- Företagen finns inte listade på Nasdaq OMX vid undersökningen, vilket resulterar i att bokslutsinformation inte går att finna.
- Årsredovisningen går inte att finna
- Redovisningsvaluta är utländsk
- Bolagen har likviderats och data finns inte tillgänglig

5.0 Empirisk Metod

I vår empiriska metod förs en genomgående förklaring utav vår regression i avsnitt 5.1. Därtill presenteras de variabler vi valt i stycke 5.2. Till sist berör vi de statistiska test vi använts oss utav i vår undersökning i avsnitt 5.3.

5.1 Regression

Regressionsmodeller är enligt Dougherty (2016) bland de vanligaste sätten att studera förhållandet mellan två eller flera variabler. Där målet är att uppskatta sambanden mellan utvalda beroende-och oberoendesvariabler.

Multipel linjär regression

Modell specifikationen för den multipla linjära regressionen ges av:

$$y_i = \beta_0 + x_{1i}\beta_1 + x_{2i}\beta_2 + \dots + x_{ki}\beta_k + \epsilon_i \quad i = 1, 2, \dots, n$$

OLS

Dougherty (2016) menar att Ordinary Least Square(OLS) metoden är standardmetoden som används för att skatta multipla linjära regressioner. Denna metod kommer att användas för att härleda uppskattningarna för våra koefficienter.

Antaganden

Brooks (2008, pp.22) hävdar att i allmänhet föredras minsta kvadrat metoden (OLS) för uppskattning eftersom den är lätt att använda och förstå, dock finns begränsningar. För att OLS metoden ska ge en bra uppskattning och uppnå ideala förhållanden behöver vissa antaganden uppfyllas. Följande OLS-antaganden görs av Brooks (2008, pp.44) för att den multipla regressionsmodellen ska ge giltiga resultat

1. Feltermerna antas ha ett väntevärde lika med 0

$$E(e_i | x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{ik}) = 0$$

2. Feltermerna har en konstant varians, homoskedasticitet

$$E(e_i | x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{ik}) = \sigma^2$$

Detta är ett antagande som sällan uppfylls i verkligheten vilket gör att feltermerna istället är Heteroskedastiska. Detta innebär problem i form av felaktiga standardfel. Heteroskedasticitet diskuteras mer ingående under statistiska test(5.3) i rapporten

3. Feltermerna är linjärt oberoende av varandra, autokorrelation

$$\text{cov}(e_i, e_j) = 0$$

Denna studie testar paneldata och inte tidsseriedata därav är detta antagande uppfyllt.

4. Det finns ingen kovarians mellan feltermen och motsvarande x-variabel

$$\text{cov}(e_i, x_i) = 0$$

5. Feltermerna är normalfördelade

$$e_i \sim N(0, \sigma^2)$$

Brooks (2008, pp.44) beskriver att om de första fyra antaganden uppfylls fås de mest väntevärdesriktiga skattningarna med OLS, Best Linear Unbiased Estimator (BLUE) enligt Gauss Markovs teorem. Vilket gör den mer träffsäker än andra linjära estimatorer.

Normalitetsantagandet nummer fem är ett extra antagande som ska uppfyllas för att kunna utföra enkla eller förenade hypotesprover om modellparametrarna(Brooks, 2008). Vidare så finns det utöver dessa fem antagande ytterligare två grundläggande förutsättningar som bör uppfyllas vid linjär regressionsanalys enligt Brooks (2008, pp.45):

1. Regressionsmodellen är linjär i parametrarna
2. Perfekt Multikolinjäritet får inte förekomma. Vilket innebär att ingen förklarande variabel får vara starkt beroende av en annan förklarande variabel. Det får alltså inte finnas ett perfekt linjärt samband mellan någon av de förklarande variablerna. Även detta diskuteras längre fram i rapporten.

Dessa förutsättningar och antaganden testas med hjälp av Statistiska Test i STATA som beskrivs mer utförligt i avsnitt 5.3

Hypotesprövning

Prövning av hypoteser används för att undersöka om de beräknade β -koefficienterna är statistiskt signifikanta och inte beror på slumpen.

5.2 Val av variabler

Tabell 6: Val av variabler

Variabel	Formel	Källa
Beroende variabel		
Approximerad Tobins Q	$(MVE+PS+DEBT)/TA$	Wharton Research Data Services & Retriever
Oberoende variabel		
CSR-betyg MR	Skala 0.00-7.00	Folksams Index över ansvarsfullt företagande
CSR-betyg M	Skala 0.00-7.00	Folksams Index över ansvarsfullt företagande
Kontrollvariabler		
Risk	$\log(\text{Långfristiga skulder} / \text{Totala tillgångar})$	Retriever
Storlek	$\log(\text{Totala tillgångar})$	Retriever
R&D	$\text{R\&D utgifter} / \text{Totala tillgångar}$	Capital IQ

Beroende

Den beroende variabeln i vår regression representeras utav lönsamhetsmättet Tobins Q. Tobins Q är framräknat genom den approximerade formeln, där faktorer så som marknadsvärdet på aktier, likvideringsvärde utav utestående preferensaktier, skulder och totala tillgångar ingår. Vi har valt att ta logaritmen utav Tobins Q då variabeln antar stora värden samt för att undvika felaktiga modellspecifikationer i enighet med Brooks anvisningar (2008, pp.39). När vi tar logaritmen utav Tobins Q förändras tolkningen utav variabeln. En förändring i vår oberoende variabel med en enhet, ger en förändring på $100 * \beta_1$ procent i den oberoende variabeln enligt Brooks (2008, pp.39).

Studien har utgått ifrån marknadsdata utav Tobins Q ifrån år 2014, då ett flertal studier pekar på att lönsamheten påverkas på längre sikt utav CSR-åtaganden exempelvis enligt Waddock & Graves (1997, pp.303-319)

Vi har valt att arbeta med Tobins Q som beroende variabel då lönsamhetsmättet överträffat andra mått vid forskning inom branschskillnader. Mättet kräver inte variabeln tillgångar vid sin uträkning, till skillnad ifrån ROA. Då vissa branscher är mycket resurskrävande ger variabeln tillgångar felaktiga utslag på lönsamheten och resultaten enligt David. P et. Al (2009) Med anledning utav det är det fördelaktigt att tillämpa Tobins Q.

Som nämnt tidigare är detta även en intressant variabel att undersöka då ration mellan marknadsvärdet och återanskaffningsvärdet till viss grad kan förklaras utav indirekta tillgångar, förslagsvis CSR. Dessa är faktorer som inte är synliga, men likväl påverkar de värdet på företaget Guenster et. Al (2011, pp.679-704)

Tobins Q och approximerad Tobins Q definieras nedan:

$$Tobins\ Q = \frac{\text{Marknadsvärdet av företagets tillgångar}}{\text{Återanskaffningsvärdet av tillgångarna}}$$

$$Approximerat\ Tobins\ Q = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}$$

- **MVE:** Marknadsvärde aktier
- **PS:** Likvideringsvärde av utestående preferensaktier
- **DEBT:** Netto av kortfristiga skulder + bokfört värde av långfristiga skulder
Där netto av kortfristiga skulder = kortfristiga skulder - omsättningstillgångar
- **TA:** Totala tillgångar

Oberoende

I studien implementeras två oberoende variabler för att få en tillförlitlig regression. De oberoende variablerna representeras utav Folksams CSR-betyg i Miljö och Mänskliga rättigheter. Syftet med regressionen är att se till vilken grad CSR åtaganden (oberoende-variabel) påverkar lönsamheten (beroende-variabel). Studien har utgått ifrån Folksams Index på CSR-betyg ifrån 2013. Betyget används som ett mått på hur väl ett företag arbetar med hållbarhet. Där max-betyget är 7.00.

Folksams Index på ansvarsfullt företagande är ett tillförlitligt mått på våra oberoende variabler, då de arbetar med de internationella rekommenderade mått som föreskrivits, (se ovan, 2.1 CSR samt 2.4 Folksam Index, risk och CSR-betyg).

Kontrollvariabler

Tre kontrollvariabler kommer att implementeras i vår studie för att få ett tillförlitligt resultat. Kontrollvariabler används i avsikt att finna ”störningar” i undersökningen. Dessa innefattar samband mellan andra variabler än den man primärt vill undersöka Bryman och Bell (2013). Studiens kontrollvariabler består utav risk, storlek och R&D, i enlighet med tidigare studier. Dessa tre kontrollvariabler ska enligt tidigare forskning påverka regressionens utfall på olika sätt enligt Waddock & Graves (1997, pp.303-319)

- Risk = (Långfristiga skulder/ Totala Tillgångar)
- Storlek = $\log(\text{Totala tillgångar})$
- R&D = R&D/TA(R&D utgifter i förhållande till företagsstorlek)

Risk har tidigare använts i ett flertal studier, där risk definieras som långfristiga skulder/ Totala tillgångar. Risk definieras som en essentiell kontrollvariabel enligt Waddock & Graves (1997, pp.303-319) då det kan påverka ett företags lönsamhet och marknadsvärde. Hillier et. Al (2010) menar att risken kan ge en gynnsam effekt, i form utav hävstångseffekten, men även en kritisk effekt vid alltför stor risk som tidigare nämnt.

Storlek har även inkorporerats som en utav våra kontrollvariabler i enlighet med tidigare studier. Storlek har i vår studie definierats som logaritmen utav företagets Totala tillgångar likt tidigare studier utförd utav Shih-Fang (2007, pp.352). Anledningen till att vi använder logaritmen utav storlek beror på att värdet var så pass stort att det gav ett bättre resultat. Likväl för att undvika felaktiga modellspecifikationer. Tidigare litteratur utförd utav Shih-Fang (2007, pp.352) samt Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609) har funnit ett negativt

samband mellan ett företags storlek och dess lönsamhet som nämnt ovan. Då större företag vanligtvis är äldre, har de färre investeringsmöjligheter och således ett lägre värde på Tobins Q. Därav, blir detta en viktig kontrollvariabel i vår undersökning.

Till sist har även research and development (R&D) implementerats i enlighet med Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609). R&D definieras som utgifter inom R&D. Tidigare forskning har påvisat ett strikt positivt samband mellan lönsamhet och graden utav R&D. I enlighet med Griliches (1979, pp.92-116) undersökning, ska investeringar inom innovation leda till högre lönsamhet på lång sikt - en studie som Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609) tog inspiration ifrån i sin studie. Med anledning utav detta har vi valt att inkorporera R&D ifrån år 2013, tillskillnad ifrån övrig marknadsdata som är ifrån år 2014. Därav betraktas R&D som en essentiell kontrollvariabel i vår undersökning. Vidare så tas (R&D/Totala Tillgångar) eftersom denna variabel står i relation till företagsstorleken. Därav skapas variabeln relR&D.

Dummy-variabler

För att testa Hypotes 1 använder vi additiva dummy-variabler för att få fram de olika branschskillnaderna vad gäller förhållandet mellan lönsamhet och hållbarhetsarbete. I Hypotes 2 kommer interaktionsvariabler användas. I Folksams undersökning ifrån år 2013, förklarar de att vissa branscher har större incitament att arbeta med CSR på grund utav intressenternas krav. Ett antal branscher kommer att undersökas i vår regression för att se huruvida vissa branscher påverkas högre utav M eller MR åtaganden. De dummy-variabler vars bransch undersöks kommer att fungera som interaktionsvariabler.

Interaktionsvariabler

Interaktionsvariabler skapas för att testa om branschvariablerna(Dummy-variabler) tillsammans med de olika oberoende variablerna CSRbetygM och CSRbetygMR har någon inverkan på den beroende variabeln Tobins Q. Interaktionsvariabler appliceras genom att de två variabler man tror har inverkan på den beroende variabeln Tobins Q multipliceras med varandra.

Det första steget kommer att vara att definiera branscher där vi misstänker att interaktionsvariabler kan komma till nytta. Som tidigare nämnt innehåller Folksams Index uppskattningar på branschernas riskzon inom M och MR. För en mer detaljerad beskrivning av branschriskbedömningarna, se avsnitt 4.3. De branscher som vi har valt att undersöka med hjälp av interaktionsvariabler är de branscher som klassas som högrisk i enlighet med utformningen av Hypotes 2 där vi tror att högrisk-branschers lönsamhet påverkas positivt utav

CSR-arbete i högre uträkning än i andra branscher. Dessa är Energi, Material, Kapitalvara samt Kraftförsörjning. För att testa Hypotes 2 kommer vi först skapa en dummy-variabel som är 1 för alla industrier som klassas som högrisk. Sedan testas även högrisk-branscherna var för sig där vi interagerar respektive CSRbetyg med dummyvariabeln för varje enskild bransch vi vill undersöka.

$$Q_i = \beta_1 CSR_{i,M} + \beta_2 CSR_{i,MR} + \beta_3 Storlek_i + \beta_4 Risk_i + \beta_5 R\&D_i + \beta_6 CSR_{i,x} \delta_i + \varepsilon_i$$

Transformerade variabler

Att transformera variabler görs för att möta kraven från OLS-antagandena. Syftet med transformationen är att eliminera eller minska heteroskedacitet, vikta om de variabler som visar högt storleksberoende samt approximera för eventuella icke-linjära trender i regressionen. Med hjälp av log-log modellen tas den naturliga logaritmen på variabler på båda sidorna. För mer detaljerad beskrivning av vilka transformationer som gjorts se sektion 5.1 med val av variabler.

Basmodell specifikation

$$Q_i = \beta_1 CSR_{i,M} + \beta_2 CSR_{i,MR} + \beta_3 Storlek_i + \beta_4 Risk_i + \beta_5 R\&D_i + \delta_i + \varepsilon_i$$

5.3 Statistiska test

Innan den multipla regressionsanalysen utförs kontrolleras olika felkällor i enighet med de OLS-antaganden som presenterats tidigare. Detta görs med hjälp av diagnostiska test i statistikprogrammet STATA för att OLS metoden ska kunna ge användbara resultat.

Ramsey's Reset test för felaktig modellspecifikation

Ramsey's reset test utförs för att undersöka miss-specifikationer i modellen. Testet utförs på varje regression. Problem som uppstår vid miss-specifikation kan exempelvis vara att variabler utelämnas eller att relationen mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna är icke linjära. Detta bryter i sådant fall mot förutsättning nummer 1 om att regressionsmodellen är linjär i parametrar. Resultatet av testet (se bilaga 1) visar på att inte behöver förneka nollhypotesen om att modellen inte har några fel specificerade variabler eftersom p-värdet är 0,3755, $P > 0,05$. Modellen innehåller alltså inga miss-specifikationer.

Skewness/kurtosis test(Jarque-Bera test)

För att kontrollera huruvida residualerna är normalfördelade (antagande 5) eller inte, utfördes Jarque-Bera test (se bilaga 2). Resultatet tolkas utifrån tumregeln: nollhypotesen att residualerna är normalfördelade. förnekas om p-värdet är mindre än 0,05 och chi-värdet är högt. Resultatet visar att residualerna inte är normalfördelade. Med tanke på att antagande 5 sällan fungerar i praktiken då det är väldigt strikt så är resultatet förväntat. Dessutom innehåller regressionen en del outliers vilket är en bidragande faktor enligt (2008, pp.165). I enlighet med Centrala gränsvärdessatsen och urvalet på 183 variabler, kan vi anta att regressionen ger resultat som är tillförlitliga trots att antagandet om normalfördelade feltermar inte är helt uppfyllt. Asymptotiskt kommer teststatistikerna vara normalfördelade trots att feltermerna inte är det enligt Brooks (2008, pp.164).

Multikolinjäritet

Perfekt multikolinjäritet uppstår när förutsättning nummer 2, att förklarande variabler inte får vara starkt beroende av varandra, inte uppfylls. Multikolinjäritet är alltså när förändringen i en förklarande variabel beror på en eller flera av de andra förklarande variablerna. Detta leder till att standardavvikelsen och variansen hos de estimerade koefficienterna ökar. I verkligheten så beror i princip alla förklarande variabler på något sätt utav varandra. Så det handlar istället om i vilken grad och därmed hur mycket multikolinjäritet som kan tillåtas i modellen.

Genom att titta på en korrelationsmatris som visar alla parvisa korrelationer, kan multikolinjäritet upptäckas. Där alla variabler förutom dummy-variablerna tas med då dessa är kodade med 0 och 1 och därmed inte tillför något. Enligt Gujarati och Porter så visar värden som är högre än 0.8 att det troligtvis förekommer allvarlig parvis korrelation som bör adresseras enligt Gujarati & Porter (2010). Korrelationsmatrisen visar inga tecken på detta (se bilaga 3). Multikolinjäritet kan alltså uteslutas.

Heteroskedasticitet

Som tidigare nämnt så uppstår ofta heteroskedasticitet i verkligheten, vilket är när antagande 2 inte uppfylls. Feltermerna har då inte en konstant varians, vilket skapar felaktiga skattningar och innebär att variabler kan bli felaktigt inkluderade eller exkluderade i modellen. För att undersöka om heteroskedasticitet existerar så används först Breuch-Pagan test. Resultatet (se bilaga 4) enligt detta test visar att feltermerna är heteroskedastiska eftersom vi förkastar nollhypotesen om konstant varians då p-värdet är 0 alltså är $p < 0,05$. Ytterligare ett test gjordes för att upptäcka heteroskedasticitet – White's test. Vilket är ett special fall av

Breusch-Pagan där antagandet om normal fördelade feltermen inte är lika strikt. En del utav anledningen till att testet är mer generellt är att det lägger till villkor för att testa fler typer utav heteroskedasticitet. Till exempel genom att lägga till upphöjda oberoende variabler hjälper testet till att upptäcka icke-linjäritet. Även i White's test (se bilaga 4) förnekar vi nollhypotesen om homoskedasticitet då p-värdet är 0,0008, $p < 0,05$. Dessa två resultat visar på att heteroskedasticitet finns.

Robusta Standardfel

För att hantera heteroskedasticitet valde vi att använda robusta Standardfel eftersom dessa fel är konsistenta och snarlika vanliga standardfel. Användningen av robusta standardfel ändrar inte koefficientuppskattningen, men teststatistiken kommer ge korrekta p-värden. Att använda sig av WLS (eng. Weighted Least Squares) kan även lösa problemet med bias (inte VVR) i standard felen och kan ge mer effektiva estimatorer. Dock kräver WLS fler antagande och är svårare att implementera, därmed är robusta standardfel en populär metod för att hantera heteroskedasticitet enligt Wooldridge (2003, pp.251)

Winsorization

För att mildra effekten av outliers winsorizerades alla variabler förutom dummy-variablerna, till 1: a och 99: e percentilen. En relativt konservativ nivå av winsorization valdes eftersom winsorizeringen eventuellt kan påverka våra resultat. Regressionen görs både med och utan winsornisering för att analysera hur mycket resultatet påverkas av åtgärden. Se bilaga 5 för regression utan winsorizerade variabler. Jämförelsen visar att förklaringsgraden R^2 går från 0,1752 till 0,3655 efter winsorizing. Därmed drar vi slutsatsen att resultatet förbättras utan att ge felaktiga resultat eftersom vi använder en så pass konservativ nivå som 1: a och 99: e percentilen.

6.0 Empiriska resultat och Analys

Nedan presenteras våra empiriska resultat och analys. Resultaten är tagna från statistikprogrammet STATA. Signifikansnivån 5 % används om inget annat nämns.

Deskriptiv statistik

Från början innehöll urvalet 225 företag och observationer. På grund utav bortfall är det slutgiltiga antalet 183 observationer enligt tabell X.

Tabell 7: Urval

<i>Bransch</i>	Freq.	Percent	Cum.
Dagligvaror	5	2.73	2.73
Energi	3	1.64	4.37
Fastigheter	14	7.65	12.02
Finans	13	7.10	19.13
Hälsovård	20	10.93	30.05
Hårdvara	16	8.74	38.80
Kapitalvara	29	15.85	54.64
Kraftförsörjning	2	1.09	55.74
Material	10	5.46	61.20
Media	3	1.64	62.84
Mjukvara	17	9.29	72.13
Sällanköp	19	10.38	82.51
Telekom	3	1.64	84.15
Tjänster	21	11.48	95.63
Transport	2	1.09	96.72
Återförsäljare	6	3.28	100.00
Total	183	100.00	

Denna tabell visar fördelningen mellan observationerna för varje bransch i stickprovet.

Branschkategorierna är från Folksam's Index över hållbart företagande från 2013. Tabellen visar att det är stor skillnad i antal observationer för de olika branscherna, där det högsta är 29 för Kapitalvaru-branschen medans Transport-branschen enbart har 2. Detta är något som bör tas i åtanke vid analys av resultatet.

Tabell 8: Deskriptiv statistik CSR-betyg

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CSRbetygMR	183	2,187923	1,147304	0	4,87
CSRbetygM	183	2,116175	1,435741	0	5,92

Tabell 8 visar antal observationer, medelvärde, standardfel och minsta värde respektive högsta värde för de olika CSR-betygen från Folksams Index. Medelvärdet på de båda betygen är lika varandra medans max värdet för CSR-betyg inom Miljö(M) är högre än för Mänskliga Rättigheter (MR)

Tabell 9: Deskriptiv statistik före transformation av variabler

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TobinsQ	183	19.15756	226.8049	-.3001372	3067.033
TA	183	2.16e+10	5.21e+10	126000	3.83e+11
Risk	183	.1833222	.1743737	0	.6879002
RD	183	394.7093	2945.221	0	36004

Tabell 10: Deskriptiv statistik efter transformation av variabler

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
logTobinsQ	183	.430918	.7910981	-1.919722	4.962064
logTA	183	21.85363	2.179357	14.11339	26.50242
Risk	183	.1833222	.1743737	0	.6879002
relRD	183	2.39e-08	6.34e-08	0	3.89e-07

Tabell 9 och 10 visar antal observationer, medelvärde, standardfel och minsta värde respektive högsta värde för den beroende variabeln samt de tre kontrollvariablerna, före och efter tillägg och transformering av variabler. För att undvika saknade värden i STATA, på grund av negativa värden på Tobins Q som ett minsta värde på 0,30001372 tyder på, omskalades Tobins Q för att sedan logaritmeras. Totala tillgångar (TA) kunde logaritmeras utan att omskalas eftersom inga värden var negativa, minsta värde är 126.000. R&D (RD) korrigerades för företagsstorlek genom att delas med Totala tillgångar, eftersom R&D står i relation till ett företags storlek.

Tabell 11: Parvis korrelationsmatrix

	logTobinsQ	CSRbetygMR	CSRbetygM	logTA	Risk	relRD
logTobinsQ	1.0000					
CSRbetygMR	-0.0650	1.0000				
CSRbetygM	-0.0991	0.6891***	1.0000			
logTA	-0.2791***	0.5255***	0.6251***	1.0000		
Risk	-0.1618*	0.1599*	0.3488***	0.4578***	1.0000	
relRD	0.2160**	-0.1230	-0.1629*	-0.1995**	-0.1357	1.0000

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Parvisa korrelationer för alla variabler räknades ut tillsammans med respektive signifikansnivå. Som tidigare nämnt bör värden högre än 0.8 adresseras då det iså fall förekommer allvarlig parvis korrelation, tecken på detta hittas inte i korrelationsmatrisen. (Gujarati och Porter, 2010). De två CSR betyg-variablerna M och MR visar på svag negativ korrelation på ($\rho = -0,0991$) respektive ($\rho = -0,0650$) med Tobins Q. Samtliga kontrollvariabler visar på svag negativ korrelation med Tobins Q förutom R&D som visar positivt. Dock är det enbart kontrollvariablernas parvisa korrelationen med Tobins Q som är signifikanta. Ett flertal korrelationer visar alltså höga signifikansnivåer och är därmed icke-signifikanta, vilket innebär att korrelationsmatrisen blir svårtolkad.

Resultat från Regression

Hypotes 1:

Tabell 12 visar regressionsresultatet för vår basmodell där hypotesen H1 – 'Det finns ett samband mellan högt betyg i CSR-frågor och lönsamhet, mätt i approximativt Tobins Q' - testas. Efter tillägg och transformeringar av variabler visade regressionen på högre förklaringsgrad R^2 av de skattade variablerna än innan. Vidare så gjordes regressionen med Whites's robusta standard fel som tillval för samtliga variabler.

Genom att titta på resultatet av p-värdena för respektive variablers t-test så kan vi utläsa att majoriteten av modellens variabler inte kan förkasta nollhypotesen. Den enda variabel som får ett signifikant resultat är R&D som visar på ett starkt positivt samband med ett p-värde < 0.01 . Vidare så visar Risk på ett svagt negativt samband med Tobins Q. De två oberoende variablerna för CSR-betyg som vi är intresserade av för att pröva hypotesen visar båda på ett svagt positivt samband. Dock går detta resultat inte att säkerställa då p-värdena är höga, $p=0,522$ och $p=0,860$. Vi får därmed ett neutralt resultat och kan inte bevisa att 'Det finns ett samband mellan högt betyg i CSR-frågor och lönsamhet, mätt i approximativt Tobins Q'

De allra flesta resultaten är således inte signifikanta. Emellertid så visar regressionens F-test ett p-värde som är mindre än 0,05(5 %) för alla variabler ihop, vilket innebär att någon eller några av variablerna har betydelse. Vidare så visar R^2 ett värde på 0.3655 i förklaringsgrad. Vilket betyder att cirka 36,55 % av variansen i den beroende variabeln Tobin's Q kan predikteras av de oberoende variablerna, kontrollvariablerna samt de additiva dummy-variablerna.

Sammanfattningsvis så visar regressionen alltså inget stöd för hypotes 1 (om något ett väldigt svagt). Dessa resultat överensstämmer med ett flertal resultat från tidigare studier som föreslår en neutral relation, Ullman (1985, pp.303-319); Aupperle et. al, (1985, pp.446-463); McGuire, et. al, (1988, pp.854-872); Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609); Orlitzky et al (2003, pp.403-441).

Tabell 12: Regression för Hypotes 1

<i>Beroende</i>			
<i>Variabel</i>			
		logTobinsQ	
<i>Oberoende</i>			
<i>Variabler</i>			
CSRbetygMR	0.040 (0.06)		
CSRbetygM	0.011 (0.06)		
<i>Kontroll Variabler</i>			
Risk	-0.708 (0.38)		
logTA	-0.002 (0.03)		
relRD	2595655.947** (892893.67)		
<i>Branscher</i>			
Dagligvara	0.000 (.)	Material	-0.065 (0.50)
Energi	0.675 (0.64)	Media	0,057 (0.54)
Fastigheter	0.556 (0.54)	Mjukvara	0.211 (0.50)
Finans	0.554 (0.87)	Sällanköp	0.465 (0.50)
Hälsovård	0.634 (0.52)	Telekom	1.978 (1.44)
Hårdvara	0.258 (0.54)	Tjänster	0.145 (0.51)
Kapitalvara	0.568 (0.54)	Transport	0.183 (0.52)
Kraftförsörjning	0.484 (0.50)	Återförsäljare	0.430 (0.50)
<i>N</i>	183		
<i>R²</i>	0.366		

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Hypotes 2

För att testa Hypotes 2 utfördes först en regression där vi skapade en dummy-variabel som är 1 för alla industrier som klassas som högrisk.

Tabell 13: Regression för Hypotes 2 – Högrisk-branscher som 1 dummy

<i>Beroende Variabel</i>	
	logTobinsQ
<i>Oberoende Variabler</i>	
CSRbetygMR	0.018 (0.05)
CSRbetygM	-0.027 (0.05)
Risk	-0.568 (0.29)
logTA	0.021^{**} (0.01)
relRD	2703043.601^{***} (612079.34)
<i>Interaktionsvariabel</i>	
Högrisk	0.044 (0.14)
<i>N</i>	183
<i>R</i> ²	0.262

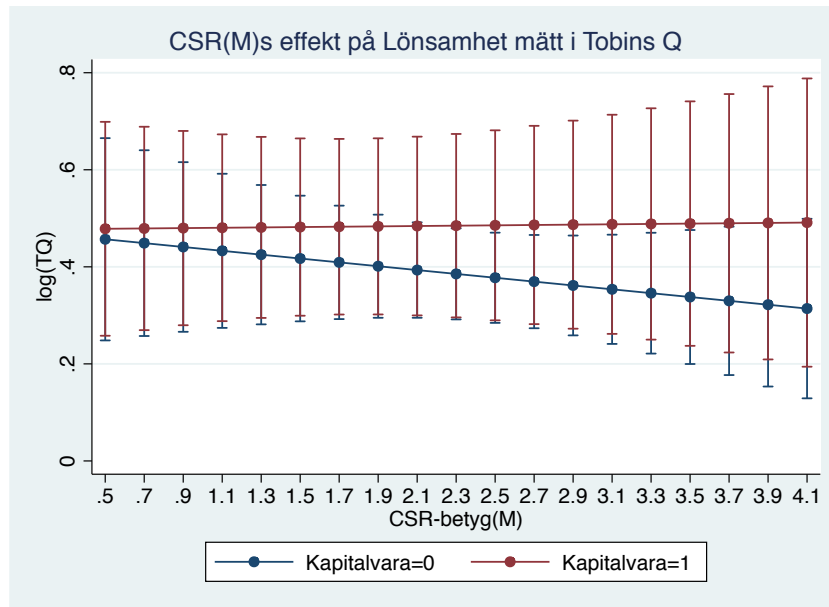
* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Resultatet visar på ett svagt positivt samband dock ger t-testet ett p-värde på 0,745 vilket är långt över signifikansnivån på 5 %. Även testet för Hypotes 2 visar på en neutral relation. Vi kan därmed inte med signifikans säga att det finns ett samband mellan att företag inom högriskbranschers lönsamhet påverkas positivt med att arbete med CSR.

Därefter valde vi att testa de olika högrisk-branscherna var för sig för att se om effekten av CSR på Tobins Q är olika i olika branscher. Därför utfördes separata regressioner med respektive interaktionsvariabel för de branscher som klassas som högrisk inom antingen Mänskliga Rättigheter(MR) eller Miljö(M)

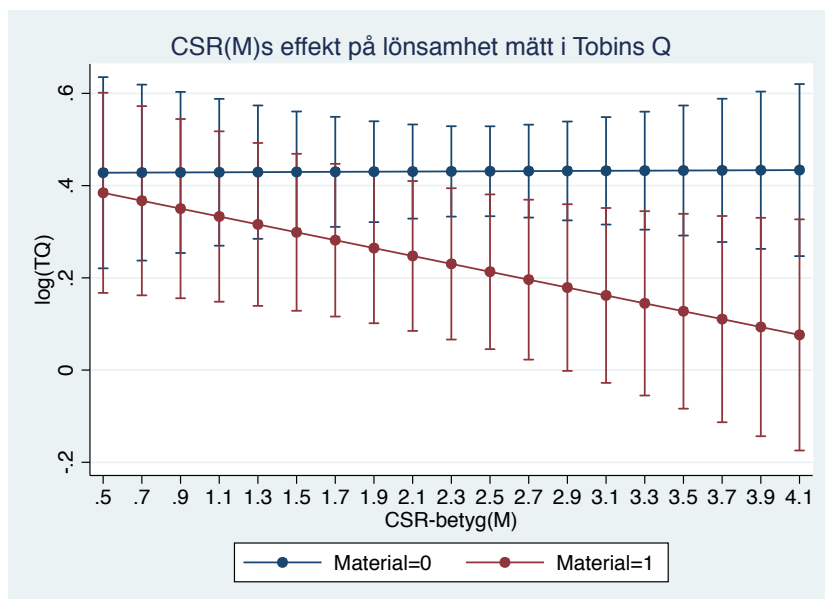
Graf 1-6 visar respektive branschs margineffekt med tillhörande regressionsresultat. För att testa Hypotes 2 interagerar vi respektive CSR-betyg med dummyvariabeln för den bransch vi vill undersöka. Intervallet i grafen är valt utifrån minsta och högsta värde på CSR-betygen för att passa skattningen. Resultatet visar följande:

Graf 1: Margineffekt - CSR-arbete(M)s effekt på Tobins Q i Kapitalvara-branschen



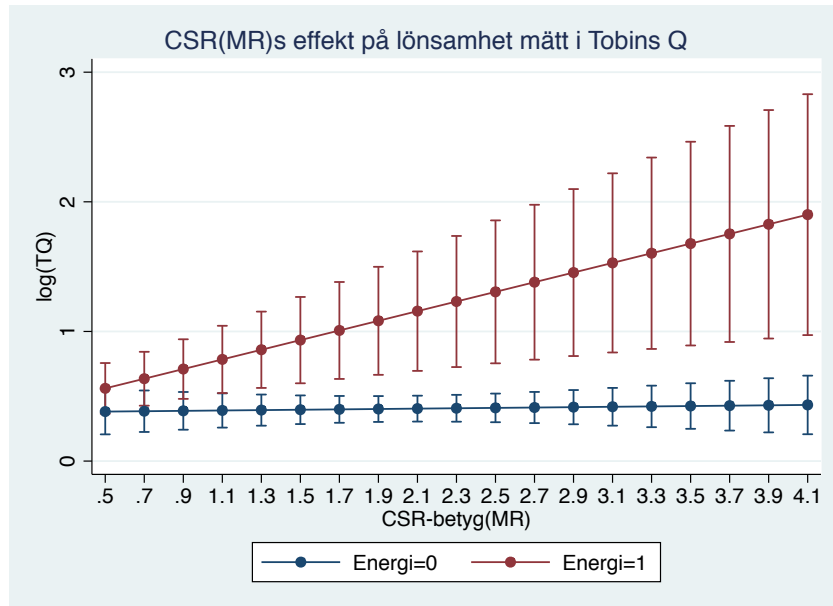
Lutning; 0.0432149 p-värde: 0.294

Graf 2: Margineffekt - CSR-arbete(M)s effekt på Tobins Q i Material-branschen



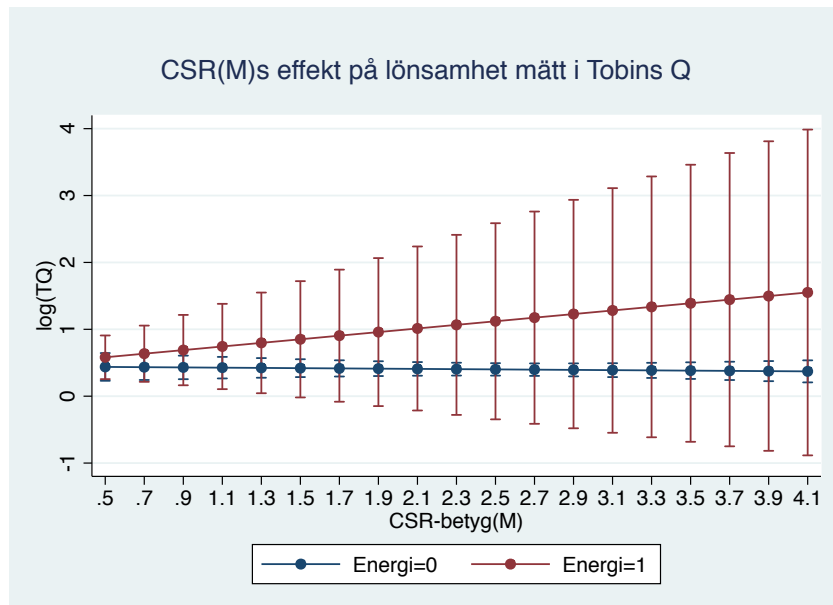
Lutning: -0.0871797 p-värde: 0.018*

Graf 3: Marginaleffekt - CSR-arbete(MR)s effekt på Tobins Q i Energi-branschen



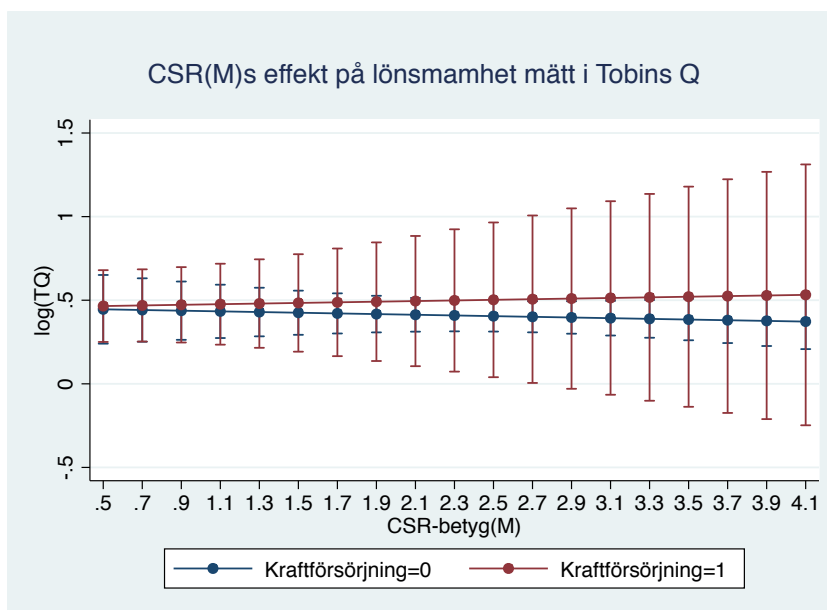
Lutning: 0.3580538 p-värde: 0.003**

Graf 4: Marginaleffekt - CSR-arbete(M)s effekt på Tobins Q i Energi-branschen



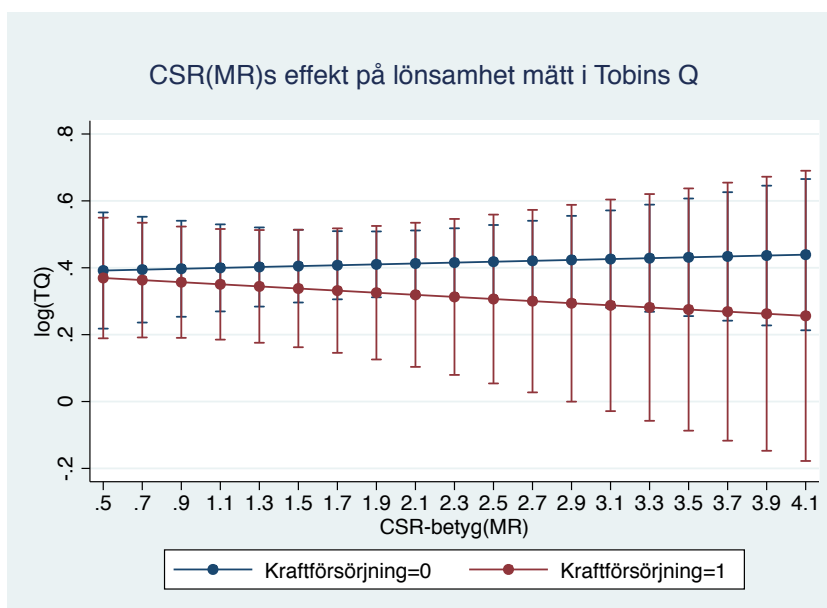
Lutning: 0.2877785 p-värde: 0.338

Graf 5: Marginaleffekt - CSR-arbete(M)s effekt på Tobins Q i Kraftförsörjning-branschen



Lutning: 0.0390015 p-värde: 0.683

Graf 6: Marginaleffekt - CSR-arbete(MR)s effekt på Tobins Q



Lutning: -0.0446303 p-värde: 0.358

Tabell 14: Sammanställning av resultat för Hypotes 2 när högriskbranscher testas var för sig

<i>Bransch</i>	<i>CSR-område med högrisk</i>	<i>Resultat</i>
Kapitalvara	M	Positiv (0.0432149)
Energi	M	Positiv (0.2877785)
Energi	MR	Positiv (0.3580538)**
Material	M	Negativ (-0.0871797)*
Kraftförsörjning	M	Positiv (0.0390015)
Kraftförsörjning	MR	Negativ (-0.0446303)

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Resultatet i tabellen ovan visar på neutralt samband för alla förutom två branscher, Energi med Mänskliga rättigheter och Material med miljö.

Energi och CSR-arbete inom Mänskliga rättigheter:

Regressionen visar på ett positivt samband vilket även kan ses i Marginaleffekt-diagrammet där CSR-betyg(MR) lutar mer uppåt i denna bransch i jämförelse med andra. Detta innebär att den har en större effekt på lönsamhet mätt i Tobins Q än andra branscher. Detta stämmer överens med Hypotes 2 där vi tror att högrisk-branschers lönsamhet påverkas positivt utav CSR-arbete i högre uträkning än i andra branscher

Material och CSR-arbete inom Miljö:

Regressionen visar på ett negativt samband vilket även kan ses i Marginaleffekt-diagrammet där CSR-betyg(M) lutar mer nedåt i denna bransch i jämförelse med andra. Detta innebär att den har en mindre effekt på lönsamhet mätt i Tobins Q än andra branscher. Detta säger emot Hypotes 2 och visar istället på det motsatta att lönsamhet i högriskbranscher påverkas negativt utav CSR-arbete i högre uträkning än i andra branscher.

Resterande resultat tolkas som neutrala och vi kan därmed inte med signifikans säga att det finns ett samband mellan att alla företag inom högriskbranschers lönsamhet påverkas positivt med att arbete med CSR. Men vi kan styrka att för Energi-branschen så stämmer detta med inkorporering av CSR-arbete inom Mänskliga rättigheter. Material branschen däremot visar på att det även kan finnas negativa samband vilket är anmärkningsvärt. Vidare så bör antalet observationer noteras då Energi och Material branschen innehåller 3 respektive 10 observationer i vårt stickprov för undersökningen. Vilket gör att vi måste analysera resultaten med försiktighet.

7.0 Diskussion & Slutsats

Vår studie analyserar den svenska marknaden, varav 183 bolag listade på Nasdaq OMX inkluderas, i hopp om att finna svar på huruvida det föreligger något samband mellan lönsamhet och CSR.

I **hypotes 1** testade vi som tidigare nämnt sambandet mellan lönsamhet och CSR, utan interaktionsvariabler. Att vi får ett neutralt resultat i denna undersökning känns inte helt överraskande, då mer än hälften utav de tidigare studier som upprättats på liknande sätt fått ett överensstämmande resultat så som Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609); Orlitzky et al (2003, pp.403-441); Vogel (2005, pp.19-46) fått i sina respektive undersökningar.

Det neutrala sambandet, i hypotes 1, mellan lönsamhet och CSR kan tyckas uppseendeväckande i dagens samhälle, då konsument-medvetenheten ökar ständigt. Att majoriteten utav världens största företag ändå inkorporerar någon form utav CSR i sin verksamhet enligt Svenskhandel (2015), trots att detta inte genererar några säkerställda ekonomiska fördelar, tyder troligtvis på att de flesta har förstått vikten utav CSR för samhället i stort – det altruistiska samhället.

Vidare tror vi att implementerandet utav CSR kan förklaras utav institutionell teori; mimisk- och normativ, då företag arbetar hårt med CSR på grund utav normer eller genom att följa konkurrenters beteende. Således kommer påtryckningarna inifrån företagen själva och de övergår till att vara alltmer homogena i strävan efter legitimitet.

Dessutom är Sverige ansett som ett ledande land inom miljöansvar och mänskliga rättigheter enligt Global Green Economy Index (2014). Således är CSR högt värderat utav institutioner i Sverige, exempelvis organisationer så som världsnaturfonden, EU kommissionen eller Fair Action (Sida, 2017). Följaktligen förväntas företag som är verksamma i Sverige att anta metoder som lever upp till detta, i enlighet med den institutionella teorin; normativ- och tvångs-isomorfism. Således skulle det neutrala sambandet kunna förklaras utav att CSR idag är en självklarhet. Med det sagt påverkas inte lönsamheten utav CSR-åtgärderna positivt, men istället neutralt. Hur som helst, skulle sambandet kunna visa sig negativt ifall CSR inte är inkorporerat överhuvudtaget, då det klassas som just en självklarhet. Med det menar vi att vi befinner oss i en jämvikt med hög CSR, där väldigt låg CSR istället skulle kunna leda till lägre lönsamhet.

Utöver det blir det svårt att statistiskt säkerställa sambandet mellan lönsamhet och CSR då det inte finns något allmänt erkänt mått. Detta kan även vara en bidragande faktor till att

resultaten tyder på ett neutralt samband. Vi kan alltså inte med säkerhet veta att sambandet är neutralt, likt vad tidigare studier anmärkt som brister.

I **hypotes 2** skiljer sig vår studie och resultat ifrån exempelvis Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609) och Waddock & Graves (1997, pp.303-319) undersökningar då vi har inkorporerat interaktionsvariabler för att se ifall effekten utav CSR på Tobins Q är olika i olika branscher. Hypotes 2 testar vi genom att slå samman samtliga högriskbranscher till en interaktionsvariabel. Resultatet är även här neutralt. Följaktligen är vi intresserade utav att se huruvida branscherna ger andra resultat i form utav enskilda interaktionsvariabler. Detta resulterade i att energi (miljö) och material (mänskliga rättigheter) är de två branscher som visar signifikans inom högrisk-branscherna, dock är det enbart ett som visar på ett positivt samband. Vårt resultat visar att tidigare studier varit för restriktiva genom att anta en homogen effekt av CSR på Tobins Q.

Materialbranschen, klassas som en högriskbransch, med höga betyg inom Miljö. I enlighet med Folksams teori, legitimitetsteorin och intressentteorin, bör en hög risk innebära att branschen står inför höga intressentkrav och bör således arbeta hårt med CSR. Att applicera intressentteorin känns i detta fall legitimt, då 9 % anser att material klassas som den viktigaste frågan ett handelsföretag kan ägna sig åt inom CSR enligt (Svenskhandel, 2015). Således är intressentkraven höga. Då branschen är en högriskbransch tror vi att lönsamheten påverkas positivt utav CSR-åtaganden inom miljö.

Emellertid, ger vår undersökning inte något stöd för denna teori, då resultatet visar på ett negativt samband mellan CSR och lönsamhet inom M. Således är kostnaderna högre än intäkterna kopplade till CSR.

Trots detta har närmare 55 % utav företag verksamma inom materialbranschen ett CSR-betyg närmare 4.00 och uppåt, vilket är högt i jämförelse med andra branscher enligt Folksam (2013). Att företag verksamma inom branschen arbetar så hårt med CSR (Miljö), trots att detta påverkar lönsamheten negativt skulle istället kunna förklaras utav institutionell teori; institutionell teori; normativ- eller mimisk-. Den normativa-isomorfismen uppkommer när företag inom samma bransch tillämpar institutionaliserade arbetssätt och teorier. Att agera ansvarsfullt inom materialbranschen ses möjligtvis som en norm, vilket resulterar i de generellt sett höga betygen i jämförelse med andra branscher. Således finns det skäl att tro att dessa företag endast följer branschnormen. Alternativt, tar företagen i branschen efter konkurrenternas beteenden, mimisk-isomorfism. Vi ser att de ovan nämnda teorierna är högst applicerbara i detta sammanhang då företagen väljer att agera ansvarsfullt trots att detta påverkar lönsamheten negativt.

I enlighet med Svenskhandel (2015) och dess studie angående de höga intressentkraven som existerar inom material står vi däremot fortfarande fast vid att högriskbranscher står inför högre krav. Att resultatet är negativt i vår studie tyder snarare på att sambandet mellan CSR och lönsamhet är negativt. Med det sagt finns det skäl att tro att företag som är verksamma inom material-branschen agerar *hållbart* tack vare påtryckningar ifrån intressenter, trots att detta påverkar lönsamheten negativt.

Hur som helst bör företag som är verksamma inom material-branschen inte arbeta lika mycket med CSR (miljö), ur ett lönsamhetsperspektiv. Möjligtvis befinner sig CSR på en alltför hög jämvikt och man kan fråga sig ifall CSR har gått för långt.

Emellertid bör vi ha i åtanke att material är bland de branscherna med minst observationer, med ett stickprov på tio observationer. Med anledning utav detta bör vi tolka resultaten med försiktighet.

Energibranschen, klassas som en högriskbransch, med låga betyg inom mänskliga rättigheter. Enligt Folksams (2013) teori bör branschen stå inför höga intressentkrav med anledning utav den höga branschrisk. Återigen är vi även övertygade om att energibranschen står inför höga intressentkrav med anledning utav dess branschrisk. Därtill konstaterar Svenskhandel (2015) i en konsumentundersökning att 21 % anser att energi är den viktigaste frågan ett företag kan arbeta med inom CSR.

Enligt vår teori tror vi att branschen gynnas utav att arbeta med CSR (mänskliga-rättigheter) ur ett lönsamhets perspektiv.

Vår undersökning ger stöd för vår teori angående CSR och lönsamhet inom denna högriskbransch. Energibranschen har ett starkt positivt samband mellan CSR (MR) och lönsamhet. Trots det, är energibranschen den bransch som har fått lägst CSR-betyg inom mänskliga rättigheter utav de undersökta 16 branscherna.

Följaktligen kan vi återigen applicera institutionell teori; normativ- och mimisk-isomorfism, även i detta fall. I denna bransch ligger de flesta företagen på ett mycket lågt betyg inom MR, där enstaka företag drar upp medelvärdet till 1,01 – vilket fortfarande är ett extremt lågt betyg. Troligtvis tillhör CSR-arbete inte normen inom branschen, vilket förklarar de låga betygen.

Genom att se till våra resultat skulle vi därmed vilja påstå att energi-branschen bör arbeta med CSR (MR) i högre utsträckning, då betygen just nu är låga. Ur ett lönsamhets- och samhälleligt perspektiv skulle detta vara gynnsamt.

Ytterligare bör här nämnas att sambandet mellan energibranschens CSR (miljö) och lönsamhet visade på ett neutralt samband då det inte fanns någon signifikans.

Återigen, bör vi ha i åtanke att energi är bland de branscherna med minst observationer. Inom energi har vi ett stickprov på tre företag. Detta innebär att de två resultat som skiljer sig ifrån mängden, det neutrala sambandet, är bland dem med minst observationer. Med anledning utav detta bör vi tolka resultaten inom energi och material med försiktighet.

Slutligen vill vi dock belysa att det faktum att vissa högriskbranscher gynnas utav att agera ansvarsfullt i vår studie. Således förespråkar vi ett hållbarhetsarbete ur både ett lönsamhets- och samhälleligt perspektiv. Genom ett större stickprov ser vi att det vore intressant att forska vidare inom denna teori, då vi ser att konsumentmedvetenheten ökar ständigt. Vår studie är fokuserad mellan år 2013-2014, vilket betyder att lönsamheten kopplad till CSR-arbete kan ha ökat än mer idag. Ytterligare kan vi se att 57 % utav de tidigare studier som vi har tittat på mellan år 1997 och 2013 visar på ett positivt resultat. Mellan år 1983-1997 visar resultaten på ett neutralt samband. Detta skulle möjligtvis också kunna tyda på att intressenter ställer högre krav på senare år, vilket resulterar i just ett positivt samband, i enlighet med intressentteorin.

7.1 Begränsningar i studien

En begränsning i vår studie är att vi inte inkorporerade kontrollvariabeln marknadsföringsintensitet, likt tidigare forskning Siegel & McWilliams (2000, pp.603-609) Detta är en essentiell variabel, då studier tyder på att marknadsföringsintensiteten utav CSR-åtgärderna påverkar lönsamheten. Orsaken till att denna kontrollvariabel uteblev, berodde på bristen på information gällande Advertising Expenditures. I databasen Wharton Research Data Services fann vi ingen information och Capital IQ hade endast ett fåtal observationer på detta. Följaktligen uteblev kontrollvariabeln, vilket kan ha påverkat vårt resultat.

Ytterligare begränsning är att det finns stora skillnader i antalet företag i de branscher vi undersöker. På grund utav bortfall finns det få observationer i branscher så som kraftförsörjning och ett stort antal observationer i andra branscher så som Kapitalvaror. Detta kan potentiellt ge snedvridna resultat gällande huruvida CSR påverkar lönsamheten i branscherna.

Gällande vår population, finns där även en begränsning i stickprovets storlek. Vår studie undersökte 183 stycken företag, vilket är en relativt liten studie.

Därtill finns det inte något etablerat mått på CSR, vilket är en begränsning. Således blir det svårt finna några samband mellan vår studie och de tidigare studier som upprättats inom detta område då CSR-måtten skiljer sig åt. Det blir även problematiskt att avgöra hur pass verklighetsskillrande resultaten är.

7.2 Förslag till framtida studier

I framtida studier hade det varit utav intresse att tillämpa marknadsföringsintensiteten som en kontrollvariabel för att se huruvida det ger något annat resultat än det vi kom fram till.

Framförallt hade det varit intressant att se hur det påverkar de olika branscherna. Det är tänkbart att vissa branscher har högre marknadsföringsintensitet än andra samt förmåga att kunna påverka marknaden och dess lönsamhet genom detta.

Ytterligare hade man kunnat inkludera ett större stickprov än det vi lyckades åstadkomma, ett förslag hade varit att studera de nordiska länderna för att utöka antalet observationer. Detta hade gjort studien mer verklighetsskillrande.

7.0 Källor

Aupperle. K, Carroll. A, Hatfield. J, (1985). "*An Empirical Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Profitability*", Academy of Management Journal 28, pp. 446-463.

Baron. D. P, Harjoto. M. A, Jo. H (2009). "*The economics and politics of corporate social performance*". Stanford Graduate School of Business, The Rock Center for Corporate Governance.

Bryman. A & Bell. E, (2013). "Företagsekonomiska forskningsmetoder". Liber AB, Stockholm.

Bowie. N, (1988). "*The moral obligations of multinational corporations*". Boulder, Westview Press, Problems of international justice, pp. 97-113.

Brammer. S & Millington. A, (2008). "*Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance*". Strategic Management Journal, vol 29, pp. 1325-1343

Brooks. C, (2008). "*Introductory Econometrics for finance*", Cambridge University press, vol 2, Accessed: 23/05/18, <[http://www.afriheritage.org/TTT/3%20Brooks_Introductory%20Econometrics%20for%20Finance%20\(2nd%20edition\).pdf](http://www.afriheritage.org/TTT/3%20Brooks_Introductory%20Econometrics%20for%20Finance%20(2nd%20edition).pdf)>

Campbell. D, Craven. B, & Shrivies. P, (2003). "*Voluntary social reporting in three FTSE sectors a comment on perception and legitimacy*", Accounting, Auditing & Accountability Journal, vol. 16, pp. 558-581.

Carroll. A.B, (1991). "*The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders*", Business Horizons, vol. 34, pp. 39-48.

Chung. K & Pruitt. S, (1994). "*A simple approximation of Tobin's q*". Financial Management, vol 23, pp. 70-74.

Cruz. J.M, (2009). "*The impact of corporate social responsibility in supply chain management: Multicriteria decision-making approach*", Decision Support Systems vol. 48, pp. 224-236.

David. P, Baron Maretno. A, Harjoto Hoje. J, (2009). "*The Economics and Politics of Corporate Social Performance*", Research Paper No. 1993, Stanford Graduate School of Business.

Deegan. C & Unerman. J, (2011). "*Financial accounting theory*". vol 2, New York, NY: McGraw-Hill Education.

DiMaggio. P, (2001). "*The twenty-first-century firm: Changing economic organization in international perspective*". Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

Dougherty, Christopher (2016). "Introduction to Econometrics, femte upplagan", Oxford University Press

Eriksson. L & Wiedersheim-Paul. F (2011). "Att utreda forskningsrapporter". Liber, Malmö

European Commission, (2011). "*A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility*", European Commission, Brussels. Accessed: 01/04/18, <http://ec.europa.eu/growth/industry/corporate-social-responsibility_sv>

Financial Times Lexicon, (2014). "Definition of ESG", The Financial Times LTD, Accessed: 01/04/18, <<http://lexicon.ft.com/Term?term=ESG>>

Freeman. R.E & Reed. D.L, (1983). "*Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance*", California management review, vol. 25, pp. 88-106.

Freeman. R.E, (1984). "*Strategic management: A stakeholder approach*", Cambridge University press, s.1: Pitman, Boston.

Friedman. M, (1970). "*The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*", The New York Times, Accessed: 01/04/18 <https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-540-70818-6_14>

Folksam, (2013). "*Folksams Index över ansvarsfullt företagande 2013*", Stockholm, Accessed: 25/03/18, <https://www.folksam.se/media/index-2013-11-15_tcm5-19597.pdf>

Forslund. M, (2013). "*Organisering och ledning*", Malmö: Liber. Accessed: 10/04/18 <<http://libris.kb.se/resource/bib/13614987>>

Jacobsen. D (2002). "*Vad, hur och varför?: Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*". Studentlitteratur AB, Lund

Griliches. Z, (1979). "*Issues in assessing the contribution of R&D to productivity growth*", Bell Journal of Economics 10, pp. 92–116.

Gujarati. D & Porter. D (2010). "Essentials of Econometrics", vol 4. Singapore, McGraw-Hill.

Guenster. N, Bauer. R, Derwall. J & Koedijk. K, (2011). "*The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency*", European Financial Management, vol. 17, pp. 679-704.

Hillier. D, Ross. S, Westerfield. R, Jaffe. J, och Jordan. B, (2010). "*Corporate Finance*", European Edition, New York, McGraw-Hill Higher Education

Jones, T. & Wicks, A. (1999). "Convergent Stakeholder Theory", Academy of Management Review, pp.206-221

Livsmedelsföretagen, (2013). "*Hållbarhet och CSR*", Stockholm, Accessed: 05/04/18 <<https://www.livsmedelsforetagen.se/vara-fokusomraden/hallbarhet-och-csr/>>

Lopez. V. M, Garcia. A & Rodriguez. L, (2007). "*Sustainable development and corporate*

performance: A study based on the Dow Jones Sustainability Index", Journal of Business Ethics 75, pp. 285-300, Accessed: 08/04/18
<<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.468.9467&rep=rep1&type=pdf>>

Matten. D & Moon. J, (2008). "*Implicit and explicit CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility*", Academy of Management Review, vol. 33, pp. 404-424.

McGuire. J.B, Sundgren. A & Schneeweis. A, (1988). "*Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance*", The Academy of Management Journal, vol. 31, pp. 854-872.

McWilliams. A & Siegel. D, (2000). "*Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification?*", Strategic Management Journal 21 pp. 603-609.

Mitchell. R.K, Agle. B.R, & Wood. D.J, (1997). "*Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts*", Academy of Management Review, vol. 22, no. 4, pp. 853-886.

Naturskyddsföreningen, (2013). "*Finn fem fel på kärnkraften*", 11691 Stockholm. Accessed: 02/04/18.

<https://www.naturskyddsforeningen.se/sites/default/files/dokument-media/rapporter/rapport_karnkraft_%20fem_fel.pdf>

OECD, (2011). "*OECD Guidelines for Multinational Enterprises*", OECD Publishing, Accessed: 29/03/18. <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264115415-en>>

Orlitzky. M, Schmidt. F & Rynes. S, (2003). "*Corporate social and financial performance: A meta-analysis*", Organization Studies vol. 24, pp. 403- 441.

Roberts. R.W, (1992). "*Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory*", Accounting, Organizations and Society, vol. 17, pp. 595-612.

Semenova. N, Hassel L.G & Nilsson. H, (2009). "*The value relevance of environmental and social performance: Evidence from Swedish SIX 300 companies*", Sustainable Investment and Corporate Governance Working Papers, Sustainable Investment Research Platform.

Servaes. H & Tamayo. A, (2013). "*The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness*". Management Science, pp. 1045-1061.

Shih-Fang. L & Her-Jiun. S, (2007). "*Is corporate Sustainability a value-increasing strategy for business?*" vol 15, pp. 352.

Shane. P, Spicer. B, (1983) Januari. "*Market response to environmental information produced outside the firm*", The Accounting Review, pp. 94-111.

Sida (2017), "Föreningar", Sidas kommunikationsenhet, 2017. Accessed: 23/06/17
<<https://www.sida.se/Svenska/engagera-dig/annat-engagemang/ga-med-i-en-forening/>>

Svenskhandel, (2015). "Det ansvarsfulla företaget", Stockholm, Accessed: 06/04/18.
<http://www.svenskhandel.se/globalassets/_gammalt-innehall/miljo-och-csr/det-ansvarsfulla-foretaget.pdf>

Tamanini, J, (2014). "The Global Green Economy Index 2014", GGEI, Measuring National Performance in the green economy 4th edition, Accessed: 15/04/18
<<http://dualcitizeninc.com/GGEI-Report2014.pdf>>

Trumpp. C, Endrikat. J, Zopf. C & Guenther. E, (2015). "Definition, conceptualization, and measurement of corporate environmental performance: A critical examination of a multidimensional construct", Journal of Business Ethics 126, pp. 185-204.

Tobin. J (1969). "A general equilibrium approach to monetary theory". Journal of Money, Credit and Banking, pp. 15-29

Ullman. A, (1985). "Data in Search of Theory: A critical examination of the relationship among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S firms.", Academy of Management Review, vol. 10, pp. 303-319.

Vlachos. P, Tsamakos. A, Vrechopoulos. A, Avramidis. P, (2008). "Corporate social responsibility: attributions, loyalty, and the mediating role of trust", Journal of the Academy of Marketing Science, vol. 37, pp.170-180, Accessed: 02/04/18
<<https://link.springer.com/article/10.1007/s11747-008-0117-x>>

Vogel. D, (2005). "Is There a Market for Virtue? The Business Case for Corporate Social Responsibility", California Management Review 47, pp. 19-46.

Waddock. S & Graves. S, (1997). "The corporate social performance –financial performance link", Strategic Management Journal 18, pp. 303-319.

Jeffrey M. Wooldridge, (2003). "Introductory Econometrics: A Modern Approach"
South-Western College Pub, pp.251

8.0 Bilagor

Bilaga 1: Ramseys Reset Test

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of logTobinsQ	
Ho: model has no omitted variables	
F(3, 174) =23.66	
Prob > F = 0.3755	

Bilaga 2: Jarque-Bera Test

Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variabel	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	adj chi2(2)	Prob>chi2
residualer	183	0.0002	0.0001	22.93	0.0000

Bilaga 3: Multikolinjäritet

Multikolinjäritet						
	logTobins Q	CSRbetygM R	CSRbetyg M	logTA	Risk	reIRD
logTobinsQ	1.0000					
CSRbetygM						
R	-0.0650	1.0000				
CSRbetygM	-0.0991	0.6891	1.0000			
logTA	-0.2791	0.5255	0.6251	1.0000		
Risk	-0.1618	0.1599	0.3488	0.4578	1.0000	
reIRD	0.2160	-0.1230	-0.1629	-0.1995	-0.1357	1.0000

Bilaga 4: Test för Heteroskedasticitet

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of logTobinsQ

chi2(1) = 36.12

Prob > chi2 = 0.0000

White's test for Ho: homoskedasticity

against Ha: unrestricted heteroskedasticity

chi2(89) = 137.02

Prob > chi2 = 0.0008

Bilaga 5: Regression före winsorizing

<i>Beroende Variabel</i>			
		logTobinsQ	
<i>Oberoende Variabler</i>			
CSRbetygMR	0.006 (0.10)		
CSRbetygM	0.159 (0.20)		
<i>Kontroll Variabler</i>			
Risk	-0.293 (0.69)		
logTA	-0.039 (0.04)		
relRD	5525908.279 (3685500.45)		
<i>Branscher</i>			
Dagligvara	0.000 (.)	Material	0.261 (0.64)
Energi	1.298 (0.88)	Media	0.481 (0.70)
Fastigheter	0.960 (0.70)	Mjukvara	0.827 (0.77)
Finans	1.304 (1.09)	Sällanköp	0.915 (0.67)
Hälsovård	0.995 (0.66)	Telekom	3.447 (2.42)
Hårdvara	-0.500 (1.35)	Tjänster	0.641 (0.70)
Kapitalvara	0.901 (0.68)	Transport	0.412 (0.66)
Kraftförsörjning	0.875 (0.64)	Återförsäljare	0.934 (0.70)
<i>N</i>	183		
<i>R</i> ²	0.175		

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$