



Högskolan
Kristianstad

Högskolan Kristianstad
291 88 Kristianstad
044 250 30 00
www.hkr.se

**Examensarbete, 15 hp,
för Kandidatexamen i företagsekonomi: Bank och Finans
VT 2020
Fakulteten för ekonomi**

Hållbarhetsnyheters påverkan på börsbolag beroende på storlek

- En kvantitativ studie om hur ESG-nyheter påverkar avkastningen för svenska bolag listade på Large- och Mid cap.

**Björk, Jakob 960810
Viberg, Martin 920308**

Författare

Jakob Björk & Martin Viberg

Titel

Hållbarhetsnyheters påverkan på börsbolag beroende på storlek
- En kvantitativ studie om hur ESG-nyheter påverkar avkastningen för svenska bolag listade på Large- och Mid Cap

Handledare

Emil Numminen

Bedömande lärare

Martin Abrahamsson

Examinator

Heléne Tjärnemo

Sammanfattning

Efter att lagen gällande hur upprättandet av en separat hållbarhetsrapportering infördes år 2016, av den svenska regeringen, har hållbarhet blivit en allt viktigare del ur bolagens verksamhet. Vidare har intresset för hållbarhet fått en bredare samsyn inom finanssektorn, där målet är att nå en hållbar utveckling för landet genom att styra mot investeringar som är hållbara på sikt.

Studiens syfte är att analysera hur marknaden reagerar vid offentliggörandet av hållbarhetsnyheter och om det föreligger en skillnad beroende på bolagets storlek.

För att undersöka marknadsreaktionen har en eventstudie genomförts med utgångspunkt ur publicering av hållbarhetsnyheter mellan åren 2010–2020. Vidare har multipla regressioner tillämpats för att kunna urskilja signifikanta skillnader och besvara studiens hypoteser och slutligen forskningsfrågan.

Resultatet för studiens hypotesprövningar visar att det inte föreligger några signifikanta skillnader i marknadsreaktion gällande hur svenska bolag, listade på Large- och Mid cap, påverkas vid publicering av hållbarhetsnyheter. Slutsatsen av analysen väcker därmed frågan om hållbarhetsnyheter har en påverkan på ett bolags aktieavkastning, eller om intressenter i stället värderar andra faktorer som exempelvis värdemaximering.

Begränsningar för studien grundar sig delvis i de få antal nyheter som har studerats. En annan begränsande faktor ur ett storleksperspektiv är att studien har bortsett från Small cap. En rekommendation för vidare forskning är därmed att ha ett större urval av nyheter samt inkludera Small Cap för att få ett helhetsperspektiv av den svenska börsmarknaden.

Ämnesord

ESG, Hållbarhet, Abnormal avkastning, Large cap, Mid cap, Eventstudie, Aktieägarperspektivet

Author

Jakob Björk & Martin Viberg

Title

The impact of sustainability news on listed companies depending on size
- A quantitative study on how ESG news affects the stock return for Swedish companies listed on Large- and Mid cap

Supervisor

Emil Numminen

Co-examiner

Martin Abrahamsson

Examiner

Heléne Tjärnemo

Abstract

Since the law on how the preparation of a separate sustainability report was introduced by the Swedish government in 2016, sustainability has become an increasingly important part of the companies operations. Furthermore, the interest in sustainability has gained a broader consensus in the financial sector, where the goal is to achieve sustainable development for the country by steering towards investments that are sustainable in the long term.

The purpose of the study is to analyze how the market responds when publishing sustainability news and whether there is a difference depending on the size of the company.

In order to investigate the market reaction, an event study was conducted based on the publication of sustainability news between the years 2010-2020. Furthermore, multiple regressions have been applied to be able to discern significant differences and answer the study's hypotheses and finally the research question.

The results of the study's hypothesis tests show that there are no significant differences in market reaction regarding how Swedish companies, listed on Large- and Mid cap, are affected when publishing sustainability news. The conclusion of the analysis therefore raises the issue of whether sustainability news has an impact on a company's stock return, or whether stakeholders instead value other factors such as value maximization.

Limitations of the study are partly based on the few news items that have been studied. Another limiting factor from a size perspective is that the study has excluded Small cap. A recommendation for further research is thus to have a wider selection of news and to include Small cap to get a holistic perspective of the Swedish stock market.

Keywords

ESG, Sustainability, Abnormal return, Large cap, Mid cap, Event Study, Stakeholder theory

Förord

Författarna vill inledningsvis tacka varandra för ett bra samarbete genom hela studieprojektets gång. Vidare vill vi tillägna tacksamhet till samtliga inblandade, från början till slut, som har hjälpt till under arbetets process.

Ett extra tack tillägnas författarnas handledare, Emil Numminen, som under processens gång delat med sig av sin konstruktiva kritik samt värdefulla expertis.

Stort tack!

Innehållsförteckning

1 Inledning	7
1.1 Bakgrund.....	7
1.2 Problematisering.....	8
1.3 Syfte.....	10
1.4 Forskningsfråga.....	10
1.5 Disposition	11
2 Teoretisk referensram	12
2.1 Aktieägarperspektivet och intressentteorin.....	12
2.2 Effektiva marknadshypotesen	13
2.3 Marknadpsykologi.....	14
2.4 Prospektteorin	15
2.5 Hållbarhet.....	15
2.5.1 Corporate Social Responsibility	16
2.5.2 Social Responsible Investing	16
2.5.3 ESG.....	17
2.6 Tidigare forskning och hypoteser	18
3 Empirisk och teoretisk Metod	20
3.1 Forskningsfilosofi och forskningsansats.....	20
3.2 Urval och data.....	21
3.2.1 Nyhetsinsamling.....	21
3.2.2 Storlek av bolag.....	22
3.3 Eventstudie	23
3.4 Beräkningsmodeller.....	24
3.4.1 Normalavkastning.....	24
3.4.2 Abnormal avkastning.....	25
3.4.3 Genomsnittlig abnormal avkastning.....	25
3.4.4 Kumulativ abnormal avkastning.....	26
3.4.5 Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning.....	26
3.4.6 Signifikansberäkning.....	26
3.5 Studiens variabler.....	27
3.5.1 Beroende variabel	27
3.5.2 Oberoende variabler.....	27
3.5.3 Kontrollvariabler	28
3.6 Multipel regression.....	29
3.7 Reliabilitet och validitet.....	30
4. Empiriskt Resultat	32
4.1 Deskriptiv statistik.....	32
4.2 Resultat av regressionsmodellerna.....	35
5. Analys	38
5.1 Hypotesprövning.....	38

5.2 Övergripande analys.....	40
6. Avslutande diskussioner	44
6.1 Slutsatser.....	44
6.2 Implikationer av studien	45
6.3 Begränsningar och vidare forskning.....	46
Litteraturförteckning.....	48

Figurförteckning

Figur 1: Marknadsreaktion. (Vinell & De Ridder, 1990).....	14
Figur 2: (CAAR) – Large Cap.....	33
Figur 3: (CAAR) – Mid Cap.....	34

Tabellförteckning

Tabell 1: Sökord.....	22
Tabell 2: Studiens utvalda bolag från Large cap.....	23
Tabell 3: Studiens utvalda bolag från Mid cap.....	23
Tabell 4: Studiens oberoende variabler.....	28
Tabell 5: Deskriptiv statistik från excel – Large cap.....	33
Tabell 6: Deskriptiv statistik från excel – Mid cap	34
Tabell 7: Resultat av multipel regression – Large cap.....	36
Tabell 8: Resultat av multipel regression – Mid cap.....	36
Tabell 9: Resultat av multipel regression – Mid- & Large cap.....	37

1 Inledning

I studiens första kapitel kommer bakgrund och problematisering att presenteras utifrån studiens valda ämne gällande hur hållbarhetsnyheter påverkar bolag beroende på storlek. Vidare kommer syfte, forskningsfråga och disposition att redovisas.

1.1 Bakgrund

Det finns en bred samsyn om att finansmarknaden har ett stort ansvar och en viktig roll när det gäller utvecklingen av samhällets hållbarhet. Det gäller att styra bort investeringar som exempelvis är kopplade till fossila tillgångar och istället inrikta sig mot lösningar och investeringar som är hållbara på sikt (Zhao, Guo, Yuan, Wu, Li, Zhou & Kang, 2018). Idag finns det riksdagsbundna mål för finansmarknadspolitiken som säger att det svenska finansiella systemet ska bidra till en hållbar utveckling för landet (Regeringen, 2020). ESG lanserades år 2000, genom initiativet Global Compact, skriven av den tidigare generalsekreteraren för FN, Kofi Annan. Initiativet skapades för de företag som vill ta ett samhällsansvar med det primära målet att konstruera universella principer för det globala näringslivet. Genom strategin att utveckla företagen inom de tre ESG-pelarna ska det bidra till framtida investeringar som skapar mervärde utan att kompromissa för framtida generationer (Hagart & Knopfel, 2004; United Nations, 2020).

ESG står för Environmental, Social, Governance som på svenska förklaras som miljöspelaren, den sociala ansvarspelaren samt bolagstyrningspelaren (Morningstar, 2020). För att uppfylla målen för miljöspelaren görs en bedömning av bolagens miljökriterier där exempelvis hantering av avfall, återvinning av naturresurser och förnybar energi inkluderas. Den sociala ansvarspelaren fokuserar på bolagets samarbeten med intressenter och samhällsfrågor. Frågor som exempelvis de anställdas trivsel och hälsa, om leverantörerna använder sig av korrekta villkor och säkerheten på arbetsplatsen är centrala ståndpunkter för spelaren. Den sista spelaren är bolagsstyrning och beskriver om verksamheten sköts på ett hedersamt sätt. Här är det viktigt att redovisningar sköts rätt, att intressekonflikter i styrelse och ledning undviks samt att handlingar som mutor och korruption inte förekommer (Morningstar, 2020).

Under hösten 2016 beslutade Sveriges riksdag om en ändring av årsredovisningslagen som innebär att företag av en viss storlek blir skyldiga att upprätta en separat hållbarhetsrapport med start år 2017. Kravet berör de bolag som uppfyller mer än ett av följande villkor: har medelantalet anställda som överstiger 250 stycken, en balansomsättning som är större än 175 miljoner SEK eller en nettoomsättning som överstiger 350 miljoner SEK. Rapporteringskravet bygger på EU-direktivet från 2014 som skapades för att företagen i Europa skulle ha gemensamma riktlinjer i hållbarhetsrapporteringen, vilket skulle göra det lättare för intressenter att jämföra olika typer av bolag (PWC, 2020).

Freeman (1984) hävdar att företagens mål och verksamhet måste kretsa runt intressenternas krav och intressen. Intressenter inkluderar bland annat aktieägare, leverantörer, kunder, institutionella investerare som alla är med och påverkar företagets resultat. Engagemanget för hållbarhetsfrågor har ökat kraftigt under den senaste tiden inom finanssektorn, där hållbarhet har gått från att vara en värderingsstyrd fråga till att bli en fråga för företagsledningens strategiska och ekonomiska beslutsfattande (Freeman, 1984). Genom kapitalförvaltare och institutionella investerare har hållbarhetsfrågorna börjat integreras allt mer genom form av analyser av hållbarhetsrisker i bolag (Caroll, 1979). Det här har bidragit till att fonder och investerare tagit avstånd från branscher där de anser att risken är för hög ur ett hållbarhetsperspektiv. Det som bidrar till det ökade intresset för hållbarhet är den klimatdebatt som har blivit större med åren vilket har bidragit till ökade miljökunskaper hos gemene man. Dessutom har riskerna för hur allmänheten ser på bolagen ökat sedan finanskrisen 2008 genom ökad transparens i redovisning samt den hållbarhetsrapportering som blivit aktuell under de senaste åren (Alfredsson & Hermansson, 2018).

1.2 Problematisering

Capelle-Blancard och Petit (2017) belyser tillsammans med Caroll (1979) att de olika ESG-pelarna berör branscher olika. Miljöpelaren lyfts fram som en avgörande fråga för olje- och gassektorn i jämförelse med banksektorn som i stället har en tydligare förankring mot den sociala ansvarspelaren. Ett exempel på det här kan vara penningtvätt som blivit en avgörande fråga för banksektorns framtid (Capelle-Blancard & Petit, 2017). Tidigare forskning inom området visar att positiva och negativa ESG-nyheter varierar i påverkan på företagens aktiekurser. Capelle-Blancard och Petit (2017) studerade cirka 33 000 ESG-nyheter som de tagit fram genom en nyhetsdatabas för att just studera vilken påverkan de hade på bolagens aktiekurser. Företagen som studerades tillhörde de 100 största bolagen på

den amerikanska börslistan Dow Jones under perioden år 2002–2010. Studien delade även upp nyheterna i två sektioner, de som var positiva och negativa. Studiens slutsats blev att de negativa nyheterna hade en genomsnittlig negativ kursrörelse på -0,1 procent, medan de positiva nyheterna inte hade någon påverkan alls på aktiernas kursrörelse (Capelle-Blancard & Petit, 2017).

Krüger (2015) studerade hur aktiemarknaden reagerade på positiva och negativa händelser som berör området Corporate Social Responsibility, CSR. Studien visar att investerare reagerar starkt negativt på negativa händelser och svagt negativt på positiva händelser. Störst reaktion ser man särskilt bland miljörelaterade händelser där kursrörelserna blir mer volatila på marknaden. Vidare studerade Al-Tuwaijri, Christensen och Hughes (2004) sambandet mellan företags- och miljöprestationer och kom fram till att det finns ett positivt samband mellan dem gällande bolagens prestationer och hur de uppfyller sina miljömål.

Drempetic, Klein, och Zwergel (2019) tittade på om företagets storlek påverkade bolagets ESG-betyg. Studiens resultat visar en signifikant skillnad och en positiv korrelation mellan höga ESG-betyg och stora företag. Resultatet beror bland annat på stordriftsfördelar som gör att större företag har bättre resurser till att satsa på hållbarhet i en större utsträckning. Det här får en positiv påverkan för de större bolagen som kan ha en ökad transparens och tillgodose intressenternas kravsättning på långsiktighet och hållbarhet.

Zhao *et al.* (2018) påvisade att numera förändras noterade företag över hela världen genom att gå från kortsiktiga mål för att maximera vinst till idag där fokus på långsiktighet och hållbart företagande sker genom ESG-mål. Ny forskning visar att hållbarhet har en direkt koppling till det finansiella resultatet. Genom studien där Zhao *et al.* (2018) har studerat kinesiska bolag blev resultatet att bolag med goda ESG-betyg ökar sin ekonomiska prestanda genom att förbättrade finansiella resultat. Zhao *et al.* (2018) och Velte (2017) belyser vikten av utökat hållbarhetsarbete då kravsättning från intressenter ökar. Det här gör ämnet intressant att studera vidare då majoriteten av bolag har som mål att nyttomaximera bolagets finansiella ställning (Jensen, 2002).

Tidigare forskning har delvis studerat sambandet mellan ESG-nyheter och bolagens kursrörelse i aktiekursen på den amerikanska marknaden mellan år 2002–2010. Vidare finns ingen ytterligare forskning inom området på den svenska marknaden. Bakgrunden till

den här studien är därmed att komplettera Capelle-Blancard och Petit (2017) studie med nyare data för den svenska marknaden, eftersom samhällets syn på hållbarhet har blivit mer aktuellt under de senaste åren (Zhao *et al.*, 2018). Samtidigt finns ingen studie inom området som tagit storleksperspektivet med i beräkningen hur stor påverkan av ESG-nyheterna har beroende av bolagets börsvärde vilket denna studie kommer ta med i sin beräkning.

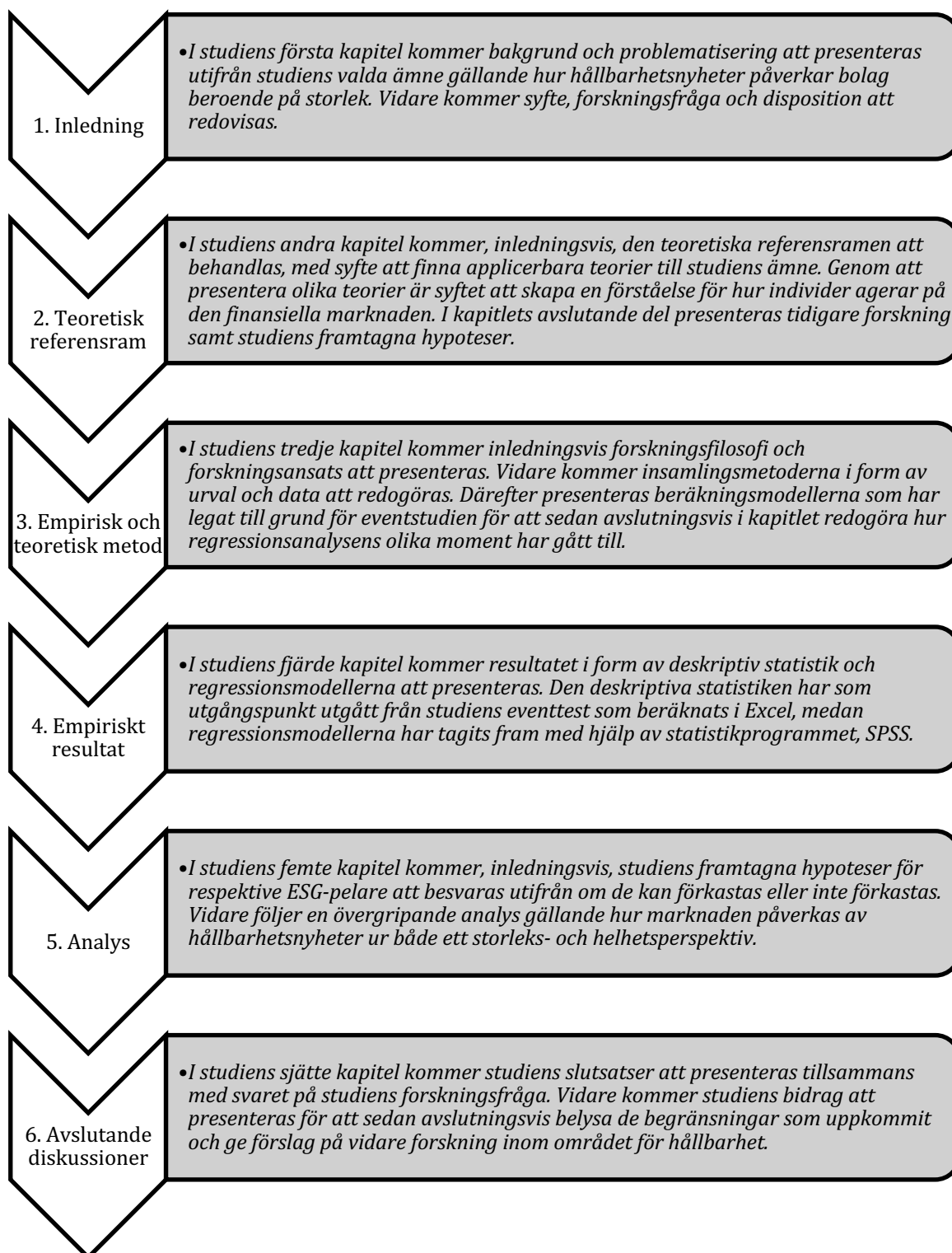
1.3 Syfte

Studiens syfte är att analysera om offentliggörandet av hållbarhetsnyheter skiljer sig åt beroende på bolagets storlek, och därmed om bolagens marknadsvärde påverkas olika. Studien vill bidra till nya kunskaper som ska öka förståelsen i marknadens syn ur ett hållbarhetsperspektiv.

1.4 Forskningsfråga

Hur påverkar offentliggörandet av hållbarhetsnyheter bolagets aktieavkastning beroende på bolagets storlek?

1.5 Disposition



2 Teoretisk referensram

I studiens andra kapitel kommer, inledningsvis, den teoretiska referensramen att behandlas, med syfte att finna applicerbara teorier till studiens ämne. Genom att presentera olika teorier är syftet att skapa en förståelse för hur individer agerar på den finansiella marknaden. I kapitlets avslutande del presenteras tidigare forskning samt studiens framtagna hypoteser.

2.1 Aktieägarperspektivet och intressentteorin

Aktieägarperspektivet har sin utgångspunkt utifrån de individer, företag eller institutioner som genom sina aktier äger andelar av ett specifikt företag (Skärvad & Olsson, 2008). Genom ägande av aktier i ett underliggande företag har aktieägaren möjlighet att påverka företagets framtida verksamhet utifrån den rösträtt på bolagsstämman som ett aktieägarskap ger (Hashimzade, Myles, & Black, 2017). Ur en aktieägares perspektiv lyfts värdemaximering fram som en av huvudanledningarna bakom ett aktieägarskap. Värdemaximering kan tas i form genom att ledningen inom företaget fokuserar på uppgifter som exempelvis expansion, lönsamhet och tillväxt, med syfte att generera avkastning till ägarna (Skärvad & Olsson, 2008; Shah & Bhaskar, 2007). Intressentteorin är en modell inom företagsekonomi vars syfte är att vidga synen gällande vilka aktörer som, till företaget, har ett legitimt inflytande (Freeman, 1984). Med modellen som utgångspunkt ges bilden vilka intressenter som påverkar eller påverkas av företaget i både ett bredare perspektiv men även ur ett smalare synfält. Aktörer som tillhör modellen, förutom tidigare nämnda aktieägare, är exempelvis; anställda, kunder, leverantörer, fordringsägare, medier, stat och kommun (Skärvad & Olsson, 2008; Shah & Bhaskar, 2007).

Med utgångspunkt ur aktieägarperspektivet och intressentteorin framgår att intressenter har olika form av syfte och att deras förhållningssätt därför kommer variera beroende på hur företaget väljer att agera (Freeman, 1984). Vidare förklarar Freeman (1984) att de olika intressenternas värde ur företagets synvinkel är svår att definiera, och att det därmed inte finns en tydlig bild gällande hur avvägningen mellan dem ska göras. Med anledning att det inom modellen för intressentteorin inte finns en tydlig avgränsning mellan intressenterna menar Freeman (1984) att företag bör finna en balans mellan de olika intressenterna i stället för att enbart fokusera på ägarnas intresse. Jones (1980) argumenterar för att företag under de senaste årtiondena har fått skifta fokus från att till stor del enbart fokusera på ägarnas perspektiv utifrån värdemaximering till att nu visa större hänsyn till övriga intressenter.

Områden som lyfts fram som kritiska vid investeringsbeslut utifrån intressenternas perspektiv är exempelvis miljöpåverkan, anställdas arbetsförhållanden samt beslut som enbart bidrar till ett högre aktievärde på bekostnad av andra intressenter (Jones, 1980). Jensen (2002) menar i stället att bolag som på lång sikt följer intressentmodellen riskerar att skada sin verksamhet, och därigenom misslyckas om de konkurrerar mot bolag som bedriver sin verksamhet utifrån värdemaximering.

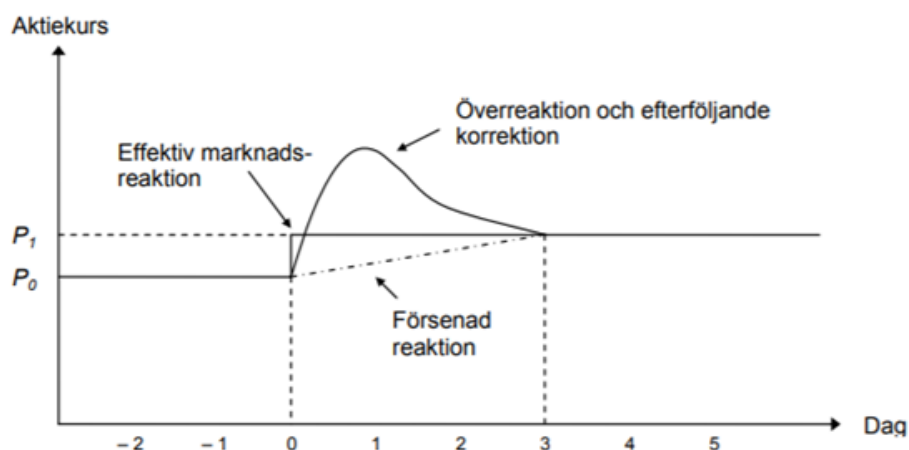
2.2 Effektiva marknadshypotesen

Teorin kring den effektiva marknadshypotesen har sin utgångspunkt i marknadens effektivitet där marknadens priser antas återspegla all tillgänglig information. För att en marknad ska kunna kategoriseras som effektiv behöver ett stort antal rationella investerare agera enligt samma förhållningssätt utifrån den information som finns tillgänglig. Genom att investerarna agerar på det sättet integreras informationen i det aktuella aktiepriset och informationsövertaget upphör (Fama, 1970; Samuelsson, 1965). Fama (1970) förklarar att finansiella marknader enligt praktiken inte följer det teoretiska mönstret om en effektiv marknad, utan kategoriserar istället den finansiella marknaden utifrån tre olika effektivitetsformer: svag, semi-stark och stark effektivitet.

Den svaga effektivitetsformen har sin utgångspunkt i att marknadens aktiepris reflekteras av historisk information. Eftersom aktiepriset baseras enbart på historisk information är det inte möjligt för en investerare att uppnå en abnormal avkastning (Fama, 1970). Att en investerare inte har möjlighet att uppnå abnormal avkastning under formerna av svag effektivitet på marknaden stärks av Malkiel (1973), som i sin studie skrev att framtida aktiepriser följer slumpmässiga rörelser under namnet "random walk". Den semi-starka formen grundar sig i att marknadens aktiepris reflekteras av historisk data, likt den svaga formen, men här påverkas även aktiepriset av den offentliga informationen som är tillgänglig för marknaden. Den offentliga informationen har en direkt påverkan på den underliggande tillgångens aktiepris, vilket innebär att majoriteten av marknadens investerare inte hinner agera innan prisförändringen (Fama, 1970). Samuelsson (1965) menar att eftersom ny information direkt påverkar aktiepriset använder sig investerare som utgår ifrån en semi-stark form inte sig av historiska analyser. Fama (1970) och Samuelsson (1965) lyfter fram den semi-starka formen som den form som bäst reflekterar marknaden, eftersom den även tar med marknadens över- och underreaktioner. Illustrationen över

marknadens reaktioner, gällande en akties pris, återspeglas i figuren skapad av Vinell och De Ridder (1990) och härleds i figur 1 nedan. Den starka formen baseras på att marknadens aktiepris återspeglas av historisk data, all tillgänglig offentlig information samt all privat information. Eftersom aktiepriset reflekteras av full information försvinner möjlighet till insiderinformation, och möjligheten till abnormal avkastning och arbitrage är obefintlig (Fama, 1970; Samuelsson, 1965).

I den här studien kommer den semi-starka formen att vara utgångspunkt, med anledning av att det är den effektivitetsform som bäst återspeglar marknaden (Fama, 1970). Med anledning av studiens metodform, vilken kommer beskrivas vidare i kapitel 3, är en semi-stark form lämplig eftersom marknadens under- och överreaktion kommer att fångas upp under studiens eventfönster. Anledningen till att stark form inte är ett alternativ är att det enligt svensk lag inte är tillåtet att handla på kurspåverkande information som ännu inte har offentliggjorts (Finansinspektionen, 2020).



Figur 1: Marknadsreaktion. (Vinell & De Ridder, 1990)

2.3 Marknadpsykologi

Investerares beteende och beslutsfattande på marknaden har blivit ett betydelsefullt fokusområde hos forskare inom företagsekonomi. Ett beteende som har lyfts fram gällande investerares beslutsfattande är Shiller och Perrons (1985) beskrivning att investerare, till stor del, grundar sina investeringsbeslut i hur andra aktörer agerar på marknaden. Pletcher (2001) påvisar i sin studie att investerare, på både en professionell och privat nivå, i sina beslutsfattande tenderar att följa ett flockbeteende och påverkas av andra aktörer.

Tidsaspekten och kunskapsförmågan lyfts fram som två parametrar som bidrar till att privata investerare i sina beslut på marknaden inte agerar på ett rationellt förhållningssätt. I en marknad där ett stort antal individer agerar på samma sätt, enligt teorin om flockbeteende, skapas trender på marknaden (Pretcher, 2001). Trender, eller fashion som Shiller (1981) benämner dem som, är den grundläggande orsaken till att över- och undervärderingar på den finansiella marknaden eftersom det uppstår ett missförhållande mellan utbud och efterfrågan (Shiller, 1981; Pretcher, 2001).

2.4 Prospektteorin

Teorin gällande hur individer agerar ur ett känslomässigt perspektiv utifrån potentiella vinster och förluster benämns som prospektteorin. Teorin utvecklades och lanserades i slutet av 1970-talet av Kahneman och Tversky (1979). I studien gjorde de upptäckten att prospektteorin är den mest lämpade teorin för resonemang gällande individers beslutstagande, till skillnad från tidigare argumentation att nyttofunktionen skulle vara den mest lämpade. Kahneman och Tversky (1979) menar att individer, till skillnad mot vad tidigare forskning påvisat, agerar på ett irrationellt sätt vid sitt beslutsfattande. Att individer agerar på ett irrationellt sätt tillsammans med att de har olika referenspunkter, i form av tidigare upplevelser och kapital, vid sitt beslutsfattande utgör grundläggande element för förståelsen kring prospektteorin. Med utgångspunkt ur individernas beteende vid beslutsfattande moment gjordes upptäckten att individer kan agera både risksökande och riskavert, beroende på väntevärdet i värdefunktionen. Riskavert innebär att individer i sina investeringsbeslut agerar utifrån ett motvilligt sätt att ta på sig risker utan kompensation i form av ett positivt väntevärde (Kahneman & Tversky, 1979).

2.5 Hållbarhet

I det här delkapitlet kommer studiens delområden gällande hållbarhet att beskrivas. Inom hållbarhet finns det flera modeller för att förklara hur verksamheter bedrivs. Först kommer affärsmodellen CSR presenteras för att sedan följas upp av investeringsprocessen, SRI. Slutligen tas ESG upp som är ett sätt att kvantifiera hållbarhet genom ett mått som utgår från tre olika pelare, och kommer även vara det mått som studien har valt att använda sig av för att kategorisera hållbarhet.

2.5.1 Corporate Social Responsibility

Corporate Social Responsibility (CSR) beskrivs inom företagsvärlden som en affärsmodell som förenar hållbarhetsarbetet inom företaget (Pérez & Rodríguez del Bosque, 2016). Hållbarhet har under de senaste årtiondena fått ett bredare fokus gällande samhällets syn på hur ett företags verksamhet ska bedrivas. Intressenter lägger större vikt och letar efter tecken att företagen arbetar efter ett hållbart och sunt förhållningssätt vid utvecklande av affärsstrategier (Nalband & Al-Amri, 2013). Genom att ett företag aktivt arbetar utifrån ett CSR-perspektiv har de möjlighet att gynna fler intressenter utifrån de kraven som intressenterna förmedlar (Dahlsrud, 2008; Deegan, 2002; Pérez & Rodríguez del Bosque, 2016). Carroll (1979) menar att företag har möjlighet, utifrån ett CSR-perspektiv, att påverka det framtida civila samhället.

Carroll (1979) förklarar vidare CSR med hjälp av modellen “The Social Performance Model”, där CSR definieras som företagets samhällsansvar. Modellen har sin utgångspunkt i fyra olika ansvarspelare som berör områdena ekonomiskt, lagligt, etiskt och filantropiskt ansvar. Det ekonomiska ansvaret förklaras som modellens huvudsakliga pelare och berör företagets finansiella mål, värdeskapande och utveckling. Det lagliga ansvaret antyder, likt namnet, att företag ska arbeta utefter de lagar och regelverk som finns och förhålla sig inom dem. Det etiska ansvaret har sin utgångspunkt ur det ekonomiska och lagliga ansvaret och berör områden som normer, värderingar och etik. Det etiska ansvarsområdet präglas inte av ett regelverk utan utgår istället från vad varje enskilt företag anser som rätt arbetsätt, och hur det sedan tolkas av omgivningen. Det fjärde, och sista, ansvaret är det filantropiska ansvaret, och det har sin utgångspunkt ur företagets arbete gällande aktiviteter och engagemang för samhället (Carrroll, 1979).

2.5.2 Social Responsible Investing

Social Responsible Investing (SRI) är ur ett företagsekonomiskt perspektiv en investeringsprocess som har sin utgångspunkt i att medverka till en positiv inverkan på samhället (Renneboog, Horst & Zhang, 2008). Investeringsprocessen består av faktorer som berör ekonomisk avkastning, miljö- och samhällsmässiga faktorer, där fokusområdet utgår från ett samhällsperspektiv i stället från ett finansiellt intresse som det vanligen drivs av (Renneborg *et al.*, 2008; Sandberg, Juravle, Hedesström & Hamilton, 2009). Faktorer som lyfts fram som viktiga aspekter inom ett företags SRI-arbete är faktorer som berör

kriterier inom samhället, miljömässigt ansvar, etik samt bolagsstyrning (Sandberg *et al.*, 2009).

SRI har under de senaste årtiondena blivit ett allt viktigare område för företag att förhålla sig till vid sina investeringsbeslut (Jansson, Biel, Andersson & Gärling, 2011; Carroll, 1999). Drumwright (1994) förklarar att företag som integrerar SRI i sin investeringsprocess har möjlighet att uppnå en differentierad framgångsrik faktor som kan särskilja dem från sina branschkonkurrenter. Screening är ett redskap som har blivit ett grundläggande hjälpmedel för företag och investerare vid analysarbete av investeringsbeslut. Redskapet används under den inledande process där selekteringen av de möjliga investeringsalternativen äger rum. Med hjälp av verktyget har investeraren möjlighet att urskilja de olika investeringsalternativen åt efter önskvärda kriterier som uppfyller företagets hållbarhetsmål. Vid implementering av screening används vanligtvis fyra olika kategorier för att definiera och urskilja olika investeringsalternativ; miljö, socialt ansvar, bolagsstyrning och involvering av kontroversiella affärer (Capelle-Blancard & Monjon, 2014).

2.5.3 ESG

ESG har sin utgångspunkt från år 2000 när generalsekreteraren för FN, Kofi Annan, lanserade initiativet Global Compact. Initiativet skapades för att företag som ville ta ett samhällsansvar skulle få hjälp med sitt långsiktiga hållbarhetsarbete (United Nations, 2020). Strategin genom Global Compact hjälper att forma företag genom de tre ESG-pelarna, vilket ska bidra till att framtida investeringar skapar mervärde även för framtida generationer (Hagart & Knoepfel, 2004). ESG bygger på de tre pelarna miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning och benämns ofta inom kategorin för hållbarhet (Morningstar, 2020).

Den första ESG-pelaren berör miljö, som beskriver hur den globala produktionen och konsumtionen påverkar vår omgivning med konsekvenser som klimatförändringar, utarmning av naturresurser och föroreningar (Morningstar, 2020). Ur bolagens synvinkel så ska miljöpelaren påverka bolag till att bli mer konsekvensmedvetna, och anstränga sig genom att få den globala miljön i en positiv riktning (Limkriangkrai, Koh & Durand, 2017). Capelle-Blancard och Petit (2017) belyser att en del branscher är mer påverkade än andra

inom miljöpelaren. Ett exempel som lyfts fram är att olje-och gasbolag är betydligt mer beroende än en bank av de riktlinjer och regler som finns då deras affärsidé går ut på att utvinna naturresurser. Den andra pelaren berör socialt ansvar och inom det här området bedöms bolag hur de jobbar med frågor som arbetsförhållande, mänskliga rättigheter och mångfald (Morningstar, 2020). Här ger Capelle-Blancard och Petit (2017) exempel på att banksektorn istället drabbas hårdare genom de senare åren av penningtvättsskandaler som gör att myndigheter och rättsväsendet har fått upp ögonen för branschen. Tredje pelaren behandlar bolagsstyrning och här berörs styrningsstruktur, etik och integritet. Genom att företagen aktivt jobbar med transparens kan företagen lättare nå långsiktiga fördelar från samtliga intressenter (Morningstar, 2020).

2.6 Tidigare forskning och hypoteser

Tidigare forskning på området gällande hur hållbarhetsnyheter påverkar företag har gjorts av exempelvis Capelle-Blancard och Petit (2017). I studien undersökte de hur publiceringen av 33 000 ESG-nyheter, ur både en positiv och negativ synvinkel, påverkade bolag på den finansiella marknaden och om en över- eller underavkastning uppstod på marknaden. Företagen som studerades tillhörde de 100 största bolagen på Dow Jones Titans Index. I studien framkom att vid publicering av positiva nyheter påverkades inte kursrörelsen nämnvärt, medan vid publicering av negativa nyheter fick bolagen en genomsnittlig rörelse i aktien med -0,1 procent. Krüger (2015) studerade förhållandet i hur hållbarhetsnyheter ur ett CSR-perspektiv påverkade bolagens dagliga avkastning. I studien framkom att investerare reagerar starkt negativt på negativa nyheter och svagt negativt på positiva nyheter.

Drempetic, Klein och Zwergel (2019) belyste i sin studie sambandet mellan ett företags storlek och ESG-betyg. I studien upptäckte de sambandet som uppvisades genom en positiv korrelation mellan höga ESG-betyg och stora företag. Capelle-Blancard och Petit (2017) grundade sin studie i en eventstudie med utgångspunkt ur teorin gällande den effektiva marknadshypotesen att marknader som råder under effektivitet korrigerar värdet förändringen direkt (Fama, 1970). Tidigare forskning har studerat samband mellan hållbarhetsnyheter och bolag på den amerikanska marknaden. Vidare finns ingen ytterligare forskning med fokusområde mot den svenska marknaden och hur bolagen påverkas utifrån

ett storleksperspektiv vid publicering av hållbarhetsnyheter. Med anledning av valt forskningsområde kommer studien utgå från tre framtagna hypoteser:

H1: Det finns ett samband som påvisar att större bolag får en större kurspåverkan vid publicering av miljönyheter.

H2: Det finns ett samband som påvisar att större bolag får en större kurspåverkan vid publicering av sociala ansvarsnyheter.

H3: Det finns ett samband som påvisar att större bolag får en större kurspåverkan vid publicering av bolagsstyrningsnyheter.

3 Empirisk och teoretisk Metod

I studiens tredje kapitel kommer inledningsvis forskningsfilosofi och forskningsansats att presenteras. Vidare kommer insamlingsmetoderna i form av urval och data att redogöras. Därefter presenteras beräkningsmodellerna som har legat till grund för eventstudien för att sedan avslutningsvis i kapitlet redogöra hur regressionsanalysens olika moment har gått till.

3.1 Forskningsfilosofi och forskningsansats

Ett grundläggande begrepp inom vetenskapliga undersökningar är forskningsfilosofi. Positivism och interpretivism är två olika former av forskningsfilosofier som Lind (2014) lyfter fram som vanligt förekommande. Positivism har sin utgångspunkt att de observationer som görs sker på ett oberoende sätt där den empiriska datan inhämtas från kvantitativ sekundärdata. Genom att observationerna sker oberoende av en studies befintliga teoretiska utgångspunkter kan de därmed avspegla de empiriska fenomen som uppstår, med förhoppning att leda fram till orsakssamband (Lind, 2014; Bell, Bryman & Harley, 2019). Interpretivism är vanligt förekommande inom kvalitativ data och har sin grund i att utveckla kunskap utifrån människors perspektiv gällande erfarenheter och uppfattningar (Denscombe, 2016).

Slutledningsmetoder benämns inom vetenskapliga undersökningar som en filosofisk forskningsansats vars syfte är att härleda slutsatser (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2015). De två grundläggande forskningsansatserna är deduktiv eller induktiv. Deduktion har sin utgångspunkt ur befintliga teorier där det empiriska materialet sedan tolkas för att kunna härleda slutsatser. Induktion benämns som motsatsen till deduktion och utgår istället från den empiriskt insamlade datan för att sedan utveckla nya teorier (Bell *et al.* 2019).

Med anledning av att den här studiens syfte är att studera hur avkastningen skiljer sig mellan svenska bolag listade på Large eller Mid cap vid publicering av ESG-nyheter är en kvantitativ datainsamlingsmetod mest lämplig, eftersom kvantitativ data grundar sig i sekundärdata som analysenhet. Därmed är positivistisk forskningsfilosofi en lämplig ansats gällande forskningsfilosofi eftersom studiens mål är att kunna finna generaliserbara slutsatser ur de empiriska modeller som skapats. Eftersom studiens hypoteser har sin utgångspunkt ur tidigare beprövade teorier är den deduktiva forskningsansatsen mest lämplig. Det här påvisas även eftersom strukturen för studien följer de steg som Bell *et al.*

(2019) beskriver i sin sexstegsteori, där nästkommande steg är beroende av det tidigare steget.

3.2 Urval och data

I det här delkapitlet kommer inledningsvis studiens nyhetsinsamling att förklaras gällande hur urvalsprocessen, i form av nyhetssidor, årtal och sökord, har gått till väga. Vidare kommer urvalet av bolag att förklaras gällande hur de har delats upp utifrån storlek.

3.2.1 Nyhetsinsamling

För att möjliggöra studien har data inhämtats från Retrifer Business som är en företagsdatabas som har information om alla svenska företag. Studien har använt sig av databasens sökverktyg som gör det möjligt att använda enskilda sökord för att få fram de specifika ESG-nyheterna. För att avgränsa studien hade ett begränsat antal sökord valts ut inom de tre ESG-pelarna, för att begränsa spridningen på nyheter och få en mer jämförbar data. Sökorden har inspirerats av Thomson Reuters som är en leverantör av information och nyheter (Thomson Reuter, 2020). I Retrifer Business fanns även möjlighet att filtrera sökningen till vilka tidskrifter och årtal som var mest relevanta för studien. De nyhetssidor som valdes för denna studien är Dagens Industri, TT Nyhetsbyrå, Svenska dagbladet, Dagens Nyheter, Aftonbladet, Expressen samt Affärsvärlden.

Valet av nyhetssidor var av stor vikt för att studien skulle få pålitliga nyheter som även har en stor spridning bland nyhetsläsarna. Studien utgår även från ESG-nyheter från 2010 till 2020 och därför användes årtal som filtrering i Retrifer Business. Anledningen till att studien begränsat sig i nyheternas årtal är för att begränsa studien samt att nyheterna lättare ska vara jämförbara. Inspiration är här taget efter en tysk studie utförd av Patrick Velte (2017) som tittat på sambandet mellan ledningskompensationer och ESG-resultat. I studien har Velte (2017) valt att jämföra data mellan åren 2010–2014 eftersom hårdare lagstiftningar och regelverk inom ESG kommit under de 10 senaste åren. Nyheterna valdes av författarna i ett första steg med utgångspunkt utifrån de förvalda sökorden. Vidare analyserades nyheten för att avgöra om tidskriften är godkänd efter den kravställning studien har. I ett sista steg avgörs det ifall nyheten är av en positiv eller negativ karaktär. Författarna har således i studien inte slumpmässigt valt nyheter utan tagit aktiva val i

beslutsfattandet gällande vilka nyheter som uppfyller den kravställning som studien har i sitt urval. Studiens valda sökord presenteras i tabell 1 nedan.

Tabell 1: Sökord

Miljöpelaren	Sociala ansvarspelaren	Bolagsstyrningspelaren
Förnybar energi	Arbetsförhållanden	Arvode
Giftiga avfall	Fackförbund	Brott
Koldioxidutsläpp	Jämställdhet	Insiderbrott
Miljömål	Kvotering	Mutor
Miljöutsläpp	Mänskliga rättigheter	VD
Utsläpp	Olycka	
	Penningtvätt	
	Skandaler	
	Varsel	

3.2.2 Storlek av bolag

Företaget Nasdaq driver en nordisk börs under namnet Nasdaq Nordic. Den svenska listan på den nordiska börsen benämns vanligen under namnet Stockholmsbörsen. Aktierna är indelade i listor på Stockholmsbörsen för att skapa struktur och lättare hitta den aktie man letar efter. För att avgöra vilken lista bolaget ska hamna på utgår sorteringen från börsvärdet, alltså det samlade värdet på alla aktier i bolaget. De två listorna som studien utgår från är dels Large cap-listan där det krävs att bolaget har ett börsvärde över 1 miljard euro, och är den listan där de största bolagen är noterade på i Sverige. Den andra listan är Mid cap där de medelstora bolagen befinner sig på. Här krävs det ett börsvärde mellan 150 miljoner Euro - 1 miljard Euro (Nasdaq Nordic, 2020). Nedan presenteras studiens utvalda bolag från respektive börslista enligt tabell 2 och 3.

Tabell 2: Studiens utvalda bolag från Large cap

AAK	Essity	SEB
ABB	Svenska Handelsbanken	Securitas
Alfa Laval	Hennes & Mauritz	Skanska
Assa Abloy	Milicom	SKF
Atlas Copco	NCC	SSAB
Axfood	Nibe	Stora Enso
Bettson	Nordea	Swedbank
Billerud Korsnäs	PEAB	Swedish Match
Boliden	SAAB	Tele2
Electrolux	Sandvik	Telia
Ericsson	SCA	Volvo

Tabell 3: Studiens utvalda bolag från Mid cap

Academedia	Corem Property	Nobina
Bilia	Eltel	Nolato
Bioartic	Fagerhult	Platzer
Boozt	Fenix Outdoor	SAS
Byggmax	Gränges	Scandi Standard
Catella	Haldex	Skandia
Catena Media	Hoist Finance	Skistar
Clas Ohlsson	Leovegas	Tethys Oil
Cloetta	Lindab International	Unibet
Collector	Mycronic	ÅF
Concentric		

3.3 Eventstudie

Eventstudie har sin utgångspunkt i statistisk metod och är vanligt förekommande vid undersökningar gällande hur stor påverkansgrad en specifik nyhet har på ett bolags dagliga avkastning (Mackinlay, 1997; Binder, 1998). Eventstudien utgår från användandet av historisk data för att analysera om offentliggörandet av en nyhet och information leder till en abnormal avkastning i underliggande tillgång (Sorescu, Warren, & Ertekin, 2017). Vid användandet av en eventstudie utgår metoden från antagandet att marknaden är effektiv, enligt den effektiva marknadshypotesen, och att marknaden investerar enligt ett rationellt förhållningssätt (Fama, 1970; Colman, 2003). Eventstudier är en beprövad metod inom tidigare forskning av området, och är därmed en lämplig undersökningsmetod vid studerandet av ESG-nyheters påverkan på företagen listade på Stockholmsbörsens Large-

och Mid cap (Capelle-Blancard & Petit, 2017; Krüger, 2015; Mackinlay, 1997; Binder, 1998).

Modellen för en eventstudies uppbyggnad har sin utgångspunkt ur ett event, ett eventfönster samt en estimeringsperiod. Mackinlay (1997) lyfter i sin studie fram att eventstudiens mest betydande pelare är eventet och eventfönstret. Ett event är en nyhet eller information som ska studeras, och i den här studien är det nyheter inom ESG som ska studeras. Vid studerandet av ett event är det nödvändigt att göra en avgränsning gällande hur många dagar före och efter en nyhet offentliggjorts som ska studeras. Den här perioden kallas för ett eventfönster, vars uppgift är att uppmärksamma marknadsreaktionen både innan och efter nyheten publicerats (Mackinlay, 1997). Avgränsningen för den här studiens eventfönster är avgränsat till ett tidsintervall på fem dagar, med två dagar innan och två dagar efter offentliggörandet av nyheten. Valet av längden av eventfönster grundar sig i vad tidigare forskning inom området har använt sig av (Capelle-Blancard & Petit, 2017).

Estimeringsperioden är den tidsperiod i en eventstudie som är innan eventfönstret. Genom användandet av historisk data kan den dagliga, normala, avkastningen för den underliggande tillgången beräknas under estimeringsperioden (Mackinlay, 1997). Mackinlay (1997) förklarar att det är av betydande vikt att estimerings- och eventfönstret inte överlappar varandra för att kunna uppmärksamma den normala avkastningen. I den här studien har ett estimeringsfönster om ett år valts, vilket har inneburit att estimeringsfönsterna har varit mellan 246 och 252 dagar beroende på antalet handelsdagar för det aktuella året.

3.4 Beräkningsmodeller

I det här delkapitlet kommer de beräkningsmodeller som ligger till grund för studiens eventtest, och som sedan beräknats i Excel, att förklaras.

3.4.1 Normalavkastning

Ett företags normalavkastning (R) är, som i föregående kapitel förklarats, ett företags dagliga avkastning som beräknats under estimeringsfönstret (Mackinlay, 1997). Normalavkastningen kan förklaras enligt marknadsmodellen där hänsyn tas till systematisk och osystematisk risk. Systematisk risk, eller marknadsrisk som den också benämns, är den risk som grundar sig i marknaden och beräknas genom Beta. Osystematisk risk, som även

benämns som unik risk, är den företagsspecifika risken, det vill säga de risker som förknippas med företaget (Mackinlay, 1997). Den normala avkastningen för respektive företag har beräknats med hjälp av den insamlade historiska datan. Marknadsmodellen härleds nedan enligt Mackinlay (1997).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} = Förväntad normal avkastning

i = Specifik aktie

t = Tidperiod ($t = 0$ är dag 0, då nyheten publiceras)

α_i = Skärningspunkten för regressionen

β_i = Lutningen (beta)

R_{mt} = Avkastning på OMXSPI

ε_{it} = Felvariabel (antas vara noll)

3.4.2 Abnormal avkastning

Abnormal avkastning (AR) beräknas genom att aktiens faktiska avkastning subtraheras med aktiens normala avkastning. Genom beräkningen visas vad marknaden klassificerar som över- eller underavkastning (Mackinlay, 1997). Beräkningen, enligt Mackinlay (1997), härleds nedan.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

AR_{it} = Abnormal avkastning, aktie i , period t

R_{it} = Faktisk avkastning för aktie i och period t $\alpha_i + \beta_i$

R_{mt} = Förväntad avkastning för aktie i

3.4.3 Genomsnittlig abnormal avkastning

Med utgångspunkt ur den abnormala avkastningen kan den genomsnittliga abnormala avkastningen (AAR) beräknas fram (MacKinlay, 1997). Beräkningen, enligt Mackinlay (1997), härleds nedan.

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

AAR_t = Genomsnittliga abnormala avkastning

AR = Abnormal avkastning, aktie i , period t

n = Antalet nyheter

3.4.4 Kumulativ abnormal avkastning

Kumulativ abnormal avkastning (CAR) kan förklaras som den sammanlagda abnormala avkastningen (Mackinlay, 1997). Genom att studera den kumulativa abnormala avkastningen ges en uppfattning gällande eventfönstrets sammanlagda abnormala avkastning. Beräkningen härleds nedan (Mackinlay, 1997).

$$CAR_{(t-2,t+2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t$$

$CAR_{(t-2,t+2)}$ = Kumulativa abnormala avkastningen mellan perioden $t-2$ och $t+2$

AR_t = Abnormala avkastningen för aktien i , perioden t

3.4.5 Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning

Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning (CAAR) visar på ett genomsnitt av den framräknade sammanlagda abnormala avkastningen (Mackinlay, 1997). Beräkningen härleds enligt Mackinlay (1997) nedan.

$$CAAR_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^T CAR_{i,t}$$

$CAAR_t$ = Kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning för aktie i under period t

$CAR_{i,t}$ = Ackumulerad abnormal avkastning för aktie i under period t

3.4.6 Signifikansberäkning

För att undersöka om den abnormala avkastningen (AR) för ett specifikt bolag har varit av signifikant betydelse har ett t-test genomförts. Genom t-test går det att utläsa om det specifika bolagets dagliga avkastning har haft ett statistiskt samband vid publiceringen av

en ESG-nyhet. Eftersom studiens val av ESG-nyheter har varit av både positiv och negativ karaktär har ett tvåsidigt t-test genomförts. Testets signifikansnivå valdes till fem procent, vilket Körner & Wahlgren (2015) beskriver som den vanligaste signifikansnivån vid beräkning av statistiska tester. T-testets beräkningar härleds nedan.

$$\left| \frac{AR}{Steyx} \right| = t - \text{värde}$$

$t - \text{värde}$ = Om det här talet är större än signifikansnivån för femprocentnivån (1,96) är modellen inte signifikant.

Steyx = Standardfelet av det förväntade felets värde för det förväntade y-värdet för varje x (Excel-formeln "STDFELYX" användes)

3.5 Studiens variabler

I det här delkapitlet kommer studiens variabler att förklaras som ligger till grund för studiens multipla regressioner. Variablerna är uppdelade i beroende variabel, oberoende variabler och kontrollvariabler.

3.5.1 Beroende variabel

Beroende variabel är den variabel som är utgångspunkten i en regressionsanalys och som förklaras av andra variabler (Körner & Wahlgren, 2015). Studiens beroende variabel utgörs av den abnormala avkastningen som beräknats fram, genom de tidigare beskrivna beräkningsmodellerna i delkapitel 3.4, i Excel. Med anledning av studiens syfte har den abnormala avkastningen valts som den beroende variabeln eftersom den påverkas av andra oberoende X-variabler och inte i motsatt riktning. Med utgångspunkt ur den abnormala avkastningen testas de olika nyheterna ifall de uppnår en signifikant skillnad.

3.5.2 Oberoende variabler

Oberoende variabler beskrivs i orsakssambandet som de styrande och förklarande variablerna eftersom de ensidigt påverkar den beroende variabelns utfall (Körner & Wahlgren, 2015). Med utgångspunkt ur studiens syfte valdes de oberoende variablerna till vilken börslista bolagen var listade på, vilken ESG-pelare nyheten tillhör samt om nyheten

har uppnått en signifikant kursrörelse i eventtestet. Börslista valdes med som oberoende variabel med anledning av att den ger en tydlig gränsdragning mellan medelstora och stora börsbolag, med hänsyn till bolagens börsvärde. Pelarna som utgör grunden för ESG valdes med för att studera om det förelåg signifikanta skillnader mellan områdena miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning. Nyhetens signifikans valdes med som oberoende variabel för att studera om signifikanta nyheter har en påverkan på den abnormala avkastningen. I tabell 4 nedan presenteras studiens oberoende variabler som dummyvariabler. En dummyvariabel är en kodad variabel som används inom regressionsanalyser för att indikera från- eller närvaro för en variabel. En dummyvariabel kan enbart anta värdena noll eller ett, där noll visar frånvaro av variabeln och ett visar närvaro (Pallant, 2003).

Tabell 4: Studiens oberoende variabler

Dummyvariabel	1	0
Miljöpelaren	Miljö	Inte miljö
Sociala ansvarspelaren	Socialt ansvar	Inte socialt ansvar
Bolagsstyrningspelaren	Bolagsstyrning	Inte bolagsstyrning
Nyhetens riktning	Positiv	Negativ
Börslista	Large Cap	Mid Cap
Signifikans	Signifikant	Inte signifikant

3.5.3 Kontrollvariabler

Kontrollvariabler är vanligt förekommande inom regressionsanalyser och används för att öka testets relevans och styrka. Med hjälp av relevanta framtagna kontrollvariabler reduceras risken för att felaktiga slutsatser dras (Pallant, 2003). Studien har använt sig av fyra kontrollvariabler: omsättning, börsvärde, rörelsemarginal samt företagens ålder. Omsättning har valts som kontrollvariabel eftersom det ger en tydlig bild av bolagets försäljning och intäkter, och bedöms som relevant för att särskilja bolagens storlek. Eftersom omsättning i absoluta tal ger ett svåranalyserat brett spektrum har omsättning logaritmerats för att ge en beräkningsbar skala. Börsvärde har valts som kontrollvariabel eftersom det ger en bild av hur aktieägarna prissätter bolaget, och bedöms som relevant för att särskilja bolagens storlek utifrån aktiemarknadens perspektiv. Börsvärde har likt omsättning logaritmerats för att få fram en beräkningsbar skala. Rörelsemarginal har valts som kontrollvariabel eftersom det är ett effektivitetsmått och på ett övergripande sätt ger

en branschindelning. Bolagets ålder har valts som kontrollvariabel för att studera om skillnader i påverkansgrad påvisas beroende på hur gammalt och etablerat bolaget är.

De fyra kontrollvariablerna har hämtats från respektive bolags årsredovisning samma år som publiceringen av nyheten ägde rum. Eftersom studien har använts sig av nyheter som publicerats även under 2020, har årsredovisningen för 2019 använts vid inhämtande av data eftersom det är den senaste färdigställda årsredovisningen. Vid nyheter som berört bolag som redovisar i annan valuta än svenska kronor har en valutaomvandlare använts för att få en enhetlig och jämförbar data.

3.6 Multipel regression

Vid statistiska tester är multipel linjär regressionsanalys en statistisk teknik som är förekommande för att studera sambandet mellan en beroende variabel (Y) och en, eller flera, oberoende förklarande variabler (X). Vid regressionsanalysen kan värdet på den beroende variabeln påverkas genom hur uppsättningen av de oberoende variablerna sker samtidigt vilken grad av effekt de har (Pallant, 2003). Med utgångspunkt ur studiens valda variabler, som beskrivits närmare i delkapitel 3.5, utgör de grunden för regressionsmodellerna som används vid hypotesprövningarna, och som senare presenteras i tabell 7, 8 och 9. Studiens signifikansnivå för regressionsanalysen har satts till fem procent, vilken är den signifikansnivå som är vanligast inom statistiska hypotesprövningar (Körner & Wahlgren, 2015). Vid användandet av flera förklarande variabler löper en regressionsmodell risk att påverkas negativt. Det här tillståndet benämns som multikollinearitet, och uppstår när flera variabler är starkt korrelerade och därmed påvisar ungefär samma sak. För att undvika att den här studien drabbas av multikollinearitet kommer de oberoende variabler och kontrollvariabler som överstiger 2,5 i VIF-värde att exkluderas (Körner & Wahlgren, 2015).

Inom statistiska tester finns det tre olika varianter av regressionsmodeller och de är standard multipel regression, stegvis multipel regression samt hierarkisk multipel regression (Pallant, 2003). Hierarkisk multipel regression är den regressionsmodell som kommer att vara utgångspunkt för den här studien. Anledningen till att den regressionsmodellen har valts är för att de oberoende variablerna stegvis matas in i modellen i en specifik ordning, vilket ger forskaren möjlighet att utläsa vilken, eller vilka, förklarande variabler som har

störst påverkan (Pallant, 2003). Den ursprungliga modellen kommer utgå från att i ett första steg lägga in de olika ESG-pelarna var för sig, tillsammans med variabeln börslista, för att se ifall de skapar en signifikant påverkan på den abnormala avkastningen. Efter att modellerna har skapats med respektive ESG-pelare har studiens tre första modeller skapats. Därefter kommer varje modell att skapas på nytt, fast den här gången tillsammans med förklarande variabeln signifikans samt studiens kontrollvariabler i form av logaritmerad omsättning, logaritmerat börsvärde, rörelsemarginal och företagets ålder. Efter att de sista regressionsmodellerna, modell 4, 5 och 6, har skapats kan det klargöras gällande om studiens förklarande oberoende variabler har haft en påverkan på den abnormala avkastningen genom variabelns beta-värde.

Genom att analysera regressionsmodellen går det att tolka determinationskoefficienten (Körner & Wahlgren, 2015). Determinationskoefficienten är modellens förklaringsgrad som visar hur stor del den beroende variabeln förklaras av de oberoende variablerna i samma modell. Problematiken som uppstår vid addering av en variabel i en regressionsmodell är att förklaringsgraden (R²) alltid kommer att öka även vid de fall de inte påverkar den beroende variabeln (Körner & Wahlgren, 2015). För att korrigera det felet kan i stället den justerade förklaringsgraden användas, eftersom den ger en korrekt bild gällande om de förklarande variablerna har en påverkan på den beroende variabeln (Körner & Wahlgren, 2015). Den här studien kommer att utgå ifrån variablernas beta-värde eftersom det är relevant ur studiens syfte att belysa vilken variabel som har haft påverkan på den abnormala avkastningen.

3.7 Reliabilitet och validitet

Reliabilitet är ett begrepp som används för att testa att studien ska kunna framställas och ge samma resultat som den ursprungliga studien (Dahmström, 2005). För att undvika att studien ska innehålla slumpmässiga fel eller mänskliga misstag har flera kontrollkörningar av Excell och SPSS genomförts. Vidare har pålitliga källor i form av välrenommerade nyhetssidor använts vid inhämtande av publicerade nyheter för att uppnå en högre reliabilitet.

Validitet har sin utgångspunkt i en studies mätningars relevans. Genom graden av validitet vill man påvisa att studien ämnar undersöka det forskningsområde som studien ska studera

(Dahmström, 2005) Eventstudier är en beprövad metod som byggs av statistisk beräknad data och har varit den grundläggande byggstenen inom ett antal tidigare studier inom forskningsområdet för hur ESG-nyheter påverkar aktiekurser (Capelle-Blancard & Petit, 2017; Krüger, 2015). Med anledning av tidigare forskning och deras metoder har denna studie använt sig av samma metodteknik för att stärka studiens validitet.

4. Empiriskt Resultat

I studiens fjärde kapitel kommer resultatet i form av deskriptiv statistik och regressionsmodellerna att presenteras. Den deskriptiva statistiken har som utgångspunkt utgått från studiens eventtest som beräknats i Excel, medan regressionsmodellerna har tagits fram med hjälp av statistikprogrammet, SPSS.

4.1 Deskriptiv statistik

I tabell 5 och 6 presenteras den deskriptiva statistiken för bolagen listade på Large cap och Mid cap. Tabellen presenterar antalet nyheter, genomsnittliga abnormala avkastningen, antalet signifikanta nyheter för miljö-, sociala- och bolagspelaren och totala antalet signifikanta nyheter. Vidare presenteras antalet positivt och negativt signifikanta rörelser i samband med publicering av en ESG-nyhet och avslutningsvis antalet positiva och negativa signifikanta nyheter. I den här studien har 91 nyheter studerats på Large cap. Fördelningen av nyheter var 50 för miljöpelaren, 24 för sociala ansvarspelaren och 17 för bolagsstyrningspelaren, där nyheterna är jämnt fördelade mellan positiva och negativa. Antalet signifikanta nyhetstillfällen under perioden för eventfönstret uppkommer till 24 av sammanlagt 455 tillfällen, vilket ger en total signifikans på 5,27% av eventfönstrets samtliga dagar. Vidare visar att av de 24 signifikanta tillfällena var 13 positiva och 11 negativa, vilket kan jämföras mot nyhetens riktning där 11 var av positiv karaktär och 13 av negativ karaktär. Fortsättningsvis visar tabell 5 att av de 24 signifikanta tillfällena berör 9 miljöpelaren, 9 sociala pelaren och 6 bolagspelaren.

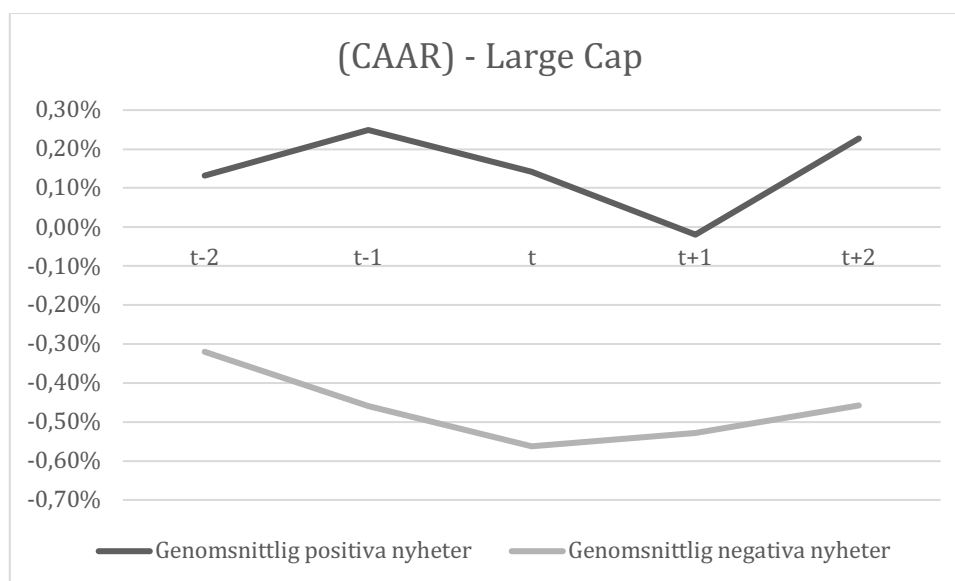
För eventfönstret framgår att summan av den genomsnittliga abnormala avkastningen blev -0,14%, där den genomsnittliga abnormala avkastningen för dagen t uppgår till -0,11%. I figur 2 som presenterar den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen (CAAR) för Large cap visar grafen att marknaden vid negativa nyheter påvisar en svag negativ kursutveckling för t-2 till t för att sedan under t+1 och t+2 återhämta sig svagt positivt. Vid positiva nyheter visar grafen att marknaden under t-2 till t-1 reagerar svagt positivt, för att sedan till t+1 utvecklas negativt och falla tillbaka till nollnivå för att sedan vid t+2 återhämta sig positivt. För nedanstående tabeller, tabell 5 och 6, avser kommande förkortningar följande: Antal Sig E – Antal signifikanta utfall för miljöpelaren, Antal Sig S – Antal signifikanta utfall för sociala ansvarspelaren, Antal Sig G – Antal signifikanta utfall för bolagsstyrningspelaren, Antal Sig T – Antal signifikanta utfall totalt, P-sig –

Positivt signifikant utfall, N-sig – Negativt signifikant utfall, P-Nyheter-Sig – Positiva nyheter med signifikant utfall och N-Nyheter-Sig – Negativa nyheter med signifikant utfall.

Tabell 5: Deskriptiv statistik från excel – Large cap

Large Cap	n	Genomsnitt AR	Antal Sig E	Antal Sig S	Antal Sig G	Antal Sig T	P Sig	N Sig	P Nyheter Sig	N Nyheter Sig
t-2	91	-0,11%	1	1	1	3	2	1	1	2
t-1	91	-0,02%	3	3	0	6	3	3	5	1
t	91	-0,11%	0	1	2	3	1	2	1	2
t+1	91	-0,06%	1	1	1	3	2	1	0	3
t+2	91	0,15%	4	3	2	9	5	4	4	5
Σ	455	-0,14%	9	9	6	24	13	11	11	13

Figur 2: (CAAR) – Large Cap



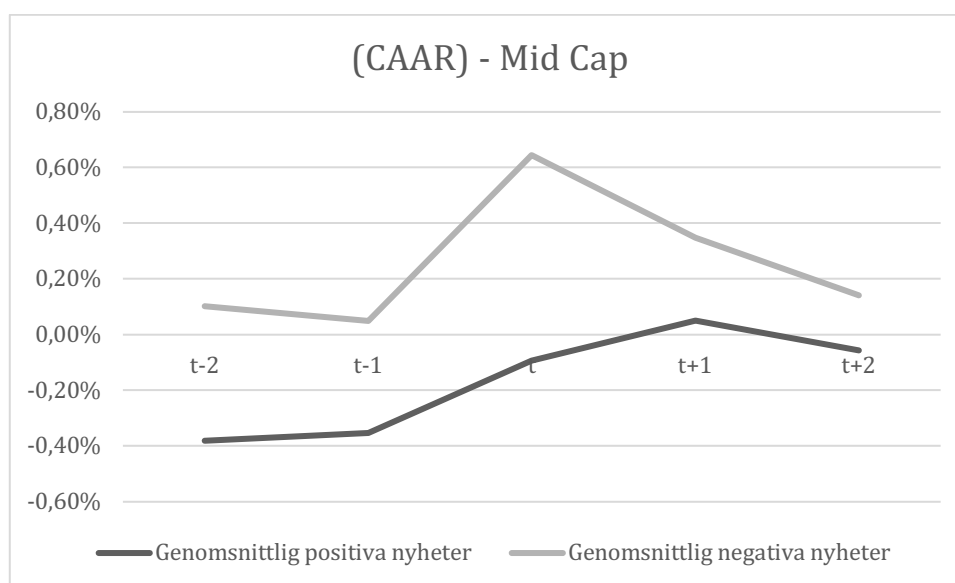
Vidare har den här studien studerat 70 nyheter på Mid cap, där fördelningen av nyheter var 31 för miljöpelaren, 26 för sociala pelaren samt 13 för bolagsstyrningspelaren, där nyheterna är jämnt fördelade mellan positiva och negativa. Antalet signifikanta nyhetstillfällen under eventfönstrets period uppkommer till 27 av sammanlagt 350, vilket ger en signifikans på 7,71% av eventfönstrets samtliga dagar. Vidare visar att av de 27 signifikanta tillfällena var 17 positiva och 10 negativa, vilket var samma som nyheternas riktning för de tillfällena. Fördelningen visar tabell 6 att av de 27 signifikanta tillfällena

berör 15 miljöpelaren, 7 sociala pelaren och 5 bolagsstyrningspelaren. Summan av den genomsnittliga abnormala avkastningen för eventfönstret blev 0,03%, där den genomsnittliga abnormala avkastningen för dagen t uppgår till 0,41%. I figur 3 som presenterar den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen (CAAR) för Mid cap visar grafen att marknaden vid negativa nyheter under t-2 till t-1 är svagt negativ för att sedan under nyhetsdagen, t, utvecklas och få en stark kursuppgång. Under eventfönstrets två sista dagar, t+1 och t+2, reagerar kursrörelsen negativt och återgår till kursnivån den hade vid eventfönstrets början. Vid positiva nyheter visar grafen att marknaden under t-2 utgår från en negativ kursreaktion, för att sedan under t-1 till t+1 vända till en svagt positiv utveckling. Avslutningsvis visar grafen att marknadsreaktionen under eventfönstrets sista dag, t+2, är svagt negativ.

Tabell 6: Deskriptiv statistik från excel – Mid cap

Mid Cap	n	Genomsnitt AR	Antal Sig E	Antal Sig S	Antal Sig G	Antal Sig T	P Sig	N Sig	P Nyheter Sig	N Nyheter Sig
t-2	70	-0,17%	3	1	1	5	3	2	3	2
t-1	70	-0,01%	0	1	0	1	1	0	1	0
t	70	0,41%	7	2	1	10	7	3	8	2
t+1	70	-0,05%	0	1	2	3	2	1	1	2
t+2	70	-0,15%	5	2	1	8	4	4	4	4
Σ	350	0,03%	15	7	5	27	17	10	17	10

Figur 3: (CAAR) – Mid Cap



4.2 Resultat av regressionsmodellerna

Den här studien har utgått från tre olika tabeller där varje tabell innehåller sex olika modeller. I tabell 7 och 8 presenteras resultaten för de multipla regressioner som utförts på Large respektive Mid cap. Modellerna presenteras utifrån stjärnsignifikansnivåerna som anges *, ** eller *** för att påvisa om regressionen motsvarar signifikansnivåerna för tio procent, fem procent eller en procent. Vidare presenteras modellerna utifrån variabelernas olika betavärde och standardfel. Modellerna summeras sedan var för sig utifrån antalet event, justerad förklaringsgrad, F-värde samt regressionens signifikanta utfall. För tabellerna 7 och 8 användes de variabler som beskrivits tidigare i delkapitel 3.5. Med anledning av att multikollinearitet uppstod, där ett VIF-värde översteg 2.5, mellan log omsättning och log börsvärde exkluderades log omsättning från regressionsmodellerna. Tabell 7 visar att ingen av regressionsmodellerna är signifikanta på variabelnivå utöver den givna signifikansvariabeln. Det här förklaras genom att variabelernas betavärde är nära nollnivån, vilket innebär att de inte har ett signifikant samband med den beroende variabeln, abnormal avkastning (Pallant, 2003). När modellerna testas med de oberoende variabelerna log börsvärde, rörelsemarginal, signifikans och ålder påvisas en förbättring i modellerna som helhet, eftersom modellerna uppvisar signifikans på enprocentsnivån. Regressionsmodellerna i tabell 8 visar, likt tabell 7, ingen signifikans på variabelnivå utom den givna signifikansvariabeln. Vid inkludering av kontrollvariablerna påvisas en förbättring för modellerna 5 och 6, som visar en signifikans i modellen som helhet på tioprocentnivån.

Tabell 9 presenterar den multipla regression som utförts för Large och Mid cap tillsammans för att kunna påvisa om det uppstod signifikanta skillnader mellan de olika börslistorna. Modellen summeras, likt de tidigare separata modellerna, utifrån antalet event, justerad förklaringsgrad, F-värde och regressionens signifikanta utfall. Eftersom kontrollvariablerna log omsättning och log börsvärde påvisade multikollinearitet mot den tillagda variabeln börslista exkluderades de från regressionsmodellerna. Tabell 9 visar ingen signifikans gällande varken modellen som helhet eller på variabelnivå. Det här påvisas genom att variabelernas betavärden är omkring nollnivån och modellernas signifikansvärden överstigen studiens nivåer för signifikans (Pallant, 2003).

Tabell 7: Resultat av multipel regression – Large cap

Large Cap	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4	Modell 5	Modell 6
Miljöpelaren	B = 0,013 Std fel = 0,004			B = -0,106 Std fel = 0,004		
Sociala pelaren		B = 0,085 Std fel = 0,005			B = 0,107 Std fel = 0,004	
Bolagspelaren			B = -0,117 Std fel = 0,005			B = -0,005 Std fel = 0,005
Nyhetens riktning	B = -0,004 Std fel = 0,004	B = 0,004 Std fel = 0,004	B = -0,026 Std fel = 0,004	B = 0,009 Std fel = 0,004	B = -0,007 Std fel = 0,004	B = -0,012 Std fel = 0,004
Log börsvärde				B = 0,037 Std fel = 0,002	B = 0,034 Std fel = 0,002	B = 0,010 Std fel = 0,002
Rörelsemarginal				B = -0,079 Std fel = 0,016	B = -0,074 Std fel = 0,015	B = -0,019 Std fel = 0,014
Signifikans				B = -0,517*** Std fel = 0,010	B = -0,500*** Std fel = 0,010	B = -0,504*** Std fel = 0,010
Ålder				B = 0,145 Std fel = 0,000	B = 0,144 Std fel = 0,000	B = 0,137 Std fel = 0,000
n	50	24	17	74	67	41
adjusted R2	-0,023	-0,015	-0,009	0,223	0,225	0,215
F	0,007	0,319	0,581	5,306	5,348	5,102
Sig regression	0,993	0,727	0,562	0,000***	0,000***	0,000***

Tabell 8: Resultat av multipel regression – Mid cap

Mid Cap	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4	Modell 5	Modell 6
Miljöpelaren	B = 0,054 Std fel = 0,007			B = -0,015 Std fel = 0,007		
Sociala pelaren		B = -0,086 Std fel = 0,007			B = -0,046 Std fel = 0,007	
Bolagspelaren			B = 0,039 Std fel = 0,008			B = 0,069 Std fel = 0,008
Nyhetens riktning	B = -0,081 Std fel = 0,007	B = -0,086 Std fel = 0,007	B = -0,060 Std fel = 0,006	B = -0,136 Std fel = 0,007	B = -0,152 Std fel = 0,007	B = -0,135 Std fel = 0,006
Log börsvärde				B = -0,011 Std fel = 0,006	B = -0,011 Std fel = 0,006	B = -0,010 Std fel = 0,006
Rörelsemarginal				B = 0,011 Std fel = 0,029	B = 0,013 Std fel = 0,029	B = 0,009 Std fel = 0,029
Signifikans				B = 0,384*** Std fel = 0,009	B = 0,380*** Std fel = 0,009	B = 0,387*** Std fel = 0,009
Ålder				B = 0,042 Std fel = 0,000	B = 0,036 Std fel = 0,000	B = 0,042 Std fel = 0,000
n	31	26	13	57	44	39
adjusted R2	-0,023	-0,019	-0,024	0,07	0,072	0,075
F	0,222	0,371	0,186	1,866	1,891	1,931
Sig regression	0,801	0,691	0,831	0,101	0,096*	0,089*

Tabell 9: Resultat av multipel regression – Mid- & Large cap

Mid och Large Cap	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4	Modell 5	Modell 6
Miljöpelaren	B = 0,030 Std fel = 0,004			B = 0,010 Std fel = 0,004		
Sociala pelaren		B = 0,000 Std fel = 0,004			B = 0,021 Std fel = 0,004	
Bolagspelaren			B = -0,037 Std fel = 0,005			B = -0,034 Std fel = 0,005
Nyhetens riktning	B = -0,040 Std fel = 0,004	B = -0,032 Std fel = 0,004	B = -0,038 Std fel = 0,004	B = -0,038 Std fel = 0,004	B = -0,032 Std fel = 0,004	B = -0,041 Std fel = 0,004
Börslista	B = -0,119 Std fel = 0,004	B = -0,115 Std fel = 0,004	B = -0,116 Std fel = 0,004	B = -0,133 Std fel = 0,004	B = -0,128 Std fel = 0,004	B = -0,132 Std fel = 0,004
Rörelsemarginal				B = -0,063 Std fel = 0,014	B = -0,072 Std fel = 0,013	B = -0,063 Std fel = 0,013
Signifikans				B = 0,067 Std fel = 0,007	B = 0,068 Std fel = 0,007	B = 0,069 Std fel = 0,007
Ålder				B = 0,119 Std fel = 0,000	B = 0,121 Std fel = 0,000	B = 0,118 Std fel = 0,000
n	81	50	30	131	111	80
adjusted R2	-0,004	-0,005	-0,004	-0,005	-0,004	-0,004
F	0,77	0,725	0,797	0,876	0,884	0,904
Sig regression	0,512	0,539	0,497	0,514	0,508	0,494

5. Analys

I studiens femte kapitel kommer, inledningsvis, studiens framtagna hypoteser för respektive ESG-pelare att besvaras utifrån om de kan förkastas eller inte förkastas. Vidare följer en övergripande analys gällande hur marknaden påverkas av hållbarhetsnyheter ur både ett storleks- och helhetsperspektiv.

5.1 Hypotesprövning

H1: Det finns ett samband som påvisar att större bolag får en större kurspåverkan vid publicering av miljönyheter.

Studiens första hypotes har tagits fram för att undersöka gällande hur kapitalmarknaden reagerar vid offentliggörandet av miljönyheter beroende på om bolaget tillhör Large eller Mid cap. Bolagens påverkan ur ett miljöperspektiv har blivit en allt viktigare ståndpunkt, och deras förhållningssätt för att minska miljöavtrycket lyfts fram av Durand *et al.* (2017) som en grundläggande aspekt för miljöpelaren. Capelle-Blancard och Petit (2017) belyser att det finns olika påverkansgrad, inom miljöpelaren, beroende på vilken bransch bolagen befinner sig inom. Med hänsyn till modellerna 1 och 4 i tabell 9 går det inte att påvisa några signifikanta skillnader mellan variablerna miljöpelaren, nyhetens riktning och börslista. Det här innebär att nollhypotesen för hypotes ett inte kan förkastas, eftersom det inte går att påvisa någon signifikant skillnad mellan börslistorna gällande hur de påverkas av publicering av miljönyheter. Vidare har bolagslistorna analyserats var för sig i tabell 7 respektive 8, för att studera hur de enskilt påverkas av miljönyheter. Genom analysen framkom att miljöpelaren inte är signifikant i hur den påverkar den abnormal avkastningen. Det här innebär att det inte går att påvisa att miljönyheter har en påverkan mot ett bolags aktiekurs oberoende av bolagets storlek. Med utgångspunkt ur studiens resultat finns det därmed skiljaktigheter mot tidigare forskning av Krüger (2015) och Durand *et al.* (2017), eftersom den här studiens resultat tyder på att marknaden inte anser att miljörelaterade nyheter påverkar bolag ur ett aktiemarknadsperspektiv oavsett storlek.

H2: Det finns ett samband som påvisar att större bolag får en större kurspåverkan vid publicering av sociala ansvarsnyheter.

Studiens andra hypotes har tagits fram för att undersöka gällande hur kapitalmarknaden reagerar vid offentliggörandet av nyheter ur ett socialt ansvarsperspektiv beroende på om bolaget tillhör Large eller Mid cap. Den sociala ansvarspelaren har under de senaste åren fått ett större fokus ur ett bredare perspektiv med anledning av de striktare lagar som tagits fram inom flertalet olika branscher (Capelle-Blancard & Petit, 2017). Samhällets förändring gällande exempelvis mjuka värden och jämställdhet har uppmärksammats under de senaste åren vilket har bidragit till att press sätts på bolagen att de arbetar proaktivt efter de riktlinjer som ställs (Morningstar, 2020). Med utgångspunkt ur modellerna 2 och 5 i tabell 9 går det inte att förkasta nollhypotesen för hypotes två eftersom studien inte kan påvisa signifikanta skillnader mellan variabelerna börslista och spelaren för socialt ansvar. Resultatet visar därför att det inte finns någon skillnad gällande hur marknaden påverkas av sociala ansvarsnyheter oberoende av bolagets storlek. Vidare, i tabell 7 och 8, har bolagen separerats utifrån börslistorna för att analysera hur de enskilt påverkas av nyheter som har anknytning till spelaren för socialt ansvar. Resultatet visar att marknaden tenderar att inte påverkas av nyheter med anknytning mot socialt ansvar. Det här innebär att studiens resultat inte följer samma spår som Capelle-Blancard och Petit (2017) gällande att bolagens arbete för socialt ansvar får en positiv påverkan och fokus ur ett perspektiv mot aktiemarknaden.

H3: Det finns ett samband som påvisar att större bolag får en större kurspåverkan vid publicering av bolagsstyrningsnyheter.

Studiens tredje hypotes har tagits fram för att undersöka gällande hur kapitalmarknaden reagerar vid offentliggörandet av nyheter ur ett bolagsstyrningsperspektiv beroende på om bolaget tillhör Large eller Mid cap. Inom bolagsstyrningspelaren behandlas områden som berör styrningstruktur, etik och integritet, där företagen har möjlighet att uppnå långsiktiga fördelar för samtliga intressenter genom att aktivt arbeta utefter transparens (Morningstar, 2020). Med hänsyn till modellerna 3 och 6 i tabell 9 kan inte studien påvisa några signifikanta skillnader gällande om det finns en skillnad i hur marknaden påverkas av nyheter som är kopplade mot bolagsstyrning beroende på bolagets storlek. Det här innebär

att studiens nollhypotes för den tredje hypotesen inte kan förkastas. Vidare i tabell 7 och 8 visar resultatet att bolagsstyrningspelaren inte har en signifikant påverkan på bolagen när listorna har studerats var för sig. Tolkningen av hypotesens resultat tyder därmed på att marknaden ur ett aktieägarperspektiv inte reagerar på nyheter med anknytning mot bolagsstyrning.

5.2 Övergripande analys

Under de senaste åren har samhällets syn gällande hur bolags verksamhet förhåller sig ur ett hållbarhetsperspektiv blivit allt viktigare (Zhao *et al.*, 2018; Velte, 2017). Regleringen och rapporteringskravet, som har sin grund i det EU-direktiv som togs fram 2014, och som sedan tog kraft i Sverige med start 2017 innebär att svenska bolag av en viss storlek blir skyldiga att upprätta en separat hållbarhetsrapport för att förenkla för bolagets intressenter (PWC, 2020). Studiens empiriska resultat går att ställa i jämförelse mot tidigare forskning av Capelle-Blancard och Petit (2017), Krüger (2015) samt Dremptic, Klein och Zwergel (2019). Capelle-Blancard och Petit (2017) visade i sin studie att marknaden tenderar till att reagera svagt negativt på negativa publiceringar och ingen marknadsreaktion vid positivt publicerade händelser. Krügers (2015) studie visade att den finansiella marknaden reagerar starkt negativt vid negativa händelser och svagt negativt vid positiva. Dremptic, Klein och Zwergel (2019) tog i sin studie med bolagens storlek för att studera om det uppstod någon eventuell storlekseffekt och de kom fram till att de finns en positiv korrelation mellan höga ESG-betyg och bolagets storlek. Anledningen bakom korrelationen förklaras av bland annat stordriftsfördelar i form av resursallokering för hållbart arbete. Den här studiens genomsnittliga abnormala avkastning -0,14% för large cap och 0,03% för mid cap, vilket ger en indikation att marknaden tenderar att reagera mer negativt till ESG-publicerade händelser för större bolag än mindre.

Kahneman och Tversky (1979) studerade i sin studie individers beteende utifrån ett riskperspektiv där de upptäckte att prospektteorin är den mest lämpade teorin för att förklara individers beslutstagande. Med prospektteorin som utgångspunkt gjorde kom de fram till att individer agerar på ett irrationellt sätt vid sitt beslutsfattande. Shiller och Perrons (1985), Shiller (1981) och Pretcher (2001) har vidare studerat individers beteende på finansiella marknader och kommit fram till teorin att investerare, till stor del, grundar sina investeringsbeslut i hur andra aktörer agerar på marknaden. De benämner beteendet

med begreppet trender och förklarar att de är grunden till att det uppstår över- och underreaktioner på den finansiella marknaden. I figur 2 och 3 går det att urskilja differenser gällande marknadsreaktionen vid publicering av positiva eller negativa nyheter mellan de olika börslistorna. Marknadsreaktionen gällande Large cap visar att marknaden reagerar rationellt utifrån nyhetens riktning ifall den var positiv eller negativ. Den här studien har, som tidigare nämnts, haft Famas (1970) beskrivning gällande att den finansiella marknaden utgår från en semi-stark form som utgångspunkt, vilket innebär att prissättningen på marknaden sker utifrån historisk data och offentligt publicerad information.

Med utgångspunkt ur utfallet för figur 2 finns det en rimlighet i hur marknaden har agerat för bolagen listade på Large cap, och det finns likheter med de slutsatser som Capelle-Blancard och Petit (2017) påvisade i kursrörelsen vid publicering av negativa och positiva händelser. Drempetic, Klein och Zwergel (2019) belyste i sin studie de fördelar större bolag har utifrån de stordriftsfördelar de kan uppnå vid hållbarhetsarbete eftersom de har en större resursallokering. Med anledning av att större bolag har mer resurser för hållbarhetsarbete finns det en rimlighet i att tro att det finns en högre förväntan ur intressenternas synvinkel att bolagens verksamhet arbetar enligt ett hållbart förhållningssätt. Det går därmed att anta att kursrörelsen för bolag listade på Large cap vid publicering av negativa och positiva nyheter följer en rationell korrelation enligt Famas (1970) beskrivning. Marknadsreaktionen för Mid cap visar vad som istället kan uppfattas som irrationellt då negativa nyheter får en positiv kursreaktion under eventfönstret medan positiva nyheter får en svag negativ kursutveckling under eventfönstret. Med anledning av att den genomsnittliga abnormala avkastningen rör sig i motsatt riktning mot vad nyhetens riktning visar kan resonemanget framföras, likt Famas (1970) beskrivning av semi-stark form. I semi-stark form prissätts all offentlig information och det finns en rimlighet i att det kan finnas andra faktorer som inte berör området för ESG-nyheter, men som kan ha haft en påverkan på avkastningen som gör att rörelsen i grafen uppnår den rörelsen.

Krüger (2015) lyfte i sin studie fram att marknadsreaktion gällande offentliggörande av ESG-nyheter var som störst vid miljörelaterade händelser. Nalband och Al-Amri (2013) belyser i sin studie att intressenterna lägger större vikt vid hur bolaget arbetar efter ett hållbart perspektiv. Dahlsrud (2008), Deegan (2002), Carroll (1979) samt Pérez och Rodriguez del Bosque (2016) menar att genom ett aktivt hållbarhetsarbete kan bolagen

gynna fler intressenter och ha möjlighet att påverka ur ett samhällsperspektiv. Vidare förklarar Carroll (1979) och Drumwright (1994) att bolag som integrerar hållbarhetsarbete i sina investeringsbeslut använder det som en differentierad framgångsrik faktor för att särskilja sig från sina konkurrenter. Vid en analys av den genomförda multipla regressionen går det inte att utläsa några signifikanta skillnader mellan hur den abnormala avkastningen påverkas vid publicering av ESG-nyheter beroende på om bolagen är listade på Large eller Mid cap. Vidare går det inte att påvisa att någon av de enskilda ESG-pelarna har haft större påverkan än de andra. I tabell 7 och 8 där regressionsanalyserna grundar sig i att börslistorna separeras visar dock att modellerna som utgår från respektive ESG-pelare tillsammans med kontrollvariablerna ger signifikanta utslag på modellen som helhet, med undantag för modell 4 i tabell 8. Med anledning av att ingen av tabellerna visar någon signifikans på variabelnivå gällande variablerna ESG-pelare och börslista för någon modell går det dock inte att påvisa att ett bolags abnormala avkastning påverkas av de variablerna. Det går därmed att ställa sig frågande till hur viktigt hållbarhetsarbete är för bolagen ur ett aktieägarperspektiv och att studiens resultat i stället faller i linje med Jensens (2002) forskning att aktieägare i första hand äger sina aktier utifrån värdemaximering.

Freeman (1984) lyfter i sin studie fram intressentteorin som ett grundläggande begrepp gällande vilka intressenter som påverkar, eller påverkas, av bolagets agerande. Ur ett bolags aktieägare, som utgör ena delen av ett bolags intressenter, lyfts värdemaximering upp som en aspekt som en av de grundläggande anledningarna bakom ett aktieägarskap (Skärvad & Olsson, 2008; Shah & Bhaskar, 2007; Jensen, 2002). Freeman (1984) menar vidare att utöver vinstmaximering kan delar som miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning lyftas fram som viktiga område för intressenter. Ur den här studiens resultat går det inte att urskilja och påvisa någon signifikant skillnad i abnormal avkastning vid publicering av ESG-nyheter beroende på om bolaget är listat på large eller mid cap. Med anledning av det här är det rimligt att tro att aktieägarperspektivet och intressemodellen inte särskiljer sig åt beroende på bolagets storlek. Ett argument som kan lyftas fram till varför det är så kan vara att ägarstrukturen sker på samma sätt eftersom de befinner sig på samma kapitalmarknad, och att de därmed behandlas utifrån relativt lika förväntningar. Ett annat argument som kan lyftas fram gällande att det inte finns några signifikanta skillnader mellan börslistorna är att lagkraven, som infördes 2017, är densamma för både large och mid cap eftersom bolagen på de båda listorna uppfyller storlekskravet (Regeringen, 2020). Det här betyder

att de driver sin verksamhet på lika villkor, samtidigt som de behöver uppvisa transparens mot sina aktieägare och övriga intressenter.

6. Avslutande diskussioner

I studiens sjätte kapitel kommer studiens slutsatser att presenteras tillsammans med svaret på studiens forskningsfråga. Vidare kommer studiens bidrag att presenteras för att sedan avslutningsvis belysa de begränsningar som uppkommit och ge förslag på vidare forskning inom området för hållbarhet.

6.1 Slutsatser

Studiens syfte var att studera hur kapitalmarknaden reagerar vid publicering av ESG-nyheter för svenska bolag listade på Large och Mid cap, och om det finns signifikanta skillnader mellan börslistorna. Med anledning av att området gällande ESG är relativt outforskat önskar vi att bidra till ökade kunskaper inom området. Forskningsfrågan som låg till grund för att besvara studiens syfte är:

Hur påverkar offentliggörandet av hållbarhetsnyheter bolagets aktieavkastning beroende på bolagets storlek?

Med utgångspunkt ur de regressionsanalyser som har genomförts kan studien inte påvisa några signifikanta skillnader vid offentliggörandet av ESG-händelser mellan de olika börslistorna. Studien kan inte heller påvisa att det skulle föreligga några signifikanta skillnader i påverkan mellan miljö-, sociala ansvars- och bolagsstyrningspelaren. Studiens deskriptiva statistik visar att den genomsnittliga abnormala avkastningen för Large cap var -0,14% och 0,03% för Mid cap, vilket ger en indikation att marknaden tenderar att reagera mer negativt vid publicering av ESG-händelser för större bolag än för mindre. I figur 2 och 3 går det att urskilja differenser gällande hur marknaden reagerar mellan börslistorna vid publicering av positiva eller negativa nyheter. Reaktionen för hur marknaden reagerar på Large cap visar starkt negativt för negativa nyheter och svagt positivt vid publicering av positiva nyheter, vilket leder till att grafen följer vad som kan uppfattas vara ett rationellt mönster enligt effektiva marknadshypotesen (Fama, 1970). Det här resultatet kan ställas i jämförelse mot Capelle-Blancard och Petits (2017) studie som visade en liknande marknadsreaktion. Marknadsreaktionen för Mid cap visar vad som kan uppfattas som ett irrationellt beteende eftersom den abnormala avkastningen rör sig i motsatt riktning mot nyheten. Med utgångspunkt ur grafen för Mid cap kan resonemanget, tillsammans med

grafen för Large cap, dras att andra faktorer, enligt Famas (1970) modell för den semi-starka formen, driver marknadsreaktionen och har en påverkan på kursrörelsen.

Med studiens deskriptiva resultat i beaktning kan det upplevas som att det finns skillnader i påverkansgrad gällande dels ESG-pelarnas påverkan, men även mellan de olika börslistorna. Vid en djupare analys i den regressionsanalys som genomförts framgår däremot att inga signifikanta skillnader kan påvisas. Det här leder in till resonemanget som Freeman (1984) lyfter fram i intressentteorin gällande hur intressenter påverkas av, eller påverkar, bolagets verksamhet. Ur intressentteorin utgör ett bolags aktieägare en viktig del och här lyfter Skärvad och Olsson (2008), Jensen (2002) samt Shah och Bhaskar (2007) fram bolagets värdemaximering som en viktig utgångspunkt bakom ett aktieägarskap. Med anledning av att den här studien inte kan påvisa några signifikanta skillnader mellan börslistorna, är en rimlig slutsats att tro att perspektivet gällande ägandeskap och övriga intressenter inte skiljer sig åt eftersom de verkar under samma kapitalmarknad, och därmed har liknande förväntningar på sig. Att bolagen, oavsett om de är listade på Large eller Mid cap, har samma förväntningar på sig gällande hållbarhetsredovisning stärks även eftersom båda börslistorna behöver anpassa sin verksamhet beroende på de lagkrav som infördes 2017 (Regeringen, 2020). Med utgångspunkt ur studiens resultat kan frågan därmed, med aktsamhet, ställas om ESG-händelser har en påverkan på ett bolags aktieavkastningen, eller om andra faktorer som värdemaximering utifrån finansiella mål kan anses ha en viktigare påverkan oavsett bolagets storlek.

6.2 Implikationer av studien

Den här studien har likt tidigare forskning av Capelle-Blancard och Petit (2017) samt Krüger (2015) haft sin utgångspunkt i gällande hur hållbarhetsnyheter påverkar ett börsnoterat bolags aktieavkastning. Till skillnad från tidigare forskning har den här studien baserat sig på den svenska aktiemarknaden för att se om den svenska marknaden tenderar att agera annorlunda. En ytterligare skillnad som den här studien bidrar med är att den har tagit in börsbolagets storlek, i form av vilken börslista bolaget är listat på, för att se om det förelåg skillnader i påverkan beroende på börsbolagets storlek. Det som är intressant med studiens resultat är att det skiljer sig från tidigare forskning gällande de tre olika ESG-pelarnas betydelse för aktieavkastningen, eftersom studien inte kan påvisa signifikanta skillnader utifrån ESG-pelarna.

Studiens utomvetenskapliga bidrag gällande hur en investerare ska förhålla sig till ESG-nyheter, är att de ska förhålla sig till dem utifrån ett aktsamt sätt eftersom vi inte kan påvisa att de är av signifikant betydelse. Ur ett investeringsperspektiv kan det antas att det finns andra värdedrivande faktorer som har en större påverkan bakom en kursrörelse eftersom vi inte kan påvisa pelarnas enskilda signifikanta betydelse. Ett sådant antagande stämmer även överens med Freemans (1984), Skärvad och Olsson (2008) samt Shah och Bhaskars (2007) beskrivning gällande en aktieägars grundläggande anledning till ett aktieägarskap. Zhao *et al.* (2018) och Velte (2017) belyser att samhällets syn ur ett hållbarhetsperspektiv har blivit allt viktigare. I den här studien kan vi dock, med försiktighet, påvisa att en aktieägare tenderar att avvika från den synen och i stället värdesätta andra faktorer.

6.3 Begränsningar och vidare forskning

Utgångspunkten i den här studien har varit att studera förhållandet gällande hur börsbolag påverkas av hållbarhetsnyheter beroende på bolagets storlek. Vidare har studiens resultat till viss del kunnat ställas i jämförelse mot tidigare forskning av Capelle-Blancard och Petit (2017), Krüger (2015) samt Drempetic, Klein och Zwergel (2019), där resultat inom en del områden har skilt sig åt. Under studiens process har ett antal begränsningar påträffats, som hade kunnat göra studien mer tillförlitlig. En begränsning som har påträffats är antalet nyheter som studien har studerat. För att skapa en högre trovärdighet i studiens resultat skulle ett större antal nyheter kunna studeras för vidare forskning. En annan aspekt gällande begränsningar vid nyheter är hur stor räckvidden har varit för dem, eftersom det finns en svårighet i att mäta antalet läsare för nyheten. Det här leder till att det blir svårt att utläsa nyhetens påverkan på den dagliga aktieavkastningen. En annan begränsning som har påträffats under studiens datainsamling var problematiken gällande vilken dag som var den korrekta eventdagen för nyheten. Med anledning av att den här studien har utgått från den valda artikelns publiceringsdatum går det inte att utesluta att nyheten redan har blivit inprisad av marknaden vid ett tidigare skede. Ett förslag till vidare forskning är därmed att på ett djupare plan försöka hitta händelsens startpunkt för att hitta den korrekta eventdagen.

Ett annat förslag på vidare forskning är att försöka uppnå en klassindelning gällande nyhetens genomslag. Genom att nyheterna klassificeras beroende på hur slagkraftig och allvarlig nyheten är, ger det förhoppningsvis en mer rättvisande bild, vilket möjliggör att

jämförelse av nyheter kan ske på ett mer korrekt sätt. Vidare skulle en branschindelning av bolagen på Large- och Mid cap vara ett alternativ för vidare forskning för att se hur respektive bransch påverkas utifrån de tre ESG-pelarna. För att ge en mer rättvisande bild av hur bolagets storlek påverkas av publiceringar av ESG-nyheter är ett förslag på vidare forskning att även inkludera Small cap, eftersom forskningen därigenom ger ett större helhetsperspektiv av den svenska börsmarknaden.

Litteraturförteckning

- Alfredsson, E., & Hermansson, H. (2018). Finansmarknadens hållbarhetsvärdering av företag. *Tillväxtanalys*, 1-54.
- Al-Tuwaijri, S., Christensen, T., & Hughes, K. I. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach. *Account Organ*, 447-472.
- Ashwin Kumar, N. C., Smith, C., Badis, L., Wang, N., Ambrosy, P., & Tavares, R. (2016). ESG factors and risk-adjusted performance: a new quantitative model. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 292-300.
- Bell, E., A. B., & Harley, B. (2018). *Business research methods*. Oxford: Oxford University Press.
- Binder, J. (1998). The event study methodology since 1969. *Review och quantitative finance and accounting*, 111-137.
- Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2014). The performance of socially responsible funds. Does the screening process matter? *European Financial Management*, 494-520.
- Capelle-Blancard, G., & Petit, A. (2017). Every little helps? ESG news and stock market reaction. *Journal of business ethics*, 1-23.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate social performance. *The academy of management review*, 497-505.
- Colman, A. M. (2003). Cooperation, psychological game theory, and limitations of rationality in social interaction. *Behavioral and brain science*, 139-198.
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate social responsibility and environmental management*, 1-13.
- Dahmström, K. (2005). *Från datainsamling till rapport: att göra en statistisk undersökning*. Lund: Studentlitteratur.
- Deegan, C. (2002). Introduction. The legitimising effect of social and environmental disclosures - a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 282-311.
- Denscombe, M. (2016). *Forskningshandboken*. Lund: Studentlitteratur AB.
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, C. (2019). The influence of firm size och the ESG score. *Journal of Business Ethics*.

- Drumwright, M. E. (1994). Socially Responsible Organizational Buying: Environmental Concern as a Noneconomic Buying Criterion. *Journal of marketing*.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of finance*, 383-417.
- Finansinspektionen. (den 18 Maj 2020). *Insynsregistret*. Hämtat från Finansinspektionen: <https://www.fi.se/sv/vara-register/insynsregistret/>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management : a stakeholder approach*. Boston: Cambridge University Press.
- Hagart, G., & Knoepfel, I. (2004). Who Cares Wins, 2004–08. *IFC Advisory Services in Environmental and Social Sustainability*, 1-4.
- Hashimzade, N., Myles, G., & Black, J. (2017). *A dictionary of economics (5 ed.)*. Oxford: Oxford University Press .
- Jansson, M., Biel, A., Andersson, M., & Görling, T. (2011). Drivers of Adoption of Socially Responsible Investment among Swedish Institutional Investors. *Journal of Investing*, 118-123.
- Jensen, M. C. (2002). Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 235-256.
- Jones, T. M. (1980). Corporate social responsibility revisited, redefined. *California management review*, 59-67.
- Körner, S., & Wahlgren, L. (2015). *Statistiska metoder*. Lund: Studentlitteratur.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *The econometric society*, 263-291.
- Krüger, P. (2015). Corporate godness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 304-329.
- Limkriangkrai, M., Koh, S., & Durand, R. B. (2017). Environmental, social, and governance (ESG) profiles, stock returns, and financial policy: Australian evidence. *International Review of Finance*, 461-471.
- Lind, R. (2014). *Vidga vetandet*. Lund: Studentlitteratur AB.
- Mackinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 13-39.
- Malkiel, B. G. (1973). *A random walk down wall street*. New York City: WW Norton & Co.

- Morningstar. (den 14 Mars 2020). *ESG Risk Comes Into Focus*. Hämtat från Morningstar:
<https://www.morningstar.com/features/esg-risk?fbclid=IwAR1NejQJ9RdpzOMgGckiKg52QWK7AzvGG6zH8jIclrARnzKHeYS7extJs2s>
- Nalband, A., & Al-Amri, S. (2013). Corporate Social Responsibility – Perception, Practices and Performance in Listed Companies of Saudi Arabia, Competitiveness Review:. *International Journal of Business*, 284-295.
- Nasdaq Nordic. (den 17 Mars 2020). *VAR HANDLAR MAN AKTIER?* Hämtat från Nasdaq:
<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/varhandlarmanaktier/?languageId=3>
- Pallant, J. (2003). *SPSS Survival manual*. Philadelphia: McGraw-Hill.
- Pérez, A., & del Bosque, R. (2016). The stakeholder management theory of CSR. *International journal of bank marketin* , 731-751.
- Pretcher, J. (2001). Unconscious herding behavior as the psychological basis of financial market trends and patterns. *Journal of psychology & financial markets*, 120-125.
- PWC. (den 16 Mars 2020). *PWC*. Hämtat från Lagstadgad hållbarhetsrapport från 2017:
<https://www.pwc.se/sv/publikationer/finansiell-rapportering/lagstadgad-hallbarhetsrapport-fran-2017.html>
- Regeringen*. (den 15 Mars 2020). Hämtat från Hållbar finansmarknad:
<https://www.regeringen.se/regeringens-politik/finansmarknad/hallbar-finansmarknad/>
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 1723-1742.
- Samuelsson, P. (1965). Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. *Industrial management review*, 41-49.
- Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. M., & Hamilton, I. (2009). The heterogeneity of socially responsible investment. *Journal of Business Ethics*, 519.
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2015). *Research methods for business students*. London: Pearson Education Limited.
- Shah, S., & Bhaskar, A. S. (2007). Shareholder view vs stakeholder view of a firm: A review. *Paradigm*, 67-76.

- Shiller, R. (1981). The use of volatility measures in assessing market efficiency. *Journal of Finance*, 291-304.
- Shiller, R., & Perron, P. (1985). Testing the random walk hypothesis: Power vs. frequency of observation. *Economics Letters*, 381-386.
- Skärvad, P.-H., & Olsson, J. (2008). *Företagsekonomi 100 Faktabok 14:e upplagan*. Lund: Studentlitteratur.
- Sorescu, A., Warren, L. N., & Ertekin, L. (2017). Event study methodology in the marketing literature: an overview. *Journal of the academy of marketing science*, 186-207.
- Thomson Reuter. (den 20 Mars 2020). *Thomson Reuters ESG Scores*. Hämtat från Thomson Reuter: <http://zeeroverly.nl/blogfiles/esg-scores-methodology.pdf>
- United Nations. (den 20 April 2020). *United Nations*. Hämtat från Global Compact News: <https://www.unglobalcompact.org/news/4568-05-22-2020>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 169-178.
- Vinell, L., & De Ridder, A. (1990). *Aktiers avkastning och risk*. Stockholm: Nordstedts.
- Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., & al., e. (2018). ESG and Corporate Financial Performance: Empirical Evidence from China's Listed Power Generation Companies. *Sustainability*, 1-18.