



AKADEMIN FÖR UTBILDNING OCH EKONOMI
Avdelningen för ekonomi

Extern och intern CSR och dess påverkan på företagets marknadsvärde

En kvantitativ studie på europeiska börsnoterade företag

Emma Magnil
Katja Andersson

2019

Examensarbete, Grundnivå (högskoleexamen), 15 hp
Företagsekonomi
Ekonomprogrammet
Examensarbete företagsekonomi C

Handledare: Jan Svanberg
Examinator: Stig Sörling

Förord

Vi vill inleda med att tacka alla som har hjälpt oss och gett sitt stöd under hela examensarbetets gång. Vi vill tacka vår handledare Jan Svanberg och vår examinator Stig Sörling för råd och vägledning. Vi vill också tacka våra studiekamrater för deras synpunkter och stöd under examensarbetets gång. Sist men inte minst vill vi även tacka våra familjer och vänner för allt stöd under arbetets gång.

Gävle, juni 2019

Emma Magnil

Katja Andersson

SAMMANFATTNING

Titel: Extern och Intern CSR och dess påverkan på företagets marknadsvärde

Nivå: Examensarbete på Grundnivå (kandidatexamen) i ämnet företagsekonomi

Författare: Emma Magnil och Katja Andersson

Handledare: Jan Svanberg

Datum: 2019 – juni

Syfte: Sambandet mellan CSR och företagets marknadsvärde har undersökts i ett flertal tidigare studier. Vår studie riktar istället fokus på hur företagets marknadsvärde förändras när externa och interna CSR-åtgärder separeras. Studiens syfte är att förklara hur företagets marknadsvärde förändras om gapet mellan externa och interna CSR-åtgärder ökar eller minskar.

Metod: Studien är en kvantitativ studie med utgångspunkt från den positivistiska filosofin med en hypotetisk-deduktiv ansats. Vi har utfört en studie med tvärsnittsdesign på 147 börsnoterade europeiska företag för åren 2008 till 2017. Sekundärdata från Thomson Reuters Datastream har använts för denna studie och den insamlade datan har sedan analyserats i statistikprogrammet SPSS.

Resultat & slutsats: Studiens resultat ger en svag indikation att marknadsvärdet ökar när skillnaderna mellan extern och intern CSR ökar. Resultat antyder att på grund av institutionella skillnader mellan europeiska länder kan intressenternas makt variera över företagen.

Examensarbetets bidrag: Studien bidrar till att fylla forskningsgapet som existerat för europeiska bolag om sambandet angående gapet mellan extern och intern CSR och dess påverkan på företagets marknadsvärde. Studien bidrar också med unik kombination av sex externa och sex interna CSR variabler för undersökning angående förhållandet mellan extern och intern CSR. Studiens praktiska bidrag är att förse information till företag om att ta hänsyn till intressenterna för att kunna bättre planera hur resurser fördelas mellan extern och intern CSR. Då intressenter i sin tur ger en positiv påverkan på företagets marknadsvärde.

Förslag till fortsatt forskning: Det kan finnas kulturella skillnader mellan länder och världsdelar, varför det vore intressant att genomföra studien i olika världsdelar.

Nyckelord: CSR, marknadsvärde, extern CSR, intern CSR

ABSTRACT

Title: External and Internal CSR and their influence on the market value of companies

Level: Student thesis, final assignment for Bachelor Degree in Business Administration

Author: Emma Magnil och Katja Andersson

Supervisor: Jan Svanberg

Date: 2019 - June

Aim: The relationship between CSR and the company's market value has been studied in several previous studies. Our study focuses instead on how the company's market value changes when external and internal CSR are separated. The purpose of this study is to investigate how the company's market value changes if the gap between external and internal CSR increases or decreases.

Method: The study is a quantitative study with the starting point of the positivistic philosophy with a hypothetical-deductive approach. This study uses a cross-sectional design of 147 listed European companies for the years 2008 to 2017. Secondary data from the Thomson Reuters Datastream has been used for this study and the collected data has then been analyzed in the SPSS statistics program.

Result & Conclusions: The result of the study shows a weak indication that the market value increases as the differences between external and internal CSR increase. The results suggest that because of institutional differences between European countries, the influence over the company may vary for different stakeholders.

Contribution of the thesis: The study contributes to filling the gap of research that exists for European companies on the relationship of the gap between external and internal CSR and its impact on the company's market value. The study also contributes with a unique combination of six external and six internal CSR variables for studies on the relationship between external and internal CSR. The practical contribution of the study is information for companies to take stakeholders into consideration in order for the company to better plan how to divide resources between external and internal CSR, so this in turn gives a positive impact on the company's market value.

Suggestions for future research: There may be cultural differences between countries and continents, so it would be interesting to conduct the study in different continents.

Key words: CSR, market value, External CSR, Internal CSR

Innehåll

1. INLEDNING	6
1.1 BAKGRUND	6
1.2 PROBLEMDISKUSSION	8
1.3 FRÅGESTÄLLNING	13
1.4 SYFTE	13
1.5 AVGRÄNSNINGAR	13
1.6 DISPOSITION	13
2 TEORETISKT REFERENS RAM	15
2.1 CSR	15
2.2 EXTERN CSR	16
2.3 INTERN CSR	18
2.4 MARKNADSVÄRDE	20
2.5 RELATIONEN MELLAN CSR OCH MARKNADSVÄRDE	21
2.6 INTRESSENTTEORIN	22
2.7 INSTITUTIONELL TEORI	23
2.8 SAMMANFATTNING OCH UPPSTÄLLNING AV HYPOTESER	25
3. METOD	28
3.1 VETENSKAPSTEORETISK UTGÅNGSPUNKT	28
3.1.1 Forskningsfilosofi	28
3.1.2 Forskningsansats	28
3.1.3 Forskningsstrategi	29
3.1.4 Forskningsdesign	29
3.2 EMPIRISK METOD	30
3.2.1 Datainsamlingsmetod	30
3.2.2 Studiens population, urval och bortfall	31
3.3 OPERATIONALISERING	32
3.3.1 Beroende variabel - Marknadsvärde	32
3.3.2 Oberoende variabel	33
3.3.2.1 Extern CSR	33
3.3.2.2 Intern CSR	34
3.3.3 Oberoende variabel - Summan av total CSR	35
3.3.3.4 Oberoende variabel – Skillnaden mellan extern och intern CSR	35
3.3.3 Kontrollvariabler	36
3.3.3.1 SALES - Försäljning	36
3.3.3.2 SALES GROWTH - Försäljningstillväxt	36
3.3.3.3 SIZE - Storlek	37
3.3.4 Dummyvariabler	37
3.3.4.1 LAND	37
3.3.4.2 BRANSCH	38
3.4 ANALYSMETODER	38
3.4.1 Univariat analys	38
3.4.2 Bivariat analys	40
3.4.3 Multivariat analys	41
3.4.4 Felkällor	42
3.4.4.1 Heteroskedasticitet	42
3.4.4.2 Multikollinearitet	42
3.5 KVALITETSKRITERIER	43
3.5.1 Reliabilitet	43
3.5.2 Validitet	43
3.5.3 Replikerbarhet	44
3.6 METODKRITIK	44
4. RESULTAT	45

4.1 DESKRIPTIV STATISTIK	45
4.1.1 Beroende variabel - Marknadsvärde	46
4.1.2 Oberoende variabler	46
4.1.2.1 Oberoende variabel – Ln_SUM_EXT_INT	46
4.1.2.2 Oberoende variabel – Ln_DIF_EXT_INT	47
4.1.3 Kontrollvariabler	47
4.1.4 Fördelning mellan länder	48
4.1.5 Fördelning mellan branscher	50
4.2 KORRELATIONSANALYS OCH FELKÄLLOR	51
4.2.1 Korrelationsanalys	51
4.2.2 Analys av felkällor	52
4.3 REGRESSIONSANALYSER	53
4.3.1 Regressionsmodell 1 - Hypotes 1	53
4.3.2 Regressionsmodell 2 - Hypotes 2	55
5. DISKUSSION	58
5.1 SAMBANDET MELLAN TOTALEN AV EXTERN OCH INTERN CSR OCH MARKNADSVÄRDET	58
5.2 SAMBANDET MELLAN SKILLNADEN AV EXTERN OCH INTERN CSR OCH MARKNADSVÄRDET	61
6. SLUTSATS	65
6.1 STUDIENS SLUTSATS	65
6.2 STUDIENS TEORETISKA OCH PRAKTISKA BIDRAG	66
6.3 STUDIENS TROVÄRDIGHET OCH GILTIGHET	67
6.4 STUDIENS BEGRÄNSNINGAR OCH FÖRSLAG TILL FRAMTIDA FORSKNING	67
7. KÄLLFÖRTECKNING	69

Formelförteckning

Formel 1: Tobin's Q	33
Formel 2: Beroende variabel (Anpassad Tobin's Q = Marknadsvärde).....	33
Formel 3: Summan av Extern CSR	34
Formel 4: Summan av Intern CSR	35
Formel 5: Oberoende variabel (Summan av total CSR).....	35
Formel 6: Oberoende variabel (Skillnaden mellan extern och intern CSR).....	36
Formel 7: Kontrollvariabel (SALES)	36
Formel 8: Kontrollvariabel (SALES GROWTH).....	37
Formel 9: Kontrollvariabel (SIZE)	37
Formel 10: Medelvärde enligt De Veaux et al. (2016).....	39
Formel 11: Median enligt Djurfeldt et al., 2010)	40
Formel 12: Standardavvikelse enligt De Veaux et al. (2016).....	40
Formel 14: Multivariat regression	41
Formel 15: Summa Företagets Externa och Interna CSR:s påverkan på marknadsvärdet	41
Formel 16: Hur differensen i Externa och Interna CSR påverkar företagets marknadsvärde.....	42

Tabellförteckning

Tabell 1: Studiens landsfördelning antal (N) företag per land	32
Tabell 2: Deskriptiv Statistik	45
Tabell 3: Fördelning mellan länder	50
Tabell 4: Fördelning mellan olika branscher	51
Tabell 5: Pearsons korrelationsmatris	52
Tabell 6: VIF-värde beroende variabeln mot oberoende och kontrollvariabler	53
Tabell 7: Regressionsanalys	57

Figurförteckning

Figur 1: Lådagram med kvartilmått	39
---	----

1. Inledning

I detta inledande kapitel beskrivs bakgrunden om ämnesområdet, följt av problemdiskussion, frågeställning och studiens syfte. Vidare presenteras studiens avgränsningar och slutligen uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

I dagens samhälle är Corporate Social Responsibility (CSR) ett ständigt aktuellt ämne och allt fler företag arbetar aktivt med CSR-frågor. Det finns ett flertal olika sätt att definiera CSR, den vanliga definitionen är att företag förutom sitt finansiella ansvar mot aktieägarna även tar hänsyn till samhälls- och miljöaspekter (Deegan & Unerman, 2011; Galant & Cadez, 2017; Johnstone, 2018; Zadek, 1999).

Den historiska utvecklingen av CSR startade omkring 1900-talets början. Under 1990-talets slut ökade antalet separata hållbarhetsrapporter i snabb takt, vilket till viss del kan anses bero på internets utveckling vilket ökade tillgängligheten av information (Deegan & Unerman, 2011). Utvecklingen har kommit vidare till dagens EU-direktiv med obligatorisk hållbarhetsredovisning för större företag (EUR-Lex, 2014). Även intresset för CSR inom vetenskapen har ökat under de senaste årtionden, likaväl för företagen och allmänheten generellt, vilket har gjort det till ett intressant ämne (Habaragoda, 2017). Vukić, Vuković och Calace (2017) menar även att den utvecklingen som skett i samhället och i det politiska klimatet lika väl som den teknik som kommit har påverkat utvecklingen av de externa hållbarhetsrapporterna. Zadek (1999) skriver att utvecklingen för företagens CSR-arbete har gått igenom utvecklingen från utgångspunkten att om det är bra för affärerna så agerar företaget ansvarsfullt, till att det är bra för affärerna att företaget agerar ansvarsfullt och till den tredje nivån att det är nödvändigt för affärerna att företaget agerar ansvarsfullt. Vidare anser Zadek (1999, s.26) att den tredje nivån kan illustreras med ett citat från energibolaget BP (1998) "A good business should be both competitively successful and a force for good".

Det är tydligt att företag behöver ta sitt sociala ansvar eftersom de annars riskerar att konkurreras ut av andra företag som agerar mer ansvarsfullt (Moura-Leite & Padgett, 2011). Legitimitet för företagen byggs upp av hur samhället och olika intressenter uppfattar att företaget agerar (Johnstone, 2018), därför behöver företag på ett trovärdigt

sätt signalera utåt hur de arbetar med sitt CSR (Eccles, Ioannou & Serafeim, 2014). Vidare menar de att för företagets långsiktiga ekonomiska överlevnad är det viktigt att reagera på intressenternas påtryckningar genom CSR. Detta har lett till att företag i dagens samhälle behöver arbeta aktivt med CSR.

Information om företagens CSR-arbete och annan offentlig information, både positiv och negativ, som intressenterna kan ta del av anses även påverka företagets marknadsvärde (Adamska & Dabrowski, 2016). Företag kan öka sitt marknadsvärde genom att med hjälp av extern CSR signalera en positiv bild av företaget till utomstående (Yoon & Chung, 2018). Även när företag satsar på intern CSR, exempelvis de anställdas mångfald och jämställdhet, bidrar det till att de anställda ökar sin lojalitet mot företaget vilket i sin tur har en positiv påverkan på marknadsvärdet (Gupta & Sharma, 2016).

Även landstillhörighet kan påverka företagets CSR-rapportering och marknadsvärde. Det finns olika krav beroende på om rapporteringen är obligatorisk eller frivillig eller vilket land det gäller (Daske, Hail, Leuz & Verdi, 2008; Ioannou & Serafeim, 2014). Skillnader i redovisning finns också mellan världsdelar och trots försöken mot mer internationella redovisningsstandarder kvarstår skillnader i redovisning mellan exempelvis Europa, USA och Kina (Henry, Lin & Yang, 2009; Lee & Wong, 2016). Det finns även kulturella skillnader mellan länder och hur och i vilka sociala sammanhang företaget engagerar sig kan påverka företagets marknadsvärde (Maurer, Bansal & Crossan, 2011). Även Kumar (2017) menar att kulturella faktorer kan påverka att det finns skillnader med CSR. Således finns det skillnader mellan världsdelar och länder som kan härledas till institutionellteori och intressentteorin.

För företagets överlevnad har CSR en allt mer tydlig roll då majoriteten av investerare anser att icke-finansiell information borde vara lika integrerade som de finansiella (Vukić et al., 2017). Galant och Cadez (2017) menar att det fortfarande, trots decennier av forskning, saknas en gemensam definition av CSR mått och principer. Det finns dock ett flertal valfria riktlinjer för hur och vad som ska redovisas i syfte att skapa en standard för det allt mer viktiga ansvarstagande som företag står inför (Vukić et al.,

2017). Detta visar tydligt att det förväntas att företag tar sitt ansvar angående de olika aspekterna inom CSR samt dess betydelse för företagets legitimitet och överlevnad (Lee & Comello, 2019).

1.2 Problemdiskussion

Det finns flera olika sätt ett företag kan välja att arbeta med CSR. Företag kan fortfarande relativt fritt välja tillvägagångssättet de använder för att rapportera hållbarhetsfrågorna, exempelvis i en separat hållbarhetsrapport eller med integrerad finansiell- och hållbarhetsrapport (Maas, Schaltegger och Crutzen, 2016). Zadek (1999) talar om att det finns problem med hur förändringar beskrivs i hållbarhetsrapporter och att det saknas information om uppskattningar av CSR förändringars påverkan för framtiden. Fortfarande två decennier senare påtalar Hawn och Ioannou (2016) att enligt Boston Consulting Group och the MIT Sloan Management Review att endast 40 % av organisationerna lämnar hållbarhetsrapporter och att endast 10 % använder dem fullt ut. Studien av Lee och Comello (2019) visar att ju högre och mer strategiskt anpassad den CSR-information som företaget rapporterar utåt är, desto starkare är värdet av CSR och detta gäller i speciellt hög grad i de branscher som är utsatta för kritik för sitt CSR-arbete. Företag tenderar gärna att prata om sitt samhällsansvar, men agerar inte alltid på lika ansvarsfullt sätt mot exempelvis sina anställda speciellt när de agerar på en konkurrensutsatt marknad (Royle, 2005). Det framgår därmed att företag kan arbeta med CSR på varierande sätt.

Galant och Cadez (2017) beskriver hur det argumenteras att ett företags framgångar kan reflekteras i deras relationer till deras intressenter. Detta stämmer med att CSR kan påverka marknadsvärdet av företaget eftersom det är en viktig del för den ekonomiska tillväxten (ibid.). CSR kan även leda till bättre tillgång av kapital, genom investeringar, lån och inkomster, vilket ger en bättre ekonomi för företagen (Cheng, Ioannou & Serafeim, 2014). Studier har visat att när företag har en bra relation med sina intressenter blir det ett positivt samband mellan CSR och företagets marknadsvärde (Gao, Dong, Ni & Fu, 2016; Malik, 2015; Saeidi, Sofian, Saeidi, Saeidi & Saeidi, 2015). Även Raza, Ilyas, Rauf och Qamar (2012) kom fram till slutsatsen i sin litteraturstudie mellan åren 1972 och 2012 att det finns ett starkt positivt förhållande mellan CSR och företagets finansiella prestation. Däremot visade litteraturstudien av

Margolis och Walsh (2003) mellan åren 1972 och 2002 varierande resultat mellan CSR och finansiell prestation. Deras undersökning av 127 tillgängliga artiklar visade i överlag positiv riktning med 70 studier mot 7 studier med negativ riktning, medan i 28 studier var inte resultatet övertygande (signifikanta) och slutligen hade 24 studier samband i båda riktningarna. Vidare tolkade Surroca, Tribó och Waddock (2010) i sin studie att det inte finns något direkt förhållande mellan ett ansvarsfullt företagande och ekonomisk utveckling, utan endast ett indirekt förhållande som beror på kommunikering av företagets immateriella tillgångar. Likaså finns det tidigare studier där sambandet mellan ökade CSR-åtgärder mot marknadsvärde har visat sig vara negativ (Liao, Shih, Wang, Wu & Zhang, 2018) eller där samband inte kan tydas (Fauzi, 2009). Studien av Fauzi som inte visade signifikans mellan CSR och marknadsvärde genomfördes i USA med urval av 101 företag. En annan studie visade att hos företag med CSR-prestationer över branschens genomsnitt, hade en frivillig publicering av CSR-åtgärder en minskande effekt på kostnader för eget kapital för nästföljande år (Dhaliwal, Li, Yang & Tsang, 2011).

Vid studier av CSR fokuserar forskare oftast på en eller två faktorer vilket kan skapa ett problem runt de slutsatser som en följd av att CSR involverar många olika faktorer (Waddock & Graves, 1997). Forskning har hittills mestadels koncentrerat sig på antingen begreppet CSR som helhet (Margolis, Elfenbein & Walsh, 2009) eller på den externa delen av CSR. Förhållanden mellan interna och externa CSR-åtgärder har därför hamnat i skymundan (Habaragoda, 2017). Att ett företag anpassar externa och interna CSR-åtgärder till varandra ökar dess legitimitet och bidrar till ett högre marknadsvärde för företaget (Berrone, Gelabert & Fosfuri, 2009). Detta innebär att när gapet mellan externa och interna åtgärder inom CSR är litet, åt båda håll, så har det en positiv effekt på företagets marknadsvärde. Om företaget engagerar sig mycket mer i interna åtgärder, men inte följer upp dessa med externa åtgärder, är det inte lika fördelaktigt för företagets marknadsvärde (Hawn & Ioannou, 2016). Habaragoda (2017) kom i sin studie av börsnoterade företag i Sri Lanka fram till att resultaten visar att extern CSR är negativt associerad med intern CSR. Detta eftersom det, på grund av de ekonomiska utgifterna i samband med CSR, inte är effektivt att placera kapital jämlikt mellan de olika kategorierna av CSR. Företagets legitimitet kan försvagas om CSR-åtgärderna är helt separerade från den vanliga verksamheten, det vill säga om exempelvis de anställda

inte inkluderas i företagets externa CSR-arbete (MacLean & Behnam, 2010). De menar att sådana åtgärder kan tolkas som greenwashing av externa intressenter.

I genomsnitt gör ett företag mer interna än externa CSR-åtgärder och interna åtgärder kräver ofta betydande förändringar i kärnpraxis, normer, strukturer och rutiner eller till och med långsiktiga investeringar för att anpassa företagspolitik och organisationskultur (Eccles et al., 2014). Däremot visar vissa studier att företag i vissa fall kan kompensera kostnaderna för extern CSR genom att minska interna CSR-aktiviteter (Habaragoda, 2017; Royle, 2005). Mot bakgrund av exploateringen i utvecklingsländer menar Royle (2005) att företag ger efter för konkurrenstrycket över anställdas arbetsvillkor i utvecklingsländer om arbetsvillkoren i det aktuella landet är svaga. Vidare menar han att i dessa länder sker institutionell påverkan i första hand från yttre tvång på bekostnad av interna intressenter, det vill säga de anställda. Habaragoda (2017) uttrycker att den interna sidan av CSR kan inkludera exempelvis anställdas utbildning och utveckling, arbetsplatsmiljö och mångfald bland företagets anställda. De externa delarna fokuserar på att förbättra organisationens ansikte utåt (Eccles et al., 2014). Dessa handlingar kan exempelvis vara donationer, volontärarbete och miljöarbeten som exempelvis återvinning av produkter (Gupta & Sharma, 2016; Habaragoda, 2017; McWilliams & Siegel, 2001). Extern CSR kan förmedlas genom exempelvis marknadsföring, samhällsprojekt och miljöskyddsprojekt (Habaragoda, 2017). Företag som anpassar externa och interna CSR-åtgärder närmare varandra anses öka sin legitimitet (Berrone et al., 2009).

Tidigare studier har visat att olika länder har olika krav på CSR-aktiviteter beroende på om rapporteringen är obligatorisk eller frivillig eller vilket land det gäller (Daske et al., 2008; Ioannou & Serafeim, 2014). Skillnader finns även mellan världsdelar. Trots strävan mot mer internationella redovisningsstandarder finns fortfarande skillnader i redovisning mellan exempelvis Europa, USA och Kina (Chen & Bouvain, 2009; Henry et al., 2009; Lee & Wong, 2016). Leblond (2011) skriver att redovisningssystemet US GAAP som används i USA är mer regelbaserad, medan IFRS som används i Europa är mer flexibel eftersom den är mer principbaserad. Detta innebär att det finns skillnader i företagens redovisningsrapporter mellan Europa och USA. Det finns större konsumentmedvetenhet om CSR-frågor i Europa än i USA och därför behöver

europiska företag lägga större vikt för kundrelaterade frågor i sina hållbarhetsrapporter (Chen & Bouvain, 2009). Vidare kan detta i sin tur öka företagets marknadsvärde eller vid bristfällig information sänka marknadsvärdet. Chen och Bouvain (2009) menar att krav och risk mellan CSR och företagets marknadsvärde inte förekommer i lika hög grad i USA.

Vidare finns skillnader mellan anglosaxiska och kontinentaleuropeiska länder gällande redovisning (Dewing & Russel, 2004). De anser att redovisningen i Storbritannien och Irland mer liknar redovisningen i USA då dessa är anglosaxiska länder, medan de övriga (kontinental) europeiska länderna följer mer principbaserad redovisning. Det finns även kulturella skillnader mellan länder och hur och i vilka sociala sammanhang företaget engagerar sig kan påverka dess marknadsvärde (Maurer et al., 2011). Vidare beskriver de med ett exempel hur ett företag i USA förargade konservativa religiösa grupper när de engagerade sig i HBTQ-aktiviteter varpå företaget drog tillbaka sitt stöd. Däremot i ett liknande fall i Kanada valde företaget att fortsätta ge sitt stöd trots kritik och med tiden visade det sig att kritiken avtog. Frågan är vilket agerande påverkar företagets marknadsvärde mer positivt på lång sikt. Kumar (2017) skriver att gränsen mellan myndigheternas och privata företagens CSR-ansvar ibland kan vara otydlig. Hen menar att företag ibland kan ta en del av myndigheternas ansvar och satsar exempelvis på samhällsutvecklingsprojekt eller sponsrar skolor för att öka legitimiteten. Vidare anser Kumar (2017) att USA är mer konservativ än kontinentaleuropa. I USA har privata företag mer makt, medan i kontinentaleuropa ligger makten till större del hos myndigheter och bankväsendet (Chen & Bouvain, 2009). Inom Europa förväntas företag att ta sitt sociala ansvar och respektera de mänskliga rättigheterna (Kumar, 2017). Vidare kan detta påverka marknadsvärdet då det har visat sig att det satsas mer i sociala faktorer, exempelvis de anställdas välmående, i Europa än i USA (Chen & Bouvain, 2009). Det framgår av föregående att kulturella och nationella sammanhang har påverkan på företagets CSR aktiviteter.

Tidigare studier har undersökt hur interaktionen gällande företagets externa CSR-åtgärder och interna CSR-åtgärder påverkar företagets marknadsvärde. Vidare har studier kommit fram till varierande resultat. Dessa studier har genomförts antingen i ett land, Sri Lanka, eller i flera länder från olika kontinenter bland annat i USA, Japan och

flera europeiska länder (Habaragoda, 2017; Hawn & Ioannou, 2016). Dessa resultat kan inte automatiskt tillämpas till Europa på grund av skillnader i redovisningssystem, eftersom i Europa används mer principbaserad IFRS och i USA regelbaserad US GAAP (Leblond, 2011). Institutionella skillnader mellan kontinenter kan påverka företagets marknadsvärde. Även kulturella skillnader finns mellan länder och de sociala aktiviteter företaget väljer engagera sig i påverkar företagets marknadsvärde (Maurer et al., 2011). Vi undersöker i vår studie hur förändring i gapet gällande företagets externa CSR-åtgärder och interna CSR-åtgärder påverkar företagets marknadsvärde. Vår studie bidrar till forskning på följande punkter:

1. Vår studie genomförs med hjälp av vår unika kombination av sex externa CSR-åtgärder och sex interna CSR-åtgärder för att undersöka hur förändringar i gapet gällande företagets externa CSR-åtgärder och interna CSR-åtgärder påverkar företagets marknadsvärde. Vi har endast funnit ett par studier som undersökt förhållanden mellan extern och intern CSR samt företagets marknadsvärde, således kommer vi att bidra teoretiskt till redovisningslitteraturen.
2. Med vår studie vill vi att ge ett praktiskt bidrag genom att förklara om företag, beroende på det institutionella sammanhanget där de agerar, behöver planera bättre hur de fördelar de tillgängliga resurserna som används till extern CSR och intern CSR, för att maximera sitt marknadsvärde.
3. Tidigare studier har genomförts i Asien samt urval av länder från olika kontinenter. Eftersom det finns skillnader i olika kontinenter samt även mellan anglosaxiska och europeiska länder gällande redovisningskrav och institutionella system är vår studie unik genom att den undersöker den kontinentaleuropeiska marknaden gällande gapet mellan externa och interna CSR-åtgärder och dess påverkan på företagets marknadsvärde.

1.3 Frågeställning

Vi vill med denna studie förklara hur sambandet mellan ökad CSR (desto högre summa) och marknadsvärdet samt hur företagets marknadsvärde påverkas om gapet mellan externa och interna CSR-åtgärder minskar eller ökar.

1.4 Syfte

Studiens syfte är att förklara hur företagets marknadsvärde förändras om gapet mellan externa och interna CSR-åtgärder ökar eller minskar.

1.5 Avgränsningar

Vi har valt att avgränsa oss till kontinentaleuropa vilket innebär att Storbritannien och Irland exkluderas från studien. Detta eftersom Storbritannien och Irland skiljer sig från övriga Europa gällande redovisning (Dewing & Russel, 2004). Genom detta undviker vi att få skillnader på grund av skillnader i redovisningsmaterialet. Vi kommer också endast att studera börsnoterade företag eftersom dessa har vissa krav på sig idag gällande CSR-redovisning och då säkerställs att vi kan få liknande data från flera företag. För att öka tillförlitligheten och generaliserbarheten kommer vi att utgå från data över en längre tidsperiod vilket i vårt fall blir mellan 2008 till 2017.

1.6 Disposition

I det första kapitlet har vi beskrivit uppsatsens bakgrund, problemdiskussion, frågeställning, syfte och avgränsningar. Vi kommer att ha följande upplägg och ordning i resterande del av vår uppsats.

Teoretisk referensram: Vi fortsätter med vår teoretiska referensram där vi kommer att förklara och fördjupa oss i de huvudsakliga begreppen. Vi börjar med CSR, sedan definieras extern och intern CSR, följt av marknadsvärde och sedan relationen mellan CSR och marknadsvärde. Vi fortsätter sedan med att förklara intressentteori- och institutionell teori. För att till sist komma fram till våra två hypoteser.

Metod: Vi fortsätter med att definiera de valda vetenskapsteorierna, datainsamlingsmetod samt en beskrivning av population, urval och bortfall. Vidare diskuterar vi operationalisering med beskrivningar av de variabler av olika slag vi valt

att arbeta med samt de analysmetoder vi kommer att använda oss av. Detta följs upp med våra valda kvalitetskriterier för att avslutas med kritik mot våra metoder.

Resultat: Här kommer vi att diskutera hur vi utfört våra analyser och vad de visar.

Diskussion: I detta avsnitt kommer vi att diskutera resultaten från våra analyser med utgångspunkt från våra hypoteser och koppla detta till teorin.

Slutsats: Här kommer våra slutsatser utifrån vår studie presenteras samt de bidrag dessa tillför. Kapitlet kommer sedan att avslutas med en diskussion angående studiens trovärdighet och giltighet samt begränsningar och förslag till framtida forskning.

Källförteckning: Finns längst bak i uppsatsen och där listats alla källor i alfabetisk ordning.

2 Teoretiskt referensram

I detta kapitel för teoretisk referensram presenterar och argumenterar för vår syn på de olika begreppen av CSR, följt av extern CSR och intern CSR, marknadsvärde samt sambandet mellan CSR och marknadsvärde. Slutligen presenteras olika vetenskapliga teorier som är aktuella i vår studie samt att vi formulerar våra hypoteser.

2.1 CSR

CSRs historia går tillbaka som en viktig del för företags rapporteringar men även inom litteraturen och forskning (Gupta & Sharma, 2016; Gao et al., 2016; Moura-Leite & Padgett, 2011). Det har genom historien funnits ett flertal definitioner av CSR men det har i modern tid framkommit en gemensam accepterad definition med klassificering enligt tre huvudgrupper som består av samhälls-, miljö- och ekonomiska aspekter (De Geer, Borglund & Frostenson, 2009; Zadek, 1999; Moura-Leite & Padgett, 2011). Dock finns det fortfarande vissa definitionsskillnader gällande mått och principer av CSR (Galant & Cadez, 2017). Då detta är en allmänt känd definition som använts i tidigare studier kommer vi att utgå från denna i vår studie. McWilliams och Siegel (2001) och Moura-Leite och Padgett (2011) nämner i sina respektive studier återvinning och hållbarhet, utveckling av icke djurtestade produkter och att stödja lokalt företagande som exempel på sedvanliga CSR-handlingar.

I mitten på 1900-talet sågs CSR som ett sätt att göra en bra insats för samhället och de ekonomiska fördelarna av CSR var inte den primära anledningen (Moura-Leite & Padgett, 2011). I takt med att de teknologiska och globala kommunikationerna som exempelvis internet utvecklades, ökade även pressen i slutet på 1900-talet på företagen att skapa en positiv CSR (ibid.). Idag ser allmänheten fortfarande CSR som något positivt vilket gör att företag med en CSR som är allmänt känd får en positiv respons från konsumenterna, vilket ger en starkare konkurrenskraft på marknaden och därmed även en ekonomisk vinning (Ho, 2017; Moura-Leite & Padgett, 2011; McWilliams & Siegel, 2001). För företagets överlevnad är det därför nödvändigt att använda en CSR-plan som är strategisk och väl utvecklad (Mory, Wirtz & Göttel, 2016). Denna ska inte bara ta hänsyn till företagets egna ekonomiska angelägenheter utan det behöver finnas en bredare plan som även involverar miljö- och samhällsaspekter (Mory et al., 2016; Zadek, 1999; Galant & Cadez, 2017; Moura-Leite & Padgett, 2011).

Johnstone (2018) menar att legitimitet i företaget inte byggs upp av vad företaget faktiskt gör, utan av det samhället och intressenterna känner till eller uppfattar att företaget gör. Från de externa och interna intressenternas perspektiv är CSR en viktig del vilket gör att företag vid planering och beslutsfattning om företagets framtid har detta i åtanke (Gupta & Sharma, 2016). CSR används därför idag som en strategi för att attrahera kapital från intressenter till följd av det ökade intresset men även för att aktiviteter inom CSR ses som tillfredsställande vilket leder till ökad deltagande (Farooq, Ullah & Kimani, 2015; Gao et al., 2016). Studien av Gao et al. (2016) visar att företag med starka CSR prestationer blir belönade av intressenterna genom ökad konsumtion och kapitalinvesteringar. Även tidigare forskning visar på liknande resultat där man sett att företag som arbetar med CSR aktivt ges ekonomiska fördelar i samband med deras prestationer (Margolis et al., 2009).

2.2 Extern CSR

Det är möjligt att skilja på extern och intern CSR genom att studera deras huvudsakliga syfte för företaget och inom vilka områden dessa finns. Dessa aktiviteter används huvudsakligen för att påverka omgivningen utanför företagets organisation. Dessa aktiviteter delas in i huvudgrupper miljö, ekonomi och samhällen i likhet med CSR. Några av de vanligaste externa CSR-aktiviteter företag genomför är marknadsföring, volontärarbete, donationer, återvinning av produkter samt miljöskydds- och samhällsprojekt (Habaragoda, 2017; Gupta & Sharma, 2016; McWilliams & Siegel, 2001; Yoon & Chung, 2018; Jin & He, 2018). Dessa handlingar kan påvisas genom att offentligt redovisa rapporter om exempelvis företagets miljöskadliga utsläpp och mängden återvunnet material. Detta menar Ioannou och Serafeim (2012) är ett sätt att kommunicera företagets miljö- och samhällsinitiativ till intressenterna.

CSR-handlingar kostar företaget pengar som inte alltid genererar i något ägande. Donationer är ett exempel på extern CSR som inte genererar pengar till företaget direkt. Donationer är pengar som företagen ger bort till organisationer som hjälpmedel, dock används även handlingen som en marknadsföringsstrategi. Syftet med strategin för företagen är att skapa en positiv inställning för utomstående intressenter som gör dem

villiga att belöna företaget genom konsumtion vilket kan bidra till en ökad vinst (De Geer et al., 2009; Jin & He, 2018).

Extern CSR används för att påvisa företagets angelägenheter och ansvar mot samhället samt miljön (Habaragoda, 2017; Yoon & Chung, 2018). Det används som en strategi för att skapa positiva och inkomstdrivande effekter för företaget. Dessa effekter kommer dock inte omgående utan kräver upprepade presentationer för att påverka (Yoon & Chung, 2018). Dessa aktiviteter används för att skapa en positiv syn av företaget samt att bidra till intressenternas angelägenhet att stötta företagare genom exempelvis konsumtion av deras varor eller tjänster. Även företagets rykte bland kunder och som arbetsgivare är effekter av dessa handlingar (Gupta & Sharma, 2016). Det är även viktigt för företaget att vara medveten om vilket institutionellt sammanhang där de agerar i och vilka externa kulturella aktiviteter företaget kan engagera sig i utan att riskera hamna i onåd hos intressenterna (Maurer et al., 2011). Vidare menar de att företagets kulturella engagemang är av betydande karaktär för företagets marknadsvärde. Även Kumar (2017) poängterar att kulturella aspekter har betydelse på företagets externa CSR engagemang. Denne menar att företag engagerar sig i CSR i så stor utsträckning att det anses som tillräcklig engagemang i det samhället och kulturen där företaget är verksam i och att detta i sin tur har positiv inverkan för företagets marknadsvärde. Kumar (2017) menar att betydelsen och värdet av CSR varierar beroende på lokala faktorer som kulturella ramar.

Trots att extern CSR kräver kapital och energi till planering och genomförande från företaget och dess ledning gynnas de på lång sikt av extern CSR (Eccles et al., 2014). För att handlingarna ska ses som gemytliga och påverka på förväntat vis ska de enligt Campbell (2007) utföras med transparens, ansvarsfullhet och medvetenhet gentemot de utomstående intressenterna. Företagets externa CSR-åtgärder riskerar att tolkas som greenwashing om det endast används för att dölja företagets dåliga interna CSR arbete (MacLean & Behnan, 2010).

Flertal tidigare studier (Habaragoda, 2017; Gupta & Sharman, 2016; Jin & He, 2018) har berört frågan hur extern CSR kan definieras och vilka handlingar som kan nämnas

inom detta område. Dock är det inte många studier som har studerat specifik extern CSR vilket gör att det finns få studier inom ämnet. Hawn och Ioannou (2016) gjorde en studie med ett 20-tal externa CSR variabler som exempelvis återvinning, utveckling för miljövänliga och säkra produkter och användandet av mänskliga rättigheter medan Habaragoda (2017) endast hade en variabel i sin studie - donationer. Detta gör att våra sex sammanslagna variabler som exempelvis ett flertal miljövariabler, återvunnet material och donationer blir unik i förhållande till tidigare studier.

2.3 Intern CSR

Intern CSR riktar sig mot själva företaget och organisationen i sig och representerar den andra dimensionen av CSR. Intern CSR reflekterar exempelvis åtgärder som involverar handlingar för att utveckla företagets förmågor och för att möta de förväntningar som finns inom företaget (Hawn & Ioannou, 2016, Liu; 2018). Intern CSR har blivit så pass grundläggande för företagen att det ses som en del av organisationens sociala ansvar vilket har lett till att åtgärder inom detta område blivit väsentliga (Mory et al., 2016).

Vid studier av intern CSR används olika definitioner för att specificera dess betydelse i de aktuella studierna. Detta innebär att studier inom intern CSR inte alltid blir helt jämförbara. Exempelvis definierade Habaragoda (2017) intern CSR i sin studie som företagets arbete inom organisationen för att arbeta mot en positiv social miljö för de anställda vilket även är en definition som Yoon och Chung (2018) stödjer i sin studie. Liu (2018) definierar istället intern CSR utifrån de affärsmål, rapporteringsmål och strategimål som företagen har. Eccles et al. (2014) beskriver strukturella förändringar som en handling inom intern CSR. Dessa kan exempelvis vara förändringar inom strukturen, nya rutiner eller praxis samt även långsiktiga investeringar inom organisationskulturen. Interna handlingar används även med avsikt att skapa en effektivitet inom företagets arbete och en stabil grund vilket ska reducera risker för eventuella problem inom företaget (Liu, 2018).

Mory et al. (2016) benämner, i enighet med Habaragoda (2017), de anställda som den främsta delen inom intern CSR. Några aktioner inom detta kan vara att skapa en positiv arbetsmiljö genom bra säkerhet, en god fysisk och psykisk hälsa, bidra till utveckling

och utbildning, en mångfaldig och jämställd arbetsplats och att tydligt involvera de anställda i företaget (Mory et al., 2016; Habaragoda, 2017; Gupta & Sharma, 2016; Siltaoja, 2006). Dessa åtgärder skapar en lojalitet hos de anställda vilket Mory et al. (2016) i sin studie visar effektiviserar de anställda vilket har ett positivt samband med företagets resultat. Andra studier (Gupta & Sharma, 2016; Habaragoda, 2017) menar att anställda är en del av nyckeln till företags prestationer.

Företagsledare har ett primärt ansvar för integrering av ansvarsfulla processer i företagets vardagliga aktiviteter vilket bygger engagemang (Weaver, Trevino & Cochran, 1999). Engagemang ses därför som en viktig strategi för att motivera och behålla sina anställda för att företaget ska nå framgång. Studier visar att anställda blir mer produktiva när de är engagerade vilket bidrar till företags framgång, även kundnöjdheten och företagets rykte påverkas till viss del positivt (Gupta & Sharma, 2016; Yoon & Chung, 2018). Detta beror dels på att engagerade anställda bidrar med lite extra på jobbet och visar sitt engagemang och sin lojalitet gentemot företaget (Gupta & Sharma, 2016).

Intern CSR har därmed en kortsiktig påverkan i första hand (Yoon & Chung, 2018). Däremot för att kunna ge företaget en långsiktig påverkan behöver de ha en bra grundetablering. Interna problem behöver också kontrolleras för att kunna ge företaget en långsiktig stabilitet (Liu, 2018). Att försumma intern CSR leder enligt Liu (2018) till förluster ekonomiskt men även i relationerna till intressenterna.

Flera studier (Mory et al., 2016; Gupta & Sharman, 2016; Habaragoda, 2017) har de anställda som en stor del av intern CSR. Habaragoda hade endast anställdas utveckling och utbildning som intern CSR variabel medan Hawn och Ioannou (2016) hade ett 20-tal variabler i sin studie. Bland annat andelen kvinnor inom organisationen, anställdas hälsa, företagets hantering inom deras distributionskedja, fördelningen av poster inom styrelsen och företagets arbete med att förhindra bland annat barnarbete. Vår interna CSR variabel involverar variabler av olika fördelning av poster i styrelsen och jämställdheten inom organisationen samt anställdas hälsa genom antalet träningstimmar. Denna sammansättning av sex variabler har därmed inte studerats tidigare.

2.4 Marknadsvärde

Marknadsvärde brukar nämnas i samband med att man diskuterar företagets värde för allmänheten. Detta kan inkludera både ekonomiskt värde men även varumärkets värde. Diskussionen om marknadsvärde har pågått sedan 1900-talet och har också med detta bidragit med flertal definitioner (Sanders, 2018). En definition som Sanders (2018) nämner är att marknadsvärdet är det högsta penningvärdet som accepteras på en öppen marknad. Malik (2015) benämner marknadsvärde enligt summan av värdet i aktier plus nettoskulden. Vidare menar han även att företagets marknadsvärde är länkad till de vinster och arbetsprestationer som görs, även företagets ståndpunkter och handlingar mot samhället påverkar. Adamska och Dabrowski (2016) påpekar även att aktiepriset påverkas av utbud och efterfrågan vilket påverkas på den öppna marknaden. Vi har i vår studie valt att definiera marknadsvärde enligt Tobins Q som vi anpassat till variabler i Thomson Reuters Datastream. Även i tidigare studier har Tobins Q använts som mått för att mäta marknadsvärdet (Hawn & Ioannou, 2016; Ioannou & Serafeim, 2014; Lenz, Wetzel & Hammerschmidt, 2017). Utöver redovisningsmässiga värden anses Tobins Q även inkludera värden som till exempel förväntade framtida kassaflöden och därför anses den ge mer omfattande mått än att enbart använda redovisningsmått som exempelvis ROA (Lenz et al., 2017). Därmed anser de att Tobins Q ger en rättvis bild av företagets marknadsvärde.

Aktiepriset påverkas, som tidigare nämnt, av utbud och efterfrågan men det reflekterar även den information som finns och hur företagets framtidsutsikter ser ut (Malik, 2015). Företagets framgång kan därmed påverkas av den tillgängliga informationen eftersom det är en del av företagets kommunikationskanaler som används för att påverka intressenterna. Intressenter använder därmed all tillgänglig information, positiv som negativ, som underlag för beslut angående företaget. Detta medför att all information som är offentliggjord och att de rykten som cirkulerar påverkar företagets marknadsvärde (Adamska & Dabrowski, 2016).

Företagets rykte och den information som företaget tillför påverkar intressenternas syn och därmed företagets position på marknaden. Campbell (2007) menar att företaget behöver transparens för att överleva. Om företagen helt eller delvis saknar transparens

gällande sin information kan varumärket skadas då väsentlig information inte blir synlig.

2.5 Relationen mellan CSR och Marknadsvärde

Marknadsvärdet är en reflektion på utomståendes intresse för företaget och vad det anses värt i samhället. I dagens samhälle får företag en konkurrensfördel genom att ta ansvar för sin omgivning och den påverkan som företaget orsakar på exempelvis på miljön (Siltaoja, 2006). Detta innebär att företag med konkurrensfördel och gott rykte tenderar att ha ett positivt samband mellan CSR och företagets ekonomiska resultat (Saeidi et al., 2015, Siltaoja, 2006), vilket Malik (2015) menar kan bero på att ett starkt och tydligt CSR engagemang ökar marknadsvärdet. Waddock och Graves (1997) menar att en ökning i finansiell prestation leder till ökning i CSR och vice versa.

Hawn och Ioannou (2016) menar att ju mindre skillnader mellan externa och interna CSR-handlingar är desto lägre är risken att företagets marknadsvärde påverkas. Därtill finns studier som kommit fram till att ökade CSR-åtgärder inte nödvändigtvis ökar företagets marknadsvärde, att endast svagt samband mellan variablerna kan tydas, samt att resultat är icke signifikant eller dubbelriktade (Fauzi, 2009; Liao et al., 2018; Margolis & Walsh, 2003). McWilliams och Siegel (2001) menar dock i sin studie att CSR påverkar intressenternas syn på företaget, vilket i sin tur leder till att all information påverkar allmänheten. Även Maurer et al. (2011) belyser att det är viktigt för företagets marknadsvärde att företaget tar hänsyn till intressenterna i sina CSR-aktiviteter. Som tidigare nämnts drog ett företag i USA tillbaka sitt stöd till HBTQ-aktiviteter på grund av påtryckningar från företagets intressenter. Däremot fortsatte en bank i Kanada att ge sitt stöd till HBTQ-aktiviteter trots kritik och med tiden visade det sig att kritiken avtog (ibid.). Företagets marknadsvärde påverkas således av hur de väljer att besvara intressenternas krav. Chen och Bouvain (2009) poängterar att konsumenterna i Europa är mer medvetna angående CSR-frågor än konsumenterna i USA. Detta innebär i sin tur att europeiska företag behöver satsa mer i kundrelaterade frågor i sina hållbarhetsrapporter än företag i USA (Chen & Bouvain, 2009). Företagets marknadsvärde kan antingen öka eller sjunka beroende på hur väl företaget lyckas att redovisa sitt CSR-engagemang. Malik (2015) samt Lo och Sheu (2007) menar att det finns väsentliga indikationer hur CSR påverkar företagets marknadsvärde.

De positiva fördelarna av CSR syns på det effektivare arbetssättet de anställda använder vilket enligt Gupta och Sharman (2016) leder till ökad produktion och produktivitet vilket leder till ökade inkomster. Vidare menar Schuler och Cording (2006) att alla olika aspekter, som leder till köpbeslut eller att man avstår från ett köp och i vilken grad det beror på företagets CSR-information, inte går att mäta fullt ut. Som tidigare nämnts är nöjda anställda angelägna att prata positivt om sin arbetsplats samt att arbeta i högre grad. Vilket är en effekt av goda interna CSR-handlingar. Tillsammans med ett gott rykte och en positiv bild av företaget som genererats genom extern CSR kan företaget öka sitt marknadsvärde både ekonomiskt och som varumärke (El Ghoul, Guedhami, Kwok & Mishra, 2011; Yoon & Chung, 2018).

2.6 Intressentteorin

Intressentteorin, även kallad Stakeholder theory, är ett vida använt begrepp inom tidigare forskning som en förklaring till företagets intresse av CSR-arbete (Cheng et al., 2014; Habaragoda, 2017; Eccles et al., 2014; Waddock & Graves, 1997). Ursprungligen när konceptet "intressent" utvecklades i 1960-talets USA syftades det vanligtvis till företagets aktieägare (Stoney & Winstanley, 2001). Vidare under 1980-talet blev begreppet intressentteori mer allmänt känt och utvidgades att inkludera fler än endast företagets aktieägare (Freeman & Reed, 1983; Stoney & Winstanley, 2001).

Freeman och Reed (1983) la fram en teori om att intressenterna kan delas i två kategorier, för det första intressenter i bredare bemärkelse och för det andra intressenter inom snävare bemärkelse. Intressenter i bredare bemärkelse kan vara grupper som är både vänligt eller fientligt inställda mot företaget. Dessa intressenter kan vara offentliga intressegrupper, protestgrupper, myndigheter, branschorganisationer, konkurrenter, fackföreningar, anställda, kundsegment och aktieägare (ibid.). Medan intressenter i snävare bemärkelse är sådana som organisationen direkt är beroende av för sin fortlevnad, som medarbetare, kundsegment, viktiga myndigheter, aktieägare och vissa finansiella institutioner (ibid.).

Enligt intressentteorin kan intressenternas krav vara en avgörande faktor för hur värdefullt företaget anses vara (Eccles et al., 2014). Olika intressenter kan också ha

olika syn på hur de förväntar eller önskar att företaget ska agera (Deegan & Unerman, 2011). Däremot menar Deegan och Unerman (2011) att trots att forskarna har olika råd och syn på hur intressenterna önskar att företag ska agera, betyder det inte att företag alltid agerar på detta sätt. Sambandet mellan CSR och företagens marknadsvärde är positivt när företaget har en bra relation med sina intressenter (Saeidi et al., 2015). Det finns även kulturella skillnader för intressenter i olika länder, vilket innebär att det som är accepterat i ett land inte per automatik är accepterat i ett annat land (Maurer et al., 2011). Företagens marknadsvärde kan påverkas av i vilka sociala sammanhang företaget väljer att engagera sig i (ibid.). Intressenterna kan delas upp i externa och interna CSR-aktiviteter enligt intressentteorin (Habaragoda, 2017). I vår studie kommer de anställdas intressen, exempelvis anställdas fortbildning, ingå när vi undersöker företagens interna CSR. Vidare kan vår studie anses utgå från den snävare bemärkelsen av intressenter. Medan extern CSR kan betraktas som av betydelse i bredare bemärkelse, då vi bland annat har inkluderat företagens donationer och återvinning. Detta eftersom dessa aspekter kan utöver de anställda även intressera exempelvis myndigheter och branschorganisationer.

2.7 Institutionell teori

Inom institutionell teori tenderar företag som redan från början liknar varandra bli mer homogena över tid, antingen genom eget val eller genom tvång från yttre håll (DiMaggio & Powell, 1983). Det yttre tvånget innebär att företagen blir tvungna att ta hänsyn till allmänhetens krav genom att införa vissa sociala och miljömässiga standarder. (Zadek, 1999; Campbell, 2007). Vidare har det visat sig att företag med CSR-prestation som ligger över branschens genomsnitt är mer attraktiva för institutionella investerare än de med lägre CSR-prestation (Dhaliwal et al., 2011). Företagens satsningar i CSR-aktiviteter tenderar också förändras med tiden (Kumar, 2017). Detta eftersom när intressenternas krav förändras så anpassar sig företagen till intressenternas krav. Trots att institutionell teori och legitimitetsteori har många likheter väljer vissa forskare att separera teorierna (Deegan & Unerman, 2011). Dock som vedertaget och för tydlighetens skull har vi i vår uppsats valt att inkludera legitimitet under institutionell teori. Företagen vill agera på ett sätt som är accepterat av samhället och av andra intressenter för att öka sin legitimitet. Det som anses som legitimt kan förändras över tid och företag behöver själv hålla sig uppdaterade på samhällets aktuella

normer för att behålla sin legitimitet (ibid.). Däremot kan det inte antas att ett ansvarsfullt företagesbeteende alltid beror på institutionellt tryck och endast görs för legitimitets skull (Weaver et al., 1999).

Därtill belyser MacLean och Behnam (2010) att nyare forskning har lyft fram det faktum att olika teorier ofta framhäver de positiva aspekterna av organisationsbeteende och att teorierna kan ignorera eventuell misskötsel. De lyfter också fram mer negativa aspekterna, exempelvis företag där externa CSR-åtgärder får mer betydelse än de interna bara för att agera som fasad och när detta blir upptäckt skadar det företagets externa legitimitet. Detta kan direkt kopplas till vår studie eftersom vi vill studera förändringen i gapet mellan extern och intern CSR och dess påverkan på marknadsvärdet.

Berrone et al. (2009) skriver att företagen investerar allt mer i frivillig extern och intern CSR för legitimitets skull. Dock kan inte till exempel symboliska handlingar anses enskilt vara tillräckligt för att öka företagets legitimitet eftersom det lätt kan kopieras av konkurrenterna, exempelvis om majoriteten av företagen redan publicerar hållbarhetsinformation på sin hemsida (ibid.). Då förväntas även andra företag publicera hållbarhetsinformation för att kunna behålla sin legitimitet. Mot bakgrund av föregående har både externt och internt CSR stark koppling mot företagets legitimitet och därför också för företagets överlevnad och marknadsvärde.

Studier inom externa och interna CSR-åtgärder har gjorts med institutionell teori som utgångspunkt (Ioannou & Serafeim, 2012; MacLean & Behnam, 2010; Berrone et al., 2009). Vidare menar Berrone et al. (2009) att företagen ökar sin legitimitet genom att investera allt mer i frivillig extern och intern CSR och anpassar dessa åtgärder mer noggrant till varandra eftersom de institutionella påtryckningarna blir allt mer påtagliga. De anser också att denna legitimitetsåtgärd bidrar till ett högre marknadsvärde för företaget (ibid.). Vi kommer i vår studie att undersöka ifall ökning av extern och intern CSR även ökar marknadsvärdet.

2.8 Sammanfattning och uppställning av hypoteser

Hypoteser är en del av teorin som används inom kvantitativ metod. Hypoteser används för att skapa ett antagande som sedan ska testas mot verkligheten (Hartman, 2004). Nedan följer en sammanfattning och uppställning av våra hypoteser. Företag ägnar sig åt CSR-aktiviteter både inom och utanför företaget (Weaver et al., 1999) vilket påverkar gapet mellan extern och intern CSR (Hawn & Ioannou, 2016). Vidare poängterar de att det finns stora skillnader mellan hur företagen aktivt rapporterar och använder hållbarhetsrapporterna och uppger att endast var tionde företag använder hållbarhetsrapporterna fullt ut. Företagets immateriella resurser är en viktig aspekt för att förstå hur CSR-åtgärder påverkar marknadsvärdet (Surroca et al., 2010). Även kulturella skillnader kan anses påverka fördelningen inom CSR och marknadsvärdet (Maurer et al., 2011; Kumar, 2017).

Intressenter, speciellt på aktiemarknaden, tar främst del av företagets externa CSR-åtgärder (Eccles et al., 2014). När företagets CSR-värde ökar, ökar det sannolikt företagets värde på kapitalmarknaden (Cheng et al., 2014) och därmed också företagets legitimitet (Fligstein, 1985). Tidigare studier (Berrone et al., 2009; Malik, 2015; Saeidi et al., 2015) visar på ett positivt samband mellan ökad CSR och marknadsvärdet, vi kommer därför att använda detta samband i vår första hypotes. Dock ska det nämnas att det även finns studier som har visat negativt samband eller knappt något samband mellan CSR och marknadsvärdet, samt med resultat i båda riktningar (Fauzi, 2009; Liao et al., 2018; Margolis & Walsh, 2003).

Vidare menar Hawn och Ioannou (2016) att hållbarhetsrapport i realitet i vissa avseende publiceras för sent i förhållande till företagets interna CSR-åtgärder, eftersom det kan finnas interna åtgärder som har gjorts under föregående år och som tar minst ett år att implementeras. De menar att det syns för sent att dessa åtgärder påverkar det finansiella resultatet eller har påverkat i icke-finansiellt område exempelvis om ny miljövänligare avfallssystem har installerats och därför föreslår de uppskjutning av immateriell CSR för vad de anser en mer rättvis matchning mellan externa och interna CSR-åtgärder. Däremot anser vi att för att studien ska vara tydligare och eftersom tidsaspekten sätter begränsningar för vår studie att en studie på samma år för både externa och interna CSR-åtgärder är att föredra, vilket även Habaragoda (2017) gjorde i sin studie. Genom

detta vill vi minimera risken för eventuella felmatchningar eller felaktiga slutsatser. Detta leder oss till att ställa vår första hypotes:

Hypotes 1: Ju mer externa och interna CSR-åtgärder som ett företag åtar sig (dvs. ju större summan av dessa är) desto högre är företagets marknadsvärde.

Flera olika anledningar kan orsaka att det blir skillnad mellan företagets externa och interna CSR, det vill säga när extern och intern CSR inte ligger på samma nivå (Habaragoda, 2017). Vidare kan detta gap påverka företagets marknadsvärde negativt och få intressenternas engagemang för företaget att svalna. En tidigare studie tyder på att när företagets tidigare rykte inte matchar företagets nuvarande verksamhet reagerade kunderna negativt på företagets CSR-information (Schuler & Cording, 2006). Däremot menar Du, Bhattacharya och Sen (2010) att positiva effekten av CSR-kommunikation kan förstärkas för företag som redan har ett bra tidigare rykte.

Exempelvis när företag satsar mer på intern CSR, och det inte kompletteras med externa CSR-åtgärder som kan signaleras till utomstående intressenter, påverkar det företagets marknadsvärde negativt (Hawn & Ioannou, 2016). Utomstående intressenter vet inte automatiskt vad företaget gör, utan det som intressenterna känner till påverkar hur legitimt företaget anses vara (Johnstone, 2018). Däremot när information publicerats reagerar intressenterna negativt även på lite längre sikt när skillnaden är för stor åt andra hållet, med andra ord om företaget gör mer externa CSR-åtgärder än interna och riskerar förlora sin trovärdighet i allmänhetens ögon (Hawn & Ioannou, 2016). CSR påverkar företagets lönsamhet positivt på både kort- och långsiktigt (Malik, 2015). Företagets legitimitet kan försvagas om åtgärderna, det vill säga externa åtgärder överväger de interna, är separerade från den dagliga verksamheten (MacLean & Behnam, 2010).

Vi belyser skillnaden mellan externa och interna CSR-åtgärder med hjälp av företagets marknadsvärde (Hawn & Ioannou, 2016). Vårt antagande, som överensstämmer med Hawn och Ioannou (2016), är att ökning av gapet av företagets externa och interna CSR-åtgärder har negativ påverkan för företagets marknadsvärde. Detta grundar vi på att i stort har de anställda i Europa möjlighet att påverka sin arbetssituation. I Europa

har företag krav att i många avseende ta hänsyn till sina anställda enligt lag (EUR-lex., 2014). När företag anpassar sina externa och interna CSR-åtgärder närmare varandra ökar det företags legitimitet samt att det även ökar företags marknadsvärde (Berrone et al., 2009). Detta leder oss till att ställa vår andra hypotes:

Hypotes 2: Ju större skillnaden är mellan ett företags externa och interna åtgärder kopplade till CSR, desto lägre är marknadsvärdet.

3. Metod

I detta kapitel presenteras studiens metod. Till att börja med vetenskapliga utgångspunkter med presentation av vald forskningsfilosofi, forskningsansats, forskningsstrategi och forskningsdesign. Detta följs av vår empiriska metod med beskrivning av vår datainsamlingsmetod, studiens urval och bortfall. Vidare beskrivs studiens operationalisering och analysmetoder. Sedan en genomgång av kvalitetskriterier och kapitlet avslutas med metodkritik.

3.1 Vetenskapsteoretisk utgångspunkt

3.1.1 Forskningsfilosofi

Studiens syfte är att förklara hur företagets marknadsvärde förändras om gapet mellan externa och interna CSR-åtgärder ökar eller minskar. Då vi med syftet vill förklara förhållanden mellan olika variabler faller det naturligt att använda forskningsfilosofin *positivismen*, vilket innebär att man endast ska stödja sig på fakta som våra sinnen och logiken ger oss (Thurén, 2007) samt på mätbara företeelser (Hartman, 2004). Positivismens ursprung är från naturvetenskapen och därifrån utvecklades den vidare till det samhällsvetenskapliga området (Eriksson, 2018). Positivismen försöker uppnå sann och säker kunskap och tillhör en av de senare ontologiska riktningarna (Sohlberg & Sohlberg, 2013; Thurén, 2007). Vidare är ontologi enkelt förklarad synen på världen, läran om det varande (Sohlberg & Sohlberg, 2013). Materialistisk ontologisk syn innebär att världen inte är bunden till människan och att det tar hänsyn endast till det som är materiellt (ibid.). Vi avser med vår studie att följa detta synsätt för att kunna objektivt bearbeta vårt material.

3.1.2 Forskningsansats

Forskningsansatsen i arbetet är *hypotetiskt-deduktiv* vilket innebär att vi ställer våra hypoteser och undersöker om våra antaganden stämmer (Thurén, 2007). Deduktiv metod innebär att logiskt härleda och grunda sin härledning från en hypotes (Hartman, 2004). Detta gör vi genom att formulera våra hypoteser så de kan testas empiriskt (Eliasson, 2018). Hypoteser är en del av teorin som är testbar och ska bestå av väldefinierade termer som är tydliga och exakta där man vet vad studien ska undersöka

(Hartman, 2004; Ejvegård, 2007). Vi kommer att undersöka om våra hypoteser gäller och kan *verifieras*, alternativt om en eller båda kan bevisas vara falska det vill säga *falsifieras* (Ejvegård, 2007). Efter verifierings- och falsifieringsprocessen får vi följaktligen fram våra slutsatser (Thurén, 2007). Deduktiv ansats innebär även att arbetet startar i tidigare forskning och att man ska utgå från den för att bidra med ny kunskap (Bryman & Bell, 2017). Enligt Sohlberg och Sohlberg (2013) är positivismen tillsammans med deduktiv ansats starkt kopplat till kvantitativ forskning.

3.1.3 Forskningsstrategi

Vi har valt en *kvantitativ* forskningsstrategi då vi vill undersöka ett samband och dra generella slutsatser (Bryman & Bell, 2017). I vår studie använder vi numeriska värden som är den kvantitativa forskningens grundtanke (Hartman, 2004). Den kvantifierade datan kommer att analyseras med hjälp av ett statistikprogram, där vi också kan skapa tabeller och diagram som kan tydliggöra vid presentation av våra resultat (Ejvegård, 2007). Att vår kvantitativa data består av numeriska värden och att vi använder statistikprogrammet SPSS kommer att bidra till studiens exakthet.

3.1.4 Forskningsdesign

Vi kommer i denna studie att använda oss av sekundärdata som möjliggör användandet av datamaterial av hög kvalitet samt en tidsbesparing vilket i vårt fall anses väsentligt på grund av den korta tidsperioden vi har för att slutföra studien (Bryman & Bell, 2017). Vi kommer att diskutera sekundärdata mer ingående i avsnittet 3.2.1 Datainsamlingsmetod. Vår studie kommer att utföras genom en *tvärsnittsdesign*, vilket innebär att vi har samlat data från flertal fall vid en specifik tidpunkt för att få fram kvantitativa data (ibid.) I vår studie kommer den samlade datan från 147 företag och tidsintervallen är från år 2008 till år 2017. Vidare använder vi longitudinell forskningsdesign av typen panelstudie som innebär att det är exakt samma information som undersöks år efter år.

Thurén (2007) använder *orsaksförklaring* och *kausal förklaring* synonymt och menar att orsakssamband kan förklaras med hjälp av historiska data, samt att samma händelse

möjligtvis kan förklaras på flera olika sätt. I vår studie kommer historisk data från Thomson Reuters databas användas för att förklara orsakssamband. Kausalitet kommer även garanteras genom att vi endast tar med data från de företag som har siffror för flertalet av variablerna för vart och ett av åren som ingår i vår studie (Bryman & Bell, 2017).

3.2 Empirisk metod

3.2.1 Datainsamlingsmetod

Denna studie baseras på sekundärdata, vilket innebär att vi använt historiska data som redan finns att tillgå (Bryman & Bell, 2017). Sekundärdatan är hämtad från Thomson Reuters Datastream, samt från tryckta källor, vetenskapliga artiklar och elektroniska källor.

Användandet av sekundärdata från Thomson Reuters Datastream har möjliggjort en tidsbesparing (Bryman & Bell, 2017). Även i denna studie är användandet av sekundärdata en positiv aspekt dock finns det vissa begränsningar med detta val av datainsamling. Vi har inte kontroll över kvaliteten, vi kan alltså inte kontrollera att det data vi grundar vår studie på är uppförd på ett säkert och konkret sätt (ibid.). Trots detta anses sekundärdata från Thomson Reuters vara högt tillförlitligt (Cheng et al. 2014; Ioannou & Serafeim, 2012; Malik, 2015). Sekundärdata kan även sakna vissa av de nyckelvariabler som används i studien. I vårt fall utgår vi från de variabler som finns tillgängliga i Thomson Reuters Datastream. (Bryman & Bell, 2017). Som tidigare nämnts anses sekundärdata från Thomson Reuters ha hög tillförlitlighet och vi anser att detta passar väl med att kunna besvara syftet i vår studie.

I första hand används vetenskapliga artiklar som är peer review och sökning genomfördes genom databaser tillgängliga via Högskolan i Gävle främst inom ämnesområdet företagsekonomi: Academic Search Elite, Business Source Premier, Google Scholar och Discovery. De främsta nyckelbegrepp som användes vid sökning var: CSR, extern CSR, intern CSR och market value. Även synonyma begrepp som external och internal actions och sustainability har använts för att bredda våra sökningar. För att kunna fördjupa oss i ämnet har vi valt relevanta artiklar som vi utgått

ifrån. Samt att vi arbetade oss vidare från referenslistan till några av våra relevanta artiklar för att lättare bygga en bakgrund till vårt syfte och för att bygga vårt teoriavsnitt.

3.2.2 Studiens population, urval och bortfall

Studios population utgår från Thomson Reuters Datastream där vi valt en lista som heter Asset4 Europe ex UK, Irland. Denna lista exkluderar Storbritannien och Irland ur urvalet av länder vilket ger oss följande länder att utgå från Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Grekland, Italien, Nederländerna, Norge, Polen, Portugal, Schweiz, Spanien, Sverige, Tyskland, Turkiet, Ungern och Österrike. Anledning till att vi har uteslutit Storbritannien och Irland är eftersom de anses skilja sig från övriga Europa gällande redovisning (Dewing & Russel, 2004). Dessa två länder anses likna mer det amerikanska regelbaserade US GAAP, medan övriga Europa följer en principbaserad redovisning i högre utsträckning (Hartwig, 2018). Det regelbaserade redovisningssystemet innebär att företagen följer redovisningsreglerna bokstavligt, medan principbaserat redovisningsregelverk tillåter mer tolkningar baserat på redovisningens avsikt. Vårt urval är icke-slumpmässigt eftersom alla länder inte finns med i databasen (Thomson Reuters Datastream). Trots detta anser vi att underlaget är tillräckligt omfattande för att kunna visa generaliserbara data för vår studie.

Population i vår studie består av europeiska börsnoterade företag. Databasen Thomson Reuters Datastream innehåller data från endast börsnoterade företag, det innebär att företag utanför börsen inte är inkluderade. Detta gör att vår generalisering endast kan göras mot börsnoterade företaget inom Europa. Vid genomgång av det insamlade datamaterialet har vi minskat urvalet stegvis. Vi har exkluderat företag som saknat värde för någon variabel för majoriteten av åren. Efter vi rensat datamaterialet fick vi 147 företag. För tidsperioden på tio år mellan 2008 och 2017 innebär det att vi har 1470 observationer för analys. Nedan i tabell 1 presenteras fördelningen mellan länderna som ingår i studien.

LAND	N	%
AUSTRIA	2	1,4%
BELGIUM	5	3,4%
DENMARK	1	0,7%
FINLAND	10	6,8%
FRANCE	28	19,0%
GERMANY	20	13,6%
GREECE	3	2,0%
HUNGARY	1	0,7%
ITALY	21	14,3%
NETHERLANDS	7	4,8%
NORWAY	2	1,4%
POLAND	4	2,7%
PORTUGAL	4	2,7%
SPAIN	21	14,3%
SWEDEN	3	2,0%
SWITZERLAND	7	4,8%
TURKEY	8	5,4%
TOTALT	147	100%

Tabell 1: Studiens landsfördelning antal (N) företag per land

3.3 Operationalisering

Inom den positivistiska forskningsfilosofin bidrar operationalisering till studiens objektivitet (Sohlberg & Sohlberg, 2013). Operationalisering inom positivismen innebär enligt Sohlberg och Sohlberg (2013) att varje begrepp som ingår i studien behöver återges i mätbara termer. Vidare hjälper operationalisering till vid avgörandet att företeelserna som uppges också existerar på riktigt (Hartman, 2004). Nedan följer operationalisering av de begrepp som ingår i vår studie.

3.3.1 Beroende variabel - Marknadsvärde

Vi kommer att använda marknadsvärde som beroende variabel då den tidsmässigt kommer bli påverkad av CSR (Olsson & Sörensen, 2011). Vi kommer att använda Tobin's Q för att mäta marknadsvärde i likhet med tidigare studier av Ioannou och Serafeim (2014) samt Lenz et al. (2017). Enligt Lenz et al. (2017) är Tobin's Q det marknadsmässiga måttet som oftast används inom ämnesområdet. Tobin's Q anses enligt tidigare forskning påverkas av vilket land som observeras och även ifall rapporteringen är frivillig eller obligatorisk (Daske et al., 2008; Ioannou & Serafeim,

2014). För beräkning av Tobin's Q har vi utgått från följande formel enligt Ioannou och Serafeim (2014, s.35) "Tobin's Q is the market value of a firm's assets over total book value of assets":

$$Tobin's\ Q = \frac{\text{Marknadsvärdet av företagets tillgångar}}{\text{Totala bokförda värdet av tillgångarna}}$$

Formel 1: Tobin's Q

Vi har anpassat formeln till Thomson Reuters Datastream och vi beräknar Tobin's Q-värdet enligt följande formel:

$$Q = \text{Datastream} \frac{(x(\text{Market Capitalization}) + x(\text{Total Liabilities}))}{(x(\text{Common Shareholders' equity}) + x(\text{Total Liabilities}))}$$

Formel 2: Beroende variabel (Anpassad Tobin's Q = Marknadsvärde)

3.3.2 Oberoende variabel

Vi kommer att använda CSR som den oberoende variabeln till följd av att i detta fall kommer denna tidsmässigt före marknadsvärdet (Olsson & Sörensen, 2011). I denna studie används två oberoende variabler - summan av total CSR och skillnaden mellan extern och intern CSR. Dessa variabler härleds från vår externa CSR variabel och vår interna CSR-variabel. Vi kommer därför att först presentera extern och intern CSR enskilt för att sedan presentera våra oberoende variabler som kommer analyseras i kapitel 4.

3.3.2.1 Extern CSR

Tidigare studier har bland annat använt externa CSR variabler som marknadsföring, volontärarbete, donationer, återvinning av produkter, samhälls- och miljöskyddsprojekt (Habaragoda, 2017; Gupta & Sharma, 2016; Ioannou & Serafeim, 2012; McWilliams & Siegel, 2001; Yoon & Chung, 2018; Jin & He, 2018). Sammantaget beskriver dessa variabler åtgärder som företaget kommunicerar för intressenter utanför organisationen och som ofta är kopplade till olika rapporter.

Vi har utifrån ovanstående studier identifierat följande variabler för att bygga vår variabel för extern CSR. Miljö är enligt ovanstående studier en stor del av den externa CSR:en med detta har vi valt ut företagets totala mängd återvunnen och återanvänt avfall (Waste recycled total), totala mängden avfall som producerats (Waste Total), totala minskningen i vattenanvändning (Water Withdrawal Total), totala utsläpp av koldioxid och koldioxidekvivalent (CO2 Equivalents emission Total) samt total mängd icke-farligt avfall producerat (Non-Hazardous Waste). Dessa anser vi relevanta för miljön och även genom tidigare studier har vi uppfattat dessa som relativt allmänna. Vi valde även företagets totala mängd donationer ((Donations total) i enhet med Habaragodas (2017) studie. Detta då vi anser detta som ett sätt att hjälpa i samhällsfrågor.

Valet av variabler härleds från ovanstående studier, vår studie blir dock unik genom att vi valt sex variabler som inte i någon tidigare studie studerats och använt som en gemensam variabel. Dessa variabler har vi valt att summera till ett värde som vi sedan definierar som naturliga logaritmen för att lättare kunna hantera dem (Hawn & Ioannou, 2016), vilket ger extern CSR beteckningen Ln_EXT_CSR.

$$EXT_CSR = Ln_EXT_CSR = \ln(Extern\ CSR)$$

Formel 3: Summan av Extern CSR

3.3.2.2 Intern CSR

För att undersöka intern CSR har tidigare studier bland annat använt variabler som anställdas utbildning och utveckling, anställdas fysiska hälsa, mångfald och jämställdhet bland anställda. Även strukturella förändringar, nya rutiner eller praxis samt långsiktiga investeringar inom organisationskulturen härleds till intern CSR (Eccles et al., 2014; Gupta & Sharma, 2016; Habaragoda, 2017; Mory et al., 2016; Siltaoja, 2006).

I härledning till ovanstående studier valde vi totala antalet träningstimmar för samtliga anställda (Training Hours Total), andelen kvinnor i styrelsen mätt i procent (Value - Board Structure/Board Diversity) samt företagets personalomsättning mätt i procent (Turnover of Employees) som vi anser kan påverka anställdas utveckling men även

företagets rutiner och organisationskultur. Även tre variabler gällande olika styrelsemått har vi i enhet med Hawn och Ioannou (2016) valt. Dels då dessa av tidigare studier har definierats som interna variabler, dels även då vi anser att styrelsen hör till den interna organisationen. Även om de också tar externa beslut arbetar de främst för företagets räkning. De tre variablerna som vi valt är procentandel av icke-styrelseledamöter i nomineringskommittéen (Value - Board Functions/Nomination Committee Independence), andelen oberoende styrelseledamöter i revisionskommitté enligt bolagets föreskrift mätt i procent (Audit Committee Independence) och procentandelen styrelseledamöter i revisionskommitté som inte är chefer enligt bolagsordningen (Audit Committee Non-Executive Member). Även om dessa används i tidigare studier blir vår interna variabel unik för vår studie då det inte tidigare gjorts denna sammansättning av sex interna variabler.

De ovan nämnda sex variablerna bygger vår variabel intern CSR som vi sedan definierar som naturliga logaritmen för att lättare kunna hantera dem (Hawn & Ioannou, 2016), vilket ger intern CSR beteckningen Ln_INT_CSR.

$$INT_CSR = Ln_INT_CSR = \ln(\text{Intern CSR})$$

Formel 4: Summan av Intern CSR

3.3.3.3 Oberoende variabel - Summan av total CSR

Vår första oberoende variabel blir summan av totala CSR som används för att besvara vår första hypotes *“Ju mer externa och interna CSR-åtgärder som ett företag åtar sig (dvs. ju större summan av dessa är) desto högre är företagets marknadsvärde.”*

$$Ln_SUM_EXT_INT = EXT_CSR + INT_CSR$$

Formel 5: Oberoende variabel (Summan av total CSR)

3.3.3.4 Oberoende variabel – Skillnaden mellan extern och intern CSR

För att besvara vår andra hypotes *“Ju större skillnaden är mellan ett företags externa och interna åtgärder kopplade till CSR, desto lägre är marknadsvärdet”* behöver vi sätta vår extern och intern CSR variabel i subtraktion för att få ut skillnaden mellan dessa.

$$Ln_DIF_EXT_INT = EXT_CSR - INT_CSR$$

Formel 6: Oberoende variabel (Skillnaden mellan extern och intern CSR)

3.3.3 Kontrollvariabler

En kontrollvariabel, eller testvariabel, som Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2010) kallar den, läggs till för att kontrollera hur andra variabler kan påverka sambandet mellan den beroende och den oberoende variabeln. Det kontrolleras även hur den beroende variabeln kan variera till följd av andra variabler än den oberoende. Holme och Solvang (1997) menar även att en multivariat regression kan visa vilken av de oberoende variablerna som har mest inverkan på den beroende samt även klargöra om det finns samverkan mellan de oberoende variablerna. Vilket innebär en kontroll ifall de oberoende variablerna endast påverkar den beroende på grund av sina relationer till varandra.

3.3.3.1 SALES - Försäljning

Vi har använt försäljning som en kontrollvariabel för att kontrollera effekter som kan beror på försäljningen då det påverkar marknadsvärdet (Belenzon, 2012). Försäljning mäter vad företaget tjänar på försäljningen av varorna i den primära verksamheten. För att kontrollera att marknadsvärdet påverkas av CSR väljer vi att använda SALES som kontrollvariabel för att undvika ett falskt samband mellan CSR och marknadsvärde som beror på SALES. Vi har använt Thomson Reuters Datastream definition som vi har ändrat till naturliga logaritmer för att få en mer hanterbar data.

$$SALES = \ln (NET SALES OR REVENUES)$$

Formel 7: Kontrollvariabel (SALES)

3.3.3.2 SALES GROWTH - Försäljningstillväxt

SALES GROWTH översätts till försäljningstillväxt vilket beräknar företags försäljnings förändring mot föregående år. Vi använder försäljningstillväxt för att kontrollera effekter som kan bero på försäljningstillväxten i likhet med tidigare studier (Belenzon, 2012). Eftersom SALES GROWTH påverkar marknadsvärdet är det

lämpligt när vi ska se ett samband mellan CSR och marknadsvärde för att kontrollera att inga falska samband uppkommer. Vi kommer även här att använda oss av Thomson Reuters Datastream definition.

$$SALES\ GROWTH = \frac{Current\ Year's\ Net\ Sales\ or\ Revenues}{Last\ Year's\ Total\ Net\ Sales\ or\ Revenues - 1} \times 100$$

Formel 8: Kontrollvariabel (SALES GROWTH)

3.3.3.3 SIZE - Storlek

Kontrollvariabeln SIZE använder vi för att kontrollera för effekter som kan bero på företagens storlek. Enligt McWilliams och Siegel (2001) har företagets storlek påverkan på CSR. Dessutom ökar kravet från intressenterna i takt med ökning av företagets storlek eftersom ju större ett företag är, desto fler intressenter har företaget att ta hänsyn till (Waddock & Graves, 1997). Vidare anser de också att större företag har mer finansiella resurser som de kan investera i CSR. För att göra variabeln mer hanterbar har vi valt att logaritmera den (Habaragoda, 2017). Vi använder därför definitionen SIZE som naturliga logaritmen av totala tillgångar.

$$SIZE = \ln(Totala\ tillgångar)$$

Formel 9: Kontrollvariabel (SIZE)

3.3.4 Dummyvariabler

Vi har i vår studie använt två dummyvariabler, land och bransch. En dummyvariabel är en binär variabel (Djurfeldt & Barmark, 2009). Binärt värde betyder att observationen endast kan vara ett av två värden, vilka oftast anges 0 och 1 (binär, 2019). I vår studie betecknar siffran 1 att värdet har observerats för företaget, medan siffran 0 betecknar icke observerat (Djurfeldt & Barmark, 2009).

3.3.4.1 LAND

Standarden på finansiella institutioner i ett land har visat sig ha påverkan i sambanden mellan CSR och företagets marknadsvärde (Ioannou & Serafeim, 2012). Som tidigare nämnts har tidigare studier även visat att olika länder tenderar att ha olika krav på CSR-

aktiviteter bland annat på grund av vilket land som observeras samt om rapporteringen är obligatorisk eller frivillig (Daske et al, 2008; Ioannou & Serafeim, 2014). Mot denna bakgrund har vi valt att använda land som dummyvariabel.

3.3.4.2 BRANSCH

Eftersom branschen där företaget agerar kan ha påverkan i relationen mellan CSR och företagets marknadsvärde, anser vi i likhet med tidigare studier att det är viktigt att inkludera bransch som kontrollvariabel (McWilliams & Siegel, 2001; Waddock & Graves, 1997). Vi har använt branschvariabel ICB (Industrial Classification Benchmark) med tio industrisektorer (FTSE, 2012). Detta anser vi öka studiens reliabilitet och generaliserbarhet.

3.4 Analyismetoder

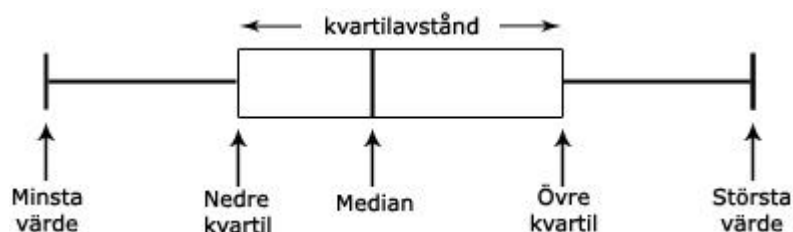
För att kunna undersöka om det finns ett samband mellan CSR och marknadsvärde har vi tillämpat ett flertal analyser för att säkerställa vårt resultat. Vi har i denna process använt statistikprogrammet SPSS vilket är ett av de vanligaste analysverktygen enligt Bryman och Bell (2017) samt Djurfeldt et al. (2010). Vi har hämtat datamaterialet från Thomson Reuters till Excel som vi sedan har överfört till SPSS för analys. Vi har sedan analyserat dessa siffror i syfte att få ett resultat. Vi kommer nedan att diskutera dessa analyser och resultaten kommer att diskuteras i kommande avsnitt.

3.4.1 Univariat analys

Univariat analys är vårt första steg i analysen. En univariat analys innebär att vi analyserar en variabel i taget (Bryman & Bell, 2017). Inom kvantitativ forskning har tidigare studier bland annat analyserat variablernas medelvärde, standardavvikelse (Helfat, 1994; Lenz et al., 2017) samt minimum- och maximumvärden (Waddock & Graves, 1997). I vår studie undersöker vi variablernas centralmått och spridning. Centralmått visar, med hjälp av medelvärde och median, var datans tyngdpunkt finns (Djurfeldt et al., 2010). Vid medelvärde summeras alla observerade värden och divideras med antal observationer (ibid.) och median är det mittersta värdet när den observerade datan delas i två lika stora grupper (Eliasson, 2018). En nackdel med

medelvärden är dess känslighet för extremvärden, däremot har inte medianen samma problem eftersom resultat delas då i två lika stora grupper (ibid.). Därför är det intressant att även jämföra dessa värden med varandra, eftersom ju större skillnaden är mellan medelvärde och median desto mer snedvridning finns i variabeln (Djurfeldt et al., 2010).

Vidare visar *spridningen* med hjälp av standardavvikelse hur mycket observationsvärden genomsnittligt skiljer sig från medelvärdet. Även minimum- och maximumvärden är till hjälp för att visa hur stor den totala spridningen är från det lägsta till högsta observationen. Dessutom för att ytterligare öka reliabiliteten i studien kommer vi redovisa eventuella outliers (De Veaux, Velleman & Bock, 2016). Outliers kommer vi undersöka med hjälp av kvartiler som delar datan i fyra lika stora grupper, fördelad med samma tillvägagångssätt som medianen tas fram (Eliasson, 2013). Enligt Djurfeldt et al. (2010) är outliers de observationer som hamnar 1,5 kvartilavstånd (IQR) utanför de mittersta 50 % av observationerna, det vill säga 1,5 IQR utanför 75 % (övre kvartil = Q3) minus 25 % (nedre kvartil = Q1). Enligt deras rekommendation använder vi lådagram (boxplot) för att undersöka detta (ibid.). I de fall lådagram visar extrema värden kommer vi även att undersöka variabelns histogram.



Figur 1: Lådagram med kvartilmått

Vi kommer även på liknande sätt undersöka far outliers som är 3 kvartilavstånd (IQR) utanför de mittersta 50 % av observationerna. Vidare anser Djurfeldt et al. (2010) att kvartilavstånd kompletterar standardavvikelsen väl och är ett viktigt spridningsmått för kvantitativa variabler. Nedan presenterar vi formlerna som används i vår studie.

$$\bar{y} = \frac{\text{Total}}{n} = \frac{\sum y}{n}$$

Formel 10: Medelvärde enligt De Veaux et al. (2016)

Där \bar{y} = medelvärde, Σ = summa och n = antal observationer.

$$md = (n+1)/2$$

Formel 11: Median enligt Djurfeldt et al., 2010)

där md = median och n = antal observationer (ibid.)

$$s = \sqrt{\frac{\Sigma (y - \bar{y})^2}{n - 1}}$$

Formel 12: Standardavvikelse enligt De Veaux et al. (2016)

Där s = standardavvikelse, Σ = summa, n = antal observationer, \bar{y} = medelvärde och y = värdet på variabeln

3.4.2 Bivariat analys

En bivariat analys blir vårt andra steg i analysprocessen. Här analyserar man två variabler samtidigt för att se om dessa har ett samband (Bryman & Bell, 2017). Detta samband utläses genom att man kan se hur den ena variabeln reagerar om den andra varierar (Djurfeldt et al., 2010). I vår studie undersöker vi relationerna mellan marknadsvärdet (TOBIN) och extern CSR (Ln_EXT_CSR) och intern CSR (Ln_INT_CSR). Det finns olika sätt att genomföra bivariat analys, men för kvantitativa studier som vi genomför anses det lämpligt att använda *spridningsdiagram* (plotdiagram) samt *korrelationskoefficienten* (r) som med hjälp av regressionslinjen visar hur starkt sambandet mellan variablerna är (ibid.). Sambandet kan antingen vara positivt, negativt eller inget samband existerar. Vid ett utfall med resultatet $r = -1$ indikerar det ett perfekt negativt samband och $r = +1$ finns ett perfekt positivt samband (Bryman & Bell, 2017). Vilket innebär att ju närmare siffran 1 desto starkare är sambandet mellan variablerna. Ju närmare noll koefficienten befinner sig desto svagare är indikationen på ett samband (De Veaux et al., 2016). Sammanfattningsvis kan korrelationskoefficienten visa styrkan och riktningen i sambanden.

3.4.3 Multivariat analys

Multivariat analys används när man vill analysera tre eller flera variabler samtidigt (Bryman & Bell, 2017). Dessa variabler enligt Djurfeldt et al. (2010) är den beroende variabeln, den oberoende variabeln och minst en kontroll- eller dummyvariabler. Eftersom vi vill analysera våra oberoende variabler med vår beroende variabel och utöver detta har kontrollvariabler samt dummyvariabel är en multivariat analys lämplig att utföra (Bryman & Bell, 2017). Bryman och Bell (2017) nämner att man vid en multivariat analys förhåller sig till signifikansnivåer. De nämner att signifikansnivå upp till $p = 0,1$ är accepterad, dock väljer vi att inte acceptera en högre signifikans än $p = 0,05$ då vi anser att en felmarginal på 5 % är tillräckligt hög för vårt urval. Denna typ av analys används även i liknande studier (Habaragoda, 2017), vilket gör det till en lämplig metod även för oss.

Vi studerar multivariat regressionsanalysen för att kunna urskilja inverkan de oberoende variablerna har på den beroende variabeln. Genom analysen undersöker vi med hjälp av kontrollvariabler om det finns eventuella falska samband mellan variablerna. Enligt De Veaux et al. (2016) kan multivariat regressionsanalys beskrivas med följande formel:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k + \varepsilon$$

Formel 13: Multivariat regression

Där y = den beroende variabeln, β = genomsnittlig förändring om x ökar med en enhet, x = de oberoende variablerna, k = antal oberoende variabler, ε = residualer

I vår första hypotes, hypotes 1, vill vi undersöka om ökning av företags CSR (totalen av externa och interna) ger en ökning på företags marknadsvärde. För att testa hypotes H1 används följande regressionsmodell:

$$Q_{it} = \beta_0 + \log(\beta_1 Ln_EXT_CSR_{it} + \beta_2 Ln_EXT_INT_{it}) + \beta_3 Ln_SALES_{it} + \beta_4 Ln_SIZE_{it} + \beta_5 SALES_GROWTH_{it} + \beta_6 LAND_{it} + \beta_7 BRANSCH_{it} + \varepsilon$$

Formel 14: Summa Företags Externa och Interna CSR:s påverkan på marknadsvärdet

Där Q = Tobin's Q. Tobin's Q = den beroende variabeln för fall i och för tidsperiod t .
 β_0 = koefficienten för regressionens intercept.

I vår andra hypotes, hypotes 2, vill vi undersöka om företagets marknadsvärde blir lägre, desto större skillnaden är mellan ett företags externa och interna CSR-åtgärder. För att testa hypotes H2 används följande regressionsmodell:

$$Q_{it} = \beta_0 + \log(\beta_1 \text{Ln_EXT_CSR}_{it} - \beta_2 \text{Ln_EXT_INT}_{it}) + \beta_3 \text{Ln_SALES}_{it} + \beta_4 \text{Ln_SIZE}_{it} + \beta_5 \text{SALES_GROWTH}_{it} + \beta_6 \text{LAND}_{it} + \beta_7 \text{BRANSCH}_{it} + \varepsilon$$

Formel 15: Hur differensen i Externa och Interna CSR påverkar företagets marknadsvärde

3.4.4 Felkällor

Det finns vissa villkor för att ett resultat för regression kan anses pålitlig. Vi har därför valt att kontrollera vanliga felkällor som heteroskedasticitet och multikollinearitet (Djurfeldt et al., 2010). Vi anser det viktigt för studiens tillförlitlighet att genomföra dessa kontroller och har gjort kontrollerna i SPSS.

3.4.4.1 Heteroskedasticitet

Heteroskedasticitet visar om det finns ojämn spridning i materialet. Detta undersöker vi med hjälp av spridningsdiagram (Djurfeldt et al., 2010). Ifall det finns heteroskedasticitet i materialet minskar det exaktheten i resultatet (ibid.). Vi undersöker med spridningsdiagram hur jämn residualernas spridning är längs regressionslinjen.

3.4.4.2 Multikollinearitet

För att undersöka att det inte finns multikollinearitet gör vi Pearsons korrelations-test, vilket innebär att vi testar våra oberoende variabler mot den beroende variabeln (Bryman & Bell, 2017). Multikollinearitet visar om de oberoende variablerna är inbördes korrelerade, antingen gruppvis eller var för sig (Djurfeldt et al., 2010). Enligt Djurfeldt och Barmark (2009) behöver de variabler där korrelationen mellan de oberoende variablerna överstiger värdet 0,8 elimineras. För att ytterligare öka studiens reliabilitet rekommenderar Djurfeldt et al. (2010) en VIF-test (Variance inflation factor). Enligt Hawn och Ioannou (2016) är gränsvärdet för att multikollinearitet existerar 10. Borg och Westerlund (2012) anser att alla värden mellan 5 och 10 är acceptabla, medan Djurfeldt et al. (2010) rekommenderar gräns på 2,5. Enligt Hawn och

Ioannou (2016) är gränsen på 2,5 för strikt och vi väljer att använda deras rekommendation på gränsvärde 10.

3.5 Kvalitetskriterier

Forskningens kvalitet inom kvantitativ forskning kan garanteras genom reliabilitet, validitet och replikerbarhet. När dessa kriterier uppfylls kan studiens resultat generaliseras till en större population.

3.5.1 Reliabilitet

Reliabilitet innebär att mätningarna är korrekta (Thurén, 2007) och att det går att lita på mätningarna. Enligt Ejvegård (2007) innebär reliabilitet även måttenhetens användbarhet och eftersom vår studie sker med hjälp av numeriska värden är måttenheten användbar. I vår studie kommer vi att använda en betrodd databas Thomson Reuters (Cheng et al. 2014; Ioannou & Serafeim, 2012; Malik, 2015), som även kan användas vid en eventuell upprepning av studien. Det vill säga att mätningarna sker pålitligt och korrekt. Detta gäller även angående statistikprogrammet SPSS som vi använt för våra beräkningar. Vi kommer även i datainsamlingen att arbeta noggrant med vilka "variabler" vi väljer att ta med i våra beräkningar. I den mån det går kommer vi även sträva efter att kontrollera data för att säkerställa att det är relevant för vår studie (Eliasson, 2018). För att ytterligare öka studiens reliabilitet har vi genomfört analyser i SPSS en extra gång för att kontrollera att analyserna är korrekta.

3.5.2 Validitet

Validitet betyder att vi endast mäter det som vi har tänkt mäta (Thurén, 2007) och att vi undersöker om studiens slutsatser håller (Bryman & Bell, 2017). Validiteten kommer vi att arbeta med genom hela arbetet genom att kontinuerligt ställa det vi skriver och undersöker mot vårt syfte. Operationalisering, som beskrevs tidigare, är starkt kopplad till frågan om validitet och att vi verkligen mäter de som vi har för avsikt att mäta (Sohlberg & Sohlberg, 2013). Vi har i vårt avsnitt 3.3 Operationalisering, beskrivit så exakt som möjligt de variabler och formler som vi använder i vår studie. Att vi i vår

studie har numeriska mått och att dessa används konsekvent i studien kommer att öka studiens validitet (Ejvegård, 2007).

3.5.3 Replikerbarhet

Replikerbarhet betyder att en annan forskare kan genomföra likadan studie och få samma resultat (Bryman & Bell, 2017) och vi kommer att möjliggöra replikerbarhet genom att skriva vårt genomförande så detaljerat som möjligt och även skriva om vi under arbetets gång behöver göra olika val. Enligt Yin (2015) är replikerbarhet starkt kopplat till reliabilitet, det vill säga att beskrivning av studien behöver vara formulerad på så tydligt sätt att en annan forskare följaktligen kan genomföra studien på samma sätt och dessutom komma fram till samma resultat och slutsatser. Vårt datamaterial hämtades från Thomson Reuters och variablerna är lätt tillgängliga vid en eventuell upprepning av studien. Detta ökar studiens replikerbarhet.

3.6 Metodkritik

En av kvantitativa metodens nackdelar är att det finns risk att dra felaktiga slutsatser (Eliasson, 2018). Vilket då betyder att kravet för studiens validitet inte uppfylls. En annan nackdel är att kvantitativ metod inte alltid anses spegla verkligheten, det vill säga att mätningarna ser mer exakta ut än vad dem i verkligheten är (Bryman & Bell, 2017). Eliasson (2018) varnar också att det finns risk för alternativa tolkningar till den empiriska datan, det vill säga att kravet för reliabilitet inte uppfylls. Genom att arbeta med sekundärdata som vi gör ökar också risken för bortfall eftersom sekundärdata inte innehåller alla företag (Bryman & Bell, 2017). Aspekterna ovan avser vi motverka genom att tydligt beskriva de begrepp vi använder och definiera dem, vilket vi anser stärker studiens validitet, reliabilitet och därför också replikerbarhet. I vår studie ingår även manuell bearbetning av datamaterialet och med detta finns risk för mänskliga fel. Detta har vi undvikit genom att vara systematiska, dels i urval från data vi laddat ner från Thomson Reuters, dels i analyser genomförda i SPSS.

4. Resultat

I detta kapitel kommer vi att redogöra för våra resultat från studien. Vi kommer inleda med univariat analys i form av deskriptiv statistik, följt av vår bivariat analys och felkällor för att avsluta med att utläsa våra multivariat regressionsanalyser.

4.1 Deskriptiv statistik

Deskriptiv statistik, eller beskrivande statistik som det också kallas, används för att beskriva vilka svar statistiken ger till olika frågor (Djurfeldt et al., 2010). I vår studie är de univariata analyserna gjorda i SPSS. Vi gör dessa analyser för att kontrollera kvaliteten i datamaterialet. Som tidigare nämnts innebär en univariat analys att man analyserar en variabel i taget (Bryman & Bell, 2017). Syftet med den univariata analysen i vår studie är att undersöka datans centralmått och spridning (Djurfeldt et al., 2010). De mått som kommer att användas och analyseras är två centralmått medelvärde och median som visar var datans tyngdpunkt finns (ibid.). Standardavvikelsen visar hur mycket observationsvärden genomsnittligt skiljer sig från medelvärdet och minimum- och maximumvärden visar den totala spridningen från den lägsta till den högsta observationen (Eliasson, 2018). Även eventuella outliers kommer att undersökas i lådagram för att upptäcka eventuella extremvärden (De Veaux et al., 2016). I vissa fall undersöks även variabelns histogram (De Veaux et al., 2016). Extremvärden analyserar vi för att undvika risken för felaktiga resultat.

Nedan i tabell 2 presenterar vi beskrivande statistik för alla av studiens variabler, förutom de två dummyvariablerna land och bransch. Dessa två dummyvariabler kan endast anta värdet 1 för att de finns eller 0 om de inte finns för den aktuella observationen.

Variabel	N	Medelvärde	Median	Std.avvikelse	Kvartil 1	Kvartil 3	Minimum	Maximum
TOBIN	1470	1,40	1,15	0,700	1,00	1,53	0,25	5,99
Ln_SUM_EXT_INT	1470	15,94	16,45	4,292	14,91	17,92	0,00	25,04
Ln_DIF_EXT_INT	1470	11,70	12,92	3,574	10,90	14,09	0,00	16,71
Ln_SALES	1470	16,11	16,05	1,546	14,95	17,24	12,27	22,44
Ln_SIZE	1470	16,81	16,62	1,698	15,54	18,01	13,35	22,32
SALES GROWTH	1470	4,92	3,48	16,173	-2,80	10,64	-73,81	182,43

Tabell 2: Deskriptiv Statistik

N = antal observationer i urvalet TOBIN = Marknadsvärdet. Ln_SUM_EXT_INT = Summan av våra valda variabler som representerar extern och intern CSR. Ln_DIF_EXT_INT = differensen av våra valda variabler som representerar extern och intern CSR. Ln_SALES = ln(totala netto försäljningen) Ln_SIZE = Företagets storlek beräknat på ln(totala tillgångar). SALES GROWTH = Procentuella försäljningstillväxten som är beräknad från år till år.

4.1.1 Beroende variabel - Marknadsvärde

Vår beroende variabel är TOBIN och visar företagets marknadsvärde. TOBIN har ett medelvärde på 1,40 och median på 1,15 vilket visar viss skillnad mellan värdena. Standardavvikelsen för TOBIN är 0,700 vilket i jämförelse med medelvärdet på 1,40 tyder på att större delen av värdena är fördelade runt medelvärdet. Variabelns minimumvärde är på 0,25 och dess maximumvärde är 5,99 och det tyder på stor spridning. Detta bedömer vi beror på att företagens marknadsvärde kan skilja sig mycket jämfört med ett annat företags marknadsvärde. Vi tittar även på kvartilerna vilket visar på 1 respektive 1,53 vilket innebär att 50 procent av värdena ligger inom dessa värden. När vi jämför detta med medianen ligger de flesta inom nära förhållanden. Vid en analys av lådagram ser vi ett antal värden som påverkar och drar upp medelvärdet samt totalt far outliers med extremvärde ovanför kvartil 3 som ligger nära varandra. Analys av histogram visar skevhet till höger men vi bedömer alla värdena som riktiga.

4.1.2 Oberoende variabler

4.1.2.1 Oberoende variabel - Ln_SUM_EXT_INT

Variabeln Ln_SUM_EXT_INT visar summan av våra valda variabler för extern och intern CSR. Ln_SUM_EXT_INT har ett medelvärde på 15,94 och median på 16,45 så de ligger relativt nära varandra. Standardavvikelsen för Ln_SUM_EXT_INT är 4,292, vilket i jämförelse med medelvärdet på 15,94 är förhållandevis lågt vilket visar på att det finns en viss spridning men att det mest är fördelat runt medelvärdet. Variabelns minimumvärde är på 0 och dess maximumvärde är 25,04 vilket visar på en relativt stor spann. Kontrollen av kvartiler visar att 50 procent av värdena ligger mellan 14,91 och 17,92 vilket innebär att 50 procent av värdena är samlade relativt jämnt nära runt median. En analys av ett lådagram visar på ett antal outliers både över och under kvartilerna, samt två far outliers under kvartil 1. En del av outliers beror på att vi fick

ange värde 1 vid 0 till följd av att vi logaritmerade då det inte går att genomföra en logaritmering av ett värde 0. Vi valde att göra detta då vi annars hade fått ett stort bortfall. Dessa längre far outliers under kvartil 1 har vi dubbelkontrollerat i datamaterialet och värdena är verkliga. För övrigt ser vi att det finns ett antal värden som ligger både över kvartil 3 och under kvartil 1, och dessa är relativt nära kvartilerna förutom de tidigare nämnda far outliers. Även kontrollen med histogram visar jämn spridning runt medelvärdet förutom dessa lägre outliers under kvartil 1.

4.1.2.2 Oberoende variabel - Ln_DIF_EXT_INT

Ln_DIF_EXT_INT visar differensen av våra valda variabler för externa och intern CSR. Ln_DIF_EXT_INT har ett medelvärde på 11,70 och median på 12,92 så de ligger relativt nära varandra vilket tyder på en jämn fördelning. Standardavvikelsen för Ln_DIF_EXT_INT är 3,574 vilket i jämförelse med medelvärdet på 11,70 tyder på en viss spridning runt medelvärdet. Variabelns minimumvärde är på 0 och dess maximumvärde är 16,71. Detta ger en relativt stor spridning bland värdena. Kvartil 1 och kvartil 3 visar värden på 10,90 respektive 14,09. Detta betyder att 50 procent av värdena ligger nära medianen. Även på denna variabel har vi angett värde 1 vid 0 till följd av att vi logaritmerade för att motverka alldeles för stort bortfall. Lådagram visar en relativ stor spridning och det finns ett antal outliers under den lägre kvartil 1, samt en far outlier. Histogram visar också att dessa outliers finns och efter kontroll i vårt datamaterial ser vi att dessa värden är verkliga.

4.1.3 Kontrollvariabler

SALES - försäljning

Ln_SALES har ett medelvärde på 16,11 och en median 16,05 vilket nästan är identiska. Detta visar att datan är jämnt fördelad. Standardavvikelse på 1,546 är låg mot medelvärdet så det tyder på att det är låg spridning runt medelvärdet. Minimumvärde ligger på 12,27 och maximumvärdet är 22,44 samt kvartilerna ligger på 14,95 respektive 17,24. 50 procent av värdena ligger därmed nära medianen. Vid ett lådagram ser vi dock ett antal högre värden ovanför kvartil 3, dessa ligger dock relativt nära varandra och utgör därför inga extremvärden.

SIZE - Storlek

Ln_SIZE medelvärde är 16,81 och medianen ligger på 16,62. Dessa är nästintill identiska vilket tyder på att det inte finns någon snedvridning. Standardavvikelsen på 1,698 ligger lågt jämfört med medelvärdet på 16,81 vilket tyder på låg spridning bland värdena. Den totala spridningen ligger mellan minimumvärdet på 13,35 och maximumvärdet 22,32. Kvartilerna visar 15,54 respektive 18,01 vilket visar att 50 procent av värdena ligger nära medianen. Vid analys av lådagram syns det några högre värden dock ligger dessa nära varandra och precis utanför kvartil 3, de utgör därmed inga far outliers. Dessa bidrar däremot till att medelvärdet blir något högre än medianen. En ytterligare kontroll med histogram visar en jämn fördelning i variabeln.

SALES GROWTH - försäljningstillväxt

SALES GROWTH har ett medelvärde på 4,92 och en median på 3,48 samt standardavvikelse på 16,173. Medelvärdet och medianen ligger relativt nära varandra dock tyder den höga standardavvikelsen, jämfört med medelvärdet, på att det finns en stor spridning i datan. Minimumvärdet på -73,81 och maximumvärdet 182,43 stärker det standardavvikelsen visade genom att det är en stor värdeskillnad i variablerna. Kvartilerna visar på -2,8 respektive 10,64 vilket tyder på en stor spridning runt medianen. I analysen av lådagram ser vi ett antal värden som ligger relativt nära varandra både nedanför kvartil 1 och ovanför kvartil 3. Vi ser även ett antal far outliers som sticker ut både nedanför kvartil 1 och ovanför kvartil 3, med ett överlag av höga värden. Kontrollen med histogram visar en liten skevhet åt höger och detta beror på extrema stora värden. Ytterligare kontroll i vårt datamaterial visar att dessa värden stämmer.

Sammanfattningsvis trots stor spridning i några variabler har vi valt att inte utesluta någon data ur vårt material, detta grundar vi på att vi vill minska bortfallet av företag i studien.

4.1.4 Fördelning mellan länder

Vi analyserar vilka skillnader det finns mellan studiens länder med hjälp av deskriptiv statistik. I tabell 3 har vi tagit med medelvärde och standardavvikelse för den beroende variabeln TOBINS, samt de oberoende variablerna Ln_SUM_EXT_INT och

Ln_DIF_EXT_INT. Det finns relativt stor spridning mellan de två minsta länderna DENMARK och HUNGARY med 0,7 % och det största landet FRANCE med 19,0%.

Medelvärde för TOBINS ligger mellan 0,91 för POLAND och 2,20 för SWEDEN, medan de övriga värden ligger närmare det lägsta medelvärdet. Standardavvikelse finns mellan 0,08 för GREECE och 1,13 för SWITZERLAND och här ligger de övriga länderna relativt jämt fördelade mellan dessa två värden.

Ln_SUM_EXT_INT har medelvärde mellan det lägsta 12,82 för POLAND och högsta 21,58 för HUNGARY. Även standardavvikelsen har stor spridning mellan det lägsta värdet på 0,31 för DENMARK och det högsta värdet på 6,58 för POLAND. Det finns inga extrema outliers utan länderna är relativt jämnt spridda mellan det lägsta och högsta värdet.

Ln_DIF_EXT_INT har lägsta och högsta medelvärde och standardavvikelse för samma länder som i föregående (Ln_SUM_EXT_INT). Det vill säga det lägsta medelvärdet på 13,36 finns för POLAND och högsta 21,60 för HUNGARY. Så även här är spridningen relativt stor. Angående standardavvikelse finns det lägsta värdet för DENMARK-på 0,31 och det högsta värdet på 6,45 för POLAND. I förhållandevis ligger dock standardavvikelserna lågt i förhållande till medelvärdena och det tyder på relativt låg spridning för länderna.

LAND	N	TOBINS		Ln_SUM_EXT_INT		Ln_DIF_EXT_INT	
		Medelvärde	Std.avvikelse	Medelvärde	Std.avvikelse	Medelvärde	Std.avvikelse
AUSTRIA	20 (1,4%)	0,97	0,15	17,20	1,92	17,15	1,97
BELGIUM	50 (3,4%)	1,44	0,38	16,44	3,16	16,68	2,83
DENMARK	10 (0,7%)	1,17	0,23	18,07	0,31	18,06	0,31
FINLAND	100 (6,8%)	1,61	0,93	16,02	4,22	16,13	4,36
FRANCE	280 (19,0%)	1,34	0,49	15,76	2,88	15,73	2,75
GERMANY	200 (13,6%)	1,29	0,42	17,36	2,91	17,48	2,70
GREECE	30 (2,0%)	0,98	0,08	16,93	0,86	17,04	0,51
HUNGARY	10 (0,7%)	1,00	0,10	21,58	0,65	21,60	0,65
ITALY	210 (14,3%)	1,24	0,52	16,10	4,08	16,73	3,13
NETHERLANDS	70 (4,8%)	1,64	0,81	16,16	3,71	16,17	3,74
NORWAY	20 (1,4%)	1,11	0,15	18,21	0,39	18,22	0,42
POLAND	40 (2,7%)	0,91	0,20	12,82	6,58	13,36	6,45
PORTUGAL	40 (2,7%)	1,31	0,62	15,48	1,19	15,27	1,19
SPAIN	210 (14,3%)	1,52	0,93	16,81	3,09	16,78	3,22
SWEDEN	30 (2,0%)	2,20	0,91	15,30	4,22	16,58	2,91
SWITZERLAND	70 (4,8%)	2,12	1,13	16,86	2,44	16,76	2,54
TURKEY	80 (5,4%)	1,32	0,36	14,40	5,27	15,09	5,01
TOTAL	1470 (100%)						

Tabell 3: Fördelning mellan länder

N = antal observationer. *TOBINS* = Marknadsvärdet av företagets tillgångar dividerat med totala bokförda värdet av tillgångarna. *Ln_SUM_EXT_INT* = summan av företagets externa och interna CSR. *Ln_DIF_EXT_INT* = differens mellan företagets externa och interna CSR.

4.1.5 Fördelning mellan branscher

Vi har analyserat om det finns skillnad beroende på företagets branschtillhörighet. Vi har därför tagit fram beskrivande statistik för branscher enligt ICB med tio sektorer (FTSE, 2012). I tabell 4 har vi tagit med medelvärde och standardavvikelse för den beroende variabeln *TOBINS*, samt de oberoende variablerna *Ln_SUM_EXT_INT* och *Ln_DIF_EXT_INT*. Det finns relativt stor spridning mellan de två minsta branscherna *TELECOM* och *TECHNOLOGY* med 4,1 % och den största branschen *INDUSTRIALS* med 21,8%.

För den beroende variabeln *TOBINS* ligger medelvärdet mellan 1,03 och 2,26. Sex av de övriga branscherna bedömer vi ligger relativt nära varandra med medelvärden inom intervall 1,12 till 1,50. Men utöver de tidigare nämnda värden 1,03 för *FINANCIALS* och 2,26 för *HEALTH CARE* sticker även *CONSUMER SERVICES* med 1,75 och *TECHNOLOGY* med 1,88 ut. Angående standardavvikelse finns det också rätt stor spridning mellan 0,11 för *FINANCIALS* och 1,22 för *CONSUMER SERVICES*. Bortsett från *CONSUMER SERVICES* ligger standardavvikelserna lågt i jämförelse mot medelvärdet och det tyder på låg spridning.

Ln_SUM_EXT_INT har medelvärden mellan det lägsta för *TECHNOLOGY* på 13,74 och högsta för *UTILITIES* på 18,22, medan de övriga branscherna ligger relativt jämt fördelade mellan dessa. Standardavvikelse finns mellan 2,56 för *TELECOM* och 4,18 för *OIL & GAS*. Standardavvikelsen ligger relativt nära varandra.

Ln_DIF_EXT_INT har samma branscher (som föregående) för lägsta och högsta värdena för medelvärdet, det vill säga 14,18 för *TECHNOLOGY* och 18,28 för *UTILITIES*. I övrigt ligger de andra branscherna relativt nära varandra. Standardavvikelsen har ganska stor spridning mellan 1,63 för *TELECOM* och 4,05 för *UTILITIES*.

BRANSCH	N	TOBINS		Ln_SUM_EXT_INT		Ln_DIF_EXT_INT	
		Medelvärde	Std.avvikelse	Medelvärde	Std.avvikelse	Medelvärde	Std.avvikelse
OIL & GAS	170 (11,6%)	1,19	0,39	16,63	4,18	16,91	3,86
BASIC MATERIALS	120 (8,2%)	1,27	0,44	17,70	3,72	17,69	3,73
INDUSTRIALS	320 (21,8%)	1,49	0,76	15,66	2,64	15,59	2,62
CONSUMER GOODS	230 (15,6%)	1,50	0,59	16,26	3,25	16,38	2,83
HEALT CARE	70 (4,8%)	2,26	0,99	17,63	3,93	17,70	3,79
CONSUMER SERVICES	100 (6,8%)	1,75	1,22	14,31	3,92	15,28	2,81
TELECOM	60 (4,1%)	1,29	0,31	16,32	2,56	16,64	1,63
UTILITIES	150 (10,2%)	1,12	0,22	18,22	4,15	18,28	4,05
FINANCIALS	190 (12,9%)	1,03	0,11	15,69	3,11	15,72	3,08
TECHNOLOGY	60 (4,1%)	1,88	0,87	13,74	3,61	14,18	3,37
TOTAL	1470 (100%)						

Tabell 4: Fördelning mellan olika branscher

N = antal observationer. TOBINS = Marknadsvärdet av företagets tillgångar dividerat med totala bokförda värdet av tillgångarna. Ln_SUM_EXT_INT = summan av företagets externa och interna CSR. Ln_DIF_EXT_INT = differens mellan företagets externa och interna CSR.

4.2 Korrelationsanalys och felkällor

4.2.1 Korrelationsanalys

Nedan i tabell 5 presenterar vi beskrivande statistik för alla av studiens variabler, förutom de tre dummyvariablerna land, bransch och år. I en bivariat analys vill man utläsa korrelationskoefficienten (r), även kallad Pearsons r , som påvisar styrkan i sambandet. Detta visas tydligast genom en korrelationsmatris som ger en överskådlig bild över variablerna (Djurfeldt et al, 2010).

När vi granskar vår korrelationsmatris (Tabell 5) ser vi att vår beroende variabel TOBIN har en korrelation nivå på $-0,083$ med Ln_SUM_EXT_INT på signifikansnivån $0,01$. Korrelationen på $-0,083$ visar att det är negativt men det är nästan 0 . Vi drar därför slutsatsen genom korrelation att ett samband mellan dessa är nästan obefintligt. Det negativa sambandet tyder dock på att när Ln_SUM_EXT_INT ökar kan vi se en minskning i TOBIN även om korrelationen tyder på att den är minimal. TOBIN har även ett negativt samband till Ln_DIF_EXT_INT med en korrelation på $-0,072$ för en signifikansnivå på $0,01$. Detta betyder att när differenserna mellan externa och intern CSR ökar minskar TOBIN. Dock är även denna korrelation nästan obefintlig till följd av att den ligger nära 0 vilket betyder att även denna påverkan är minimal.

Kontroll Variablerna Ln_SIZE och Ln_SALES visar på ett negativt samband med TOBINS medan SALES GROWTH visar på ett positivt samband. I tabellen ser vi att SIZE har en korrelation på -0,322, SALES - 0,182 och SALES GROWTH på 0,089 vid signifikansnivå på 0,01. Detta betyder om Ln_SIZE och Ln_SALES ökar minskar TOBINS och om SALES GROWTH ökar, ökar TOBINS. Dock är korrelationerna för alla kontrollvariabler relativt små vilket tyder på att även dessa samband kan vara minimala.

		TOBINS	Ln_SUM_EXT_INT	Ln_DIF_EXT_INT	Ln_SALES	Ln_SIZE	SALES GROWTH
TOBINS	Pearson Correlation	1					
	Sig. (2-tailed)	,000					
Ln_SUM_EXT_INT	Pearson Correlation	-,083**	1				
	Sig. (2-tailed)	,001	,000				
Ln_DIF_EXT_INT	Pearson Correlation	-,072**	,492**	1			
	Sig. (2-tailed)	,006	,000	,000			
Ln_SALES	Pearson Correlation	-,182**	,404**	,309**	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000		
Ln_SIZE	Pearson Correlation	-,322**	,372**	,291**	,831**	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	
SALES GROWTH	Pearson Correlation	,089**	-,047	-,064*	,021	-,041	1
	Sig. (2-tailed)	,001	,073	,014	,426	,116	,000

Tabell 5: Pearsons korrelationsmatris

TOBINS = Marknadsvärdet. Ln_SUM_EXT_INT = Summan av våra valda variabler som representerar extern och intern CSR. Ln_DIF_EXT_INT = Differensen av våra valda variabler som representerar extern och intern CSR. Ln_SALES = In(totala netto försäljningen) Ln_SIZE = Företagets storlek beräknat på In(totala tillgångar). SALES GROWTH = Procentuella försäljningstillväxten som är beräknad från år till år.

4.2.2 Analys av felkällor

För resultatens reliabilitet är det viktigt att kontrollera felkällor. Som tidigare nämnts kontrollerar vi felkällorna heteroskedasticitet och multikollinearitet (Djurfeldt et al., 2010). Heteroskedasticitet undersöker vi genom en kontroll av residualernas spridning utmed regressionslinjen med hjälp av spridningsdiagram (Djurfeldt et al., 2010). Kontrollen av spridningsdiagram visar att residualerna är normalfördelade vilket innebär att heteroskedasticitet inte förekommer i datamaterialet.

Som sagt rekommenderar Djurfeldt och Barmark (2009) att de variabler där korrelationen mellan de oberoende variablerna överstiger värdet 0,8 ska elimineras eftersom det tyder på multikollinearitet. Vår korrelationsmatris visar värden mellan 0,089 och -0,182, det vill säga att inga variabler överstiger korrelationsvärdet 0,8. Vi

anser därför att det inte förkommer någon multikollinearitet då korrelationerna på dessa ligger relativt långt under gränsen.

Vidare kan reliabilitet ytterligare ökas genom att även kontrollera VIF-värdet. Som tidigare nämnts tyder VIF-värden över 2,5 på att det finns multikollinearitet i datamaterialet (Djurfeldt et al., 2010). I tabell 6 ser vi att VIF-värden finns mellan värden 1,017 och 3,400, vilket tyder på att multikollinearitet förekommer i SALES och SIZE. VIF-värdet ligger relativt högt till den gräns på 2,5 som Djurfeldt et al. (2010) rekommenderar, dock är de tydliga med att dessa gränser varierar. Borg och Westerlund (2012) menar däremot att en gräns mellan 5 och 10 är acceptabel och enligt Hawn och Ioannou (2016) är alla värden under 10 acceptabla. Vi anser därmed att värden på 3,400 i SALES och 3,290 i SIZE inte kommer att påverka vårt resultat nämnvärt. Även korrelationsvärdena på -0,182 samt -0,322 ligger relativt långt under gränsen på 0,8 vilket stärker antagandet att dessa inte kommer att ha någon betydande effekt för resultatet.

Variabel	VIF
Ln_SUM_EXT_INT	1,459
Ln_DIF_EXT_INT	1,351
Ln_SALES	3,400
Ln_SIZE	3,290
SALES GROWTH	1,017

Tabell 6: VIF-värde beroende variabeln mot oberoende och kontrollvariabler

4.3 Regressionsanalyser

Vi kommer att presentera regressionsanalyser som vi formulerade för att kunna testa våra hypoteser och genom detta besvara studiens syfte.

4.3.1 Regressionsmodell 1 - Hypotes 1

Hypotes 1: Ju mer externa och interna CSR-åtgärder som ett företag åtar sig (dvs. ju större summan av dessa är) desto högre är företagets marknadsvärde. Vi kommer som nämnt i 3.4.3 Multivariat analys att inte acceptera en högre signifikans än $P = 0,05$.

I modell 1 kommer vi att kontrollera om ökning av total CSR som ett företag åtar sig kommer att höja företagets marknadsvärde. Detta kontrollerar vi genom den beroende variabeln Tobin's Q och summan av våra oberoende variabel Ln_SUM_EXT_INT. Vi kan utläsa i tabell 7 koefficienten mellan vår beroende variabel TOBINS Q och vår

oberoende variabel Ln_SUM_EXT_INT samt våra angivna kontroll- och dummyvariabler.

Signifikansnivån på regressionsmodellen är $p < 0,01$ och koefficienten R^2 visar 0,397. Detta innebär att de oberoende variablerna förklarar 39,7 procent av variansen i den beroende variabeln TOBINS Q. Ln_SUM_EXT_INT har en koefficient på -0,028 vilket ger oss ett negativt samband vilket innebär att om summan av Ln_SUM_EXT_INT ökar, minskar TOBIN. Detta är på en signifikansnivå på $p < 0,10$ vilket blir signifikant på en relativt hög nivå. Detta innebär att vår hypotes 1 visas falsifierad enligt regressionsanalysen. Koefficienten visar på svaga negativa samband dock på en signifikansnivå på $p = 0,1$ vilket vi i kapitel 3 diskuterade var för högt för vårt valda urval. Detta då risken att dra en felaktig slutsats är för stor och vi väljer därför att förkasta hypotes 1.

Kontrollvariablerna SALES och SIZE visar en signifikansnivå $p < 0,01$ och SALES GROWTH visar $p < 0,05$ vilket innebär att det finns ett samband med TOBINS Q. SIZE har en negativ koefficient på -0,253 vilket innebär att när den ökar minskar TOBINS Q. De andra kontrollvariablerna SALES och SALES GROWTH har en positiv koefficient på 0,145 respektive 0,003 vilket innebär att när de ökar, ökar TOBINS Q. Då de är signifikanta inom vår valda gräns innebär det att vi kan dra slutsatsen att dessa påverkar TOBINS Q.

Vår analys tar även hänsyn till länder och branscher. I tabellen 7 kan vi se att sju av 17 länder har en signifikansnivå på $p < 0,01$, två länder har $p < 0,05$ och två har $p < 0,10$. Resterande sex länder saknar signifikans. Deras koefficient visar på elva positiva och sex negativa relationer. De tio branscher som är aktuella i studien visar åtta positiva koefficienter och för två branscher, Oil & gas samt Basic Materials, är det ett negativt samband. Signifikansnivån för fem branscher visar på $p < 0,01$, en bransch har $p < 0,05$ och fyra branscher, Oil & gas, Industrials, Telecom och Utilities, saknar signifikans.

4.3.2 Regressionsmodell 2 - Hypotes 2

Hypotes 2: Ju större skillnaden är mellan ett företags externa och interna åtgärder kopplade till CSR, desto lägre är marknadsvärdet.

I modell 2 kontrollerar vi om marknadsvärdet påverkas negativt, alltså blir lägre, desto större gapet är mellan extern CSR och intern CSR. Detta kontrollerar vi genom den beroende variabeln TOBINS Q och vår oberoende variabel Ln_DIF_EXT_INT. I tabell 7 utläser vi koefficienten mellan dessa samt våra kontroll- och dummyvariabler.

Signifikansnivån på regressionsmodellen är $p < 0,01$ och koefficienten R^2 visar 0,386. Detta innebär att de oberoende variablerna förklarar 38,6 procent av variansen i den beroende variabeln TOBINS Q. Ln_DIF_EXT_INT har en koefficient på - 0,061 vilket innebär att ökar skillnaden mellan extern och intern CSR, minskar TOBINS Q under förutsättning att övriga variabler är konstanta. Signifikansnivån på denna koefficient är $p > 0,1$ vilket innebär att den är icke signifikant. Detta innebär då att det finns en stor risk att vi drar fel slutsats vilket gör att vi inte kan förkasta eller verifiera Hypotes 2: Ju större skillnaden är mellan ett företags externa och interna åtgärder kopplade till CSR, desto lägre är marknadsvärdet.

Kontroll variablerna SALES och SIZE visar på signifikansnivån $p < 0,01$ och SALES GROWTH på $p < 0,05$ vilket är signifikant och tyder därmed på ett samband med TOBINS Q. SALES och SALES GROWTH har i denna modell ett svagt positivt samband med koefficienterna 0,112 respektive 0,003. Detta betyder att när SALES och SALES GROWTH ökar, ökar TOBINS Q. SIZE har en negativ koefficient på -0,240 vilket innebär att när SIZE ökar, minskar TOBINS Q.

I tabellen 7 modell 2 kan vi se att sex länder har en signifikansnivå på $p < 0,01$, tre stycken har $p < 0,05$ och två länder visar signifikans $p < 0,10$. Resterande sex länder visar ingen signifikans. Av dessa 17 länder visar sex länder på ett negativt samband och resterande 11 visar ett positivt samband. I branscherna finns det fem branscher som har en signifikansnivå på $p < 0,01$, en bransch $p < 0,05$ och de kvarvarande fyra branscherna, Oil & gas, Industrials, Telecom och Utilities visar inte på någon signifikans. Oil & gas samt Basic Materials är de enda två branscherna som tyder på negativt samband medan övriga åtta visar ett positivt samband.

	MODELL 1		MODELL 2	
	Koefficient	SE	Koefficient	SE
TOBINS Q (Constant)	2,994***	0,206	3,058***	0,215
Ln_SUM_EXT_INT	-0,028*	0,016	-	-
Ln_DIF_EXT_INT	-	-	-0,061	0,054
Ln_SALES	0,145***	0,028	0,112***	0,030
Ln_SIZE	-0,253***	0,028	-0,240***	0,030
SALES GROWTH	0,003**	0,001	0,003**	0,001
AUSTRIA	-0,234	0,131	-0,211	0,131
BELGIUM	0,292**	0,092	0,313**	0,094
DENMARK	0,054	0,182	0,070	0,182
FINLAND	0,349***	0,073	0,368***	0,076
FRANCE	-0,234***	0,043	-0,205**	0,045
GERMANY	0,162**	0,054	0,171**	0,056
GREECE	-0,180	0,110	-0,154	0,113
HUNGARY	0,485*	0,196	0,452*	0,197
ITALY	0,009	0,053	-0,014	0,055
NETHERLANDS	0,439***	0,079	0,448***	0,081
NORWAY	0,562***	0,139	0,494***	0,140
POLAND	-0,214*	0,101	-0,265*	0,112
PORTUGAL	-0,052	0,100	-0,154	0,103
SPAIN	0,271***	0,053	0,257***	0,056
SWEDEN	1,348***	0,112	1,278***	0,125
SWITZERLAND	0,763***	0,080	0,762***	0,081
TURKEY	-0,028	0,075	0,016	0,082
Oil & Gas	-0,061	0,059	-0,044	0,061
Basic Materials	-0,359***	0,069	-0,272***	0,073
Industrials	0,057	0,060	0,039	0,062
Consumer Goods	0,248***	0,054	0,225***	0,055
Health care	0,841***	0,076	0,861***	0,076
Consumer services	0,383***	0,071	0,504***	0,077
Telecom	0,131	0,086	0,117	0,091
Utilities	0,009	0,065	0,099	0,067
Financials	0,284**	0,083	0,286**	0,088
Technology	0,458***	0,082	0,577***	0,099
R ²	0,397		0,386	
Adj. R ²	0,381		0,362	
F	23,992		25,922	
Sign.	0,000		0,000	
N	1470		1470	

*** Korrelationen är signifikant på 0,01-nivån

** Korrelationen är signifikant på 0,05-nivån

* Korrelationen är signifikant på 0,10-nivån

Tabell 7: Regressionsanalys

TOBINS Q = Marknadsvärdet. *Ln_SUM_EXT_INT* = Summan av extern och intern CSR. *Ln_DIF_EXT_INT* = Differens mellan extern och intern CSR. *Ln_SALES* = $\ln(\text{totala netto försäljningen})$ *Ln_SIZE* = Företagets storlek beräknat på $\ln(\text{totala tillgångar})$. *SALES GROWTH* = Procentuella försäljningstillväxten som är beräknad från år till år. Länder *AUSTRIA, BELGIUM, DENMARK, FINLAND, FRANCE, GERMANY, GREECE, HUNGARY, ITALY, NETHERLANDS, NORWAY, POLAND, PORTUGAL, SPAIN, SWEDEN, SWITZERLAND* och *TURKEY*. Branscherna *Oil & Gas, Basic materials, Industrials, Consumer goods, Health care, Consumer services, Telecom, Utilities, Financials* och *Technology*.

5. Diskussion

I diskussionskapitlet kommer vi att diskutera resultaten från våra multivariat regressionsanalyser som i samband med vår återkoppling till teorin kommer att besvara vårt syfte.

5.1 Sambandet mellan totalen av extern och intern CSR och marknadsvärdet

Vi har genom flera analyser testat vår första hypotes: Ju mer externa och interna CSR åtgärder som ett företag åtar sig (dvs. ju större summan av dessa är) desto högre är företagets marknadsvärde. Ln_SUM_EXT_INT är måttet för summan av de externa och interna CSR åtgärderna och TOBINS Q som mått för företagets marknadsvärde. Resultatet vi fått fram av korrelationen och regressionsanalysen visar låga negativa värden vilket innebär ett svagt negativt samband. Signifikansnivån på regressionsanalysen ligger på $p < 0,1$ vilket innebär att den, enligt Bryman och Bell (2017), kan användas som signifikant. Dock valde vi som diskuterat under avsnitt 3.4.3. multivariat analys samt 4.3 Regressionsanalys *Hypotes 1* att förkasta denna hypotes till följd av risken för en felaktig slutsats.

Våra resultat går delvis emot tidigare forskning som visar att om extern CSR och intern CSR är väletablerade har de tillsammans en positiv inverkan på marknadsvärdet (Hawn & Ioannou, 2016). Dock visar Margolis och Walsh (2003) litteraturstudie att det finns ett flertal studier där negativa samband samt icke signifikanta samband funnits i studier när CSR som helhet har satts mot marknadsvärdet. Detta stämmer in med Fauzis (2009) studie som genomfördes i USA som fick ett icke signifikant resultat mellan total CSR och marknadsvärde. Liao et al. (2018) fann i sin studie ett negativt samband mellan CSR och marknadsvärde. En studie som genomfördes i Sri Lanka visade att företag igenom snitt investerar mer i extern CSR än i intern CSR (Habaragoda, 2017). Dock genomfördes denna studie endast vid ett tillfälle och med en extern CSR och en intern CSR variabel. Därför är dessa studier inte helt jämförbara med vår studie, som diskuterat i kapitel 2 och 3, eftersom vi har valt sex olika externa samt interna CSR som tidigare inte studerats i den sammansättningen som i variabler för vår studie.

Tidigare studier (Malik, 2015; Adamska & Dabrowski 2016; Siltaoja, 2006) har konstaterat att företagets rykte, inställning till hållbarhet och kommunikationen runt deras syn på detta påverkar marknadsvärdet. Hawn och Ioannou (2016) kom i sin studie fram till att detta även kan påverkas av företagets fördelning mellan extern CSR och intern CSR. Även Habaragoda (2017) påpekar att fördelningen kan ha betydelse för företagets image. Hawn och Ioannou (2016) hade dock baserat sin studie på flera länder från olika kontinenter, och Habaragoda (2017) i endast Sri Lanka. Vilket, som tidigare diskuterats, gör de mindre jämförbart med vår studie till följd av skillnaderna på redovisningen och institutionella olikheter mellan kontinenterna (Leblond, 2011). Detta gör att skillnaderna i resultaten i vår studie jämfört med deras kan bero på den geografiska avgränsningen men även valet av CSR-variabler har en påverkan. Detta är ett problem vid studier gällande CSR, tydliggör Waddock och Graves (1997), att dess många definitioner i olika studier och det flertalet tillgängliga variabler gör det problematiskt att jämföra studier med varandra. I vår studie innebär detta att vårt val av variabler delvis kan förklara det negativa sambandet. Detta då våra variabler inte ger en helhetsbild samt att dessa har olika prioriteringar inom olika företag och därför finns risken att de inte ger en rättvis bild. Företagen lägger prioriteringar på de CSR-åtgärderna som de anser viktigast samt att de olika åtgärderna tar tid att implementeras. Detta innebär att våra valda variabler kan vara en icke prioriterad variabel alternativt att vissa av dessa åtgärder tidsmässigt inte hunnit ikapp vilket gör att effekten kan utebli. Vårt resultat kan därför påverkas av våra variabler jämfört med tidigare studier.

Berrone et al. (2009) menar att institutionella teorin handlar om hur företagen under press utifrån blir allt mer homogena vilket påverkar att allt fler företag väljer att agera inom CSR. Detta görs för att ha förmågan att stå emot konkurrenter men även för att bli attraktivare för investerare. Detta påverkas även av intressentteorin menar Saeidi et al. (2015) då det är intressenternas påtryckningar som påverkar företagets förändringar i deras agerande. Detta bildar även ett samband mellan CSR och marknadsvärdet då företagets kommunikation påverkar intressenternas syn på företaget. Att vi erhöll ett negativt samband kan även förklaras av den institutionella teorin. Intressenterna kräver att företag satsar på CSR på ett trovärdigt och transparent sätt (Eccles et al, 2014) vilket skapar ett allt mer homogent företagsklimat. Det leder till att det blir lättare att imitera varandra samtidigt som intressenterna skapar press för företagen att anpassa sig till övriga företag vilket minskar möjligheten att utmärka sig gentemot konkurrenter.

Skillnaderna mellan företagen blir därför mindre. Detta menar vi kan påverka att intressenter inte ser företagets CSR-handlingar, i jämförelse med konkurrenternas, som något mervärde då de ser det som att alla större företag gör det. Intressenterna anser därmed inte att företaget är värda mer på grund av deras CSR-engagemang.

Kommunikation är ett värdefullt verktyg för företagen för att informera intressenterna om deras ståndpunkter och åtgärder. Det är detta som intressenterna delvis baserar sina tankar och värderingar av företagen på. Hur företagen väljer att fördela och prioritera sin CSR mellan externa och interna handlingar är också en del av kommunikationen. Att satsa mer på CSR har tidigare visat sig vara positivt dock anser vi att detta kan ha mer med kommunikationen att göra än själva handlingarna. Även om årsredovisningarna och flertalet rapporter är allmänna handlingar finns det viss problematik för konsumenterna att urskilja företagets faktiska handlingar då de inte alltid reflekteras i rapporter eller årsredovisningen. Detta innebär att företagen behöver en konkret kommunikation gällande hur de utför sina handlingar och varför. Vi anser att företagen behöver en balans mellan sina CSR-handlingar och kommunikationen kring dessa för att få ut mest av sitt engagemang. Samt att i ett allt mer homogent samhälle behöver företagen utmärka sig genom extern eller intern CSR. Intressenterna förväntar att företagen vidtar de vanligaste åtgärderna och reagerar därför främst på de mer extravaganta handlingarna. Detta innebär att våra valda variabler påverkar resultatet till följd av att de är en del av de vanliga åtgärderna som inte får samma bearbetning och ekonomisk prioritering.

Även om EU har lagstiftat en del av hållbarhetsredovisningen (EU-lex., 2014) ser vi ett flertal skillnader mellan länder och branscher. Detta kan delvis bero på fördelningen av branscher i respektive land, en del branscher har en större påverkan och därmed större krav i förhållande till de med mindre påverkan. Branscher som belastar miljön mer än övriga, som till exempel Basic materials samt Oil & Gas, har sedan tidigare i några av våra studieländer varit lagreglerade gällande miljön (Vukić et al., 2017). Skillnader mellan de europeiska länderna i vår studie kan förklaras av att alla länder i Europa inte har samma förutsättningar trots att de kan anses vara trygga länder som ligger i tiden. Samhällsuppbyggnaden och ekonomin har en påverkan på företagets sätt att agera men även befolkningen och intressenterna påverkar. Detta medför då att skillnader uppstår i

vad företagen fokuserar på och vilka externa och interna åtgärder som görs och hur de formas.

Då vår studie utgår från en tidsperiod där majoriteten av åren inte omfattar EU:s lagstiftning angående hållbarhetsrapportering kan de regler som då rådde i respektive land påverka redovisning och därmed den data som vi haft tillgång till. Under denna tidsperiod hade flertal länder och branscher regler och lagar för vissa delar av antingen redovisningen eller agerandet vilket gör att intressenter börjar ställa krav på övriga företag som inte hunnit ställa om sin hållbarhetsredovisning. Vi menar att det å ena sidan är viktigt att företag behöver fylla minimikraven för alla olika externa och interna CSR aktiviteter då dagens intressenter är medvetna om CSR och miljöpåverkan. Men å andra sidan behöver dom också välja någon eller några CSR aspekter att satsa lite extra på för att i långa loppet behålla sin legitimitet.

5.2 Sambandet mellan skillnaden av extern och intern CSR och marknadsvärdet

Vi har genom ett flertal analyser testat vår andra hypotes: Ju större skillnaden är mellan ett företags externa och interna åtgärder kopplade till CSR, desto lägre är marknadsvärdet. $\ln_DIF_EXT_INT$ är måttet för skillnaden mellan de externa och interna CSR åtgärderna och TOBINS Q som mått för företagets marknadsvärde. Vi har för hypotes 2 fått svaga negativa resultat för både korrelationsanalysen och regressionsanalysen. Detta innebär att när skillnaden mellan extern CSR och intern CSR ökar, minskar marknadsvärdet. Detta negativa samband behöver vi däremot förkasta till följd av signifikansnivån på $p > 0,1$. Detta innebär att hypotes 2, även den, varken blir bekräftad eller förkastad.

Vår studie visar att sambandet mellan CSR och marknadsvärdet saknar signifikans i enhet med Fauzis (2009) studie. Andra tidigare studier (Hawn & Ioannou, 2016) har visat att om extern CSR och intern CSR får en ojämn fördelning kan det påverka företagets marknadsvärde negativt vilket vår studie visar en svag indikation på. I regel gör företag mer interna än externa CSR åtgärder dock är det på lång sikt gynnsamt för företagen att ha en välanpassad extern CSR (Eccles et al., 2014). Däremot finns även

tidigare studier som visat att företag satsar mer i extern än intern CSR (Royle, 2005). Gapet mellan extern CSR och intern CSR menar MacLean och Behnam (2010) kan påverka företagets legitimitet och därmed även företagets rykte bland intressenter. De menar att enligt institutionellteori får den externa CSR:en mer betydelse för företaget än den interna CSR:en bara för att öka extern legitimitet. Detta skapar då en ojämn fördelning som ses som en fasad för att dölja företagets mindre bearbetade interna CSR. Detta kan då av utomstående ses som så kallad greenwashing (ibid.) och ger då ett dåligt rykte för företaget.

En tänkbar förklaring till att vi inte fick signifikant resultat angående gapet mellan extern och intern CSR, är att inom de kontinentaleuropeiska länder finns skillnader som inte kommit fram i tidigare studier där man oftast har genomfört undersökningen med CSR som helhet (Margolis et al., 2009). Dessa skillnader mellan länderna kan förklaras av de olika ekonomiska utgångspunkterna samt de olika samhällssynerna. Även om EU har lagstadgat viss redovisning är det fortfarande företagen som prioriterar och bestämmer till stor del själv hur de gör.

Intressentteorin spelar en stor roll i dagens institutionella teori, eftersom företag idag har påtryckningar utifrån att agera ansvarsfullt (Eccles et al., 2014; Cheng et al., 2014). Detta då intressenternas krav på företagen och deras sätt att bemöta kraven kan påverka hur värdefullt företaget anses vara (Eccles et al., 2014). Dessa teorier har en inverkan på företagen och deras sätt att kommunicera med intressenterna som i sin tur påverkar marknadsvärdet. Vår tolkning är att intressenterna kräver att företagen satsar på CSR och att företagen svarar på intressenttryck genom att satsa mer på just den CSR åtgärden, antingen extern eller intern, som precis då är aktuell i det landet man är verksam i. Därför gäller det att företag för legitimitetens och för överlevnads skull håller sig ajour vilka CSR åtgärder som är de viktiga att investera i eftersom det på grund av de ekonomiska orsakerna inte går att satsa på dem alla samtidigt. En väl bearbetad och kommunicerad CSR anses därför ha en större betydelse för intressenter än flertalet dåligt fokuserade CSR-handlingar.

CSR används idag som en strategi för att påverka bilden av företaget, då CSR tillsammans med ett gott rykte och en positiv bild av företaget är ett sätt att påverka marknadsvärdet både ekonomiskt och som varumärke (El Ghoul et al., 2011; Yoon &

Chung, 2018). Dock behöver detta vara tydligt kommunicerat för att göra intressenterna medvetna om vad företaget står för och vad de gör (Johnstone, 2018). Extern CSR kan vara svår att identifiera om man som intressent inte är insatt i företagets verksamhet. Detta till följd av att marknadsföring är en del av extern CSR som används vid kommunikation om företagets engagemang inom donationer och egna projekt inom miljön och samhället. Dessa kan även användas som en förklaring till företagets prissättning, val av material eller samarbeten. Intern CSR kan som utomstående vara svår att identifiera, då detta sker inom företagets inre organisation. Dock ses intern CSR som viktig då medarbetarnas hälsa och anställdas arbetsvillkor ingår där. Särskilt i stora företag med produktioner eller involveringar i länder, främst fattiga, kan detta vara en viktig fråga. Negativa avslöjande, som exempelvis dåliga arbetsförhållanden, kan påverka intressenters förtroende och företagets legitimitet. Därför är det viktigt för företagen att ha en stabil och väletablerad grund inom intern CSR. Våra resultat kan visa positivt till följd av att företagen lägger mer energi på en del av CSR, extern eller intern, som en strategi för att utmärka sig i det allt mer homogena företagsklimatet. Detta skapar därmed ett intresse för utomstående som anses tillräckligt för att stötta och investera i företaget.

Att vår hypotes två visade ett negativt samband desto större skillnader mellan extern och intern CSR, anser vi visar att fördelningen av CSR kan påverka marknadsvärdet. Dock tyder korrelationen att detta inte påverkar i någon stor utsträckning. Fördelningen mellan extern och intern CSR påverkar till viss del förtroendet för företaget. Även om vi i denna studie ser att ökad skillnad mellan extern och intern CSR ger en negativ påverkan på marknadsvärdet är den minimal. Vi anser därför att företagets kommunikation av dessa CSR-åtgärder och intressenternas krav och förväntningar på företagen har en större påverkan. Skulle denna skillnad mellan extern och intern CSR dock vara större anser vi att CSR fördelningen är en påverkande faktor. Är skillnaderna mellan extern och intern CSR däremot inte avsevärt stora anser vi att det främst är kommunikationen och intressenternas krav på företagen som är den förklarande faktorn. Vi anser att sambandet förklaras med att det är främst de pågående trender inom CSR samt samhället och kommunikationen med omvärlden som till största del påverkar marknadsvärdet. Har det framkommit negativ information angående företagets CSR kan detta även påverka mer än alla de positiva CSR-handlingar på grund av att intressenter förväntar sig en viss standard. Detta påverkar även intressenternas tillit till

företaget och kan skapa högre krav angående transparens och bättre CSR än den som sker idag.

6. Slutsats

I detta kapitel kommer vi att redogöra för studiens slutsatser samt bidrag. Vi kommer även att diskutera studiens begränsningar och förslag till framtida forskning.

6.1 Studiens Slutsats

Syftet med denna studie var att förklara hur företagets marknadsvärde förändras om gapet mellan externa och interna CSR-åtgärder ökar eller minskar. Meningen var därmed att se om skillnaderna mellan hur företagen fördelar sina resurser mellan extern och intern CSR påverkar marknadsvärdet. Tidigare studier har undersökt om det finns samband mellan CSR och företagets marknadsvärde. Dessa studier har visat varierande resultat, med negativt samband (Liao et al., 2018) eller där samband inte kan tydas (Fauzi, 2009), men mestadels har studierna visat ett positivt samband (Gao et al., 2016; Malik, 2015; Saeidi et al., 2015). Dessa studier har dock undersökt sambandet mellan CSR i avseende som helhet och företagets marknadsvärde och dessa studier är också främst gjorda i USA vilket innebär institutionella och redovisningsskillnader. Däremot har det saknats studier där påverkan på marknadsvärdet har undersökts med separerade externa CSR och interna CSR variabler (Habaragoda, 2017). En tidigare studie har undersökt hur förändring i gapet mellan externa och interna CSR åtgärder påverkar företagets marknadsvärde (Hawn & Ioannou, 2016). Deras studie genomfördes i flertal länder från flera kontinenter. Vi har därmed på grund av det forskningsgap som funnits fokuserat vår studie på europeiska företag.

Resultat från vår studie ger en svag indikation att om skillnaderna mellan extern och intern CSR ökar, minskar företagets marknadsvärde. Detta innebär att vårt resultat indikerar liknande samband som tidigare studie (Hawn & Ioannou, 2016). Dock eftersom sambandet är svagt och icke signifikant finns det antydning till att de kulturella skillnader som finns mellan europeiska länder (Maurer et al., 2011; Kumar, 2017) tyder på att olika intressenter har olika mycket makt i olika europeiska länderna och att i vår studie jämnar extern och intern CSR nästan ut varandra. Det kan antyda att det å ena sidan är viktigt att företag uppfyller minimikraven för alla olika externa och interna CSR aktiviteter då dagens intressenter är medvetna om CSR och miljöfrågor. Men å andra sidan behöver de också välja någon eller några CSR aspekter att koncentrera på för att i långa loppet behålla sin legitimitet. Vi har även kommit fram till slutsatsen att skillnaderna mellan extern CSR och intern CSR behöver vara relativt stora för att

påverka marknadsvärdet. Detta kan tolkas som att det är främst intressenternas krav och företagets kommunikation kring deras CSR-handlingar som påverkar marknadsvärdet och inte i första hand fördelning mellan CSR.

6.2 Studiens teoretiska och praktiska bidrag

Vår studie lämnar ett teoretiskt bidrag och fyller ett forskningsgap eftersom den är den första att enbart studera hur relationen mellan extern och intern CSR kan påverka marknadsvärdet i Europa. Det har gjorts liknande studier (Habaragoda, 2017; Hawn & Ioannou, 2016) men dessa har då haft andra geografiska områden däribland USA. USA och Europa skiljer sig genom dels deras redovisning regelverk men även lagar angående vad som ska redovisas (Leblond, 2011). Detta gör att tidigare studier haft svårigheter att generaliseras till Europa. Vi bidrar också till företagsekonomisk forskning med vår unika kombination av sex externa samt sex interna CSR-åtgärder och hur skillnader dem emellan påverkar företagets marknadsvärde. Vår studie bidrar därmed till forskningslitteraturen i Europa med att förklara hur förhållandet och förändring mellan extern och intern CSR påverkar marknadsvärdet.

Vår studie lämnar även ett praktiskt bidrag till företag att beroende på institutionellt sammanhang de är verksamma i, kan det ha påverkan hur resurser behöver fördelas mellan extern CSR och intern CSR för att maximera marknadsvärdet. Detta eftersom kulturella skillnader har påverkan på vad som anses vara den optimala fördelningen mellan extern och intern CSR och företagets marknadsvärde (Maurer et al., 2011; Kumar, 2017). Vi vill att företagen förstår att de kan behöva planera i högre grad än tidigare hur de rent praktiskt satsar sina resurser i de olika externa och interna CSR områden, samt att dessa redovisas på ett transparent sätt. På senare tid har intresset för CSR ökat ännu mer hos allmänheten, och företag behöver för sin överlevnads skull aktivt planera hur de kan behålla sin legitimitet hos sina intressenter. Vi vill lyfta fram att företag noggrant med transparens behöver planera och genomföra externa och interna CSR-åtgärder för att undvika att bli anklagade för greenwashing (MacLean & Behnam, 2010).

6.3 Studiens trovärdighet och giltighet

Studien som vi har utfört bygger på tidigare relevant forskning vilket skapar ett kumulativt utfall. De analysmetoder vi använder är både beprövade samt använda i tidigare studier vilket stödjer att vår studie är trovärdig och giltig. Däremot är det tänkbart att våra val av externa och interna CSR variabler har påverkat resultatet och att val av andra variabler hade visat ett annat resultat. Vår data är hämtat från en betrodd sekundär databas, Thomson Reuters. Deras data baseras på företagens egna rapporter vilket innebär att den är objektiv och tillförlitlig.

I denna studie fanns inte möjlighet till ett slumpmässigt urval som anses bättre i generalisering för en population. Detta eftersom ett slumpmässigt urval anses representera populationen på ett bättre sätt (Bryman & Bell, 2017). Vårt urval minskade under datainsamlingen till följd av en större mängd saknad data och ledde slutligen till 147 företag. Vi anser dock att vår studie ändå är tillförlitlig och kan generaliseras då många av företagen som föll bort tidigt i urvalet saknade data helt för våra valda variabler. Detta betyder då att vårt urval representerar de företag som agerar inom CSR under den valda tidsperioden och ger en rättvis bild

6.4 Studiens begränsningar och förslag till framtida forskning

En begränsning i vår studie beror på att tidigare studier definierar begreppet CSR varierande (Galant & Cadez, 2017) och att olika variabler används. Trots att vår egen definition och sammansättning av extern CSR och intern CSR är unik, skapar det också begränsning med exakt jämförelse mellan tidigare studier (Hawn & Ioannou, 2016, Habaragoda, 2017) och även vid eventuella framtida studier där manuell separering av extern och intern CSR skapas av forskaren.

En annan begränsning anser vi är det stora bortfallet, vilket dels beror på det långa tidsintervallet på tio år, dels att vi valde sammanlagt tolv externa och interna CSR variabler. Det kan vara lämpligt att undersöka kortare tidsintervall med färre variabler. Att vi endast har använt sekundärdata med börsnoterade företag innebär begränsning då vi inte har full kontroll över datakvaliten (Bryman & Bell, 2017).

Företagsform är också en begränsning i vår studie. Då Thomson Reuters endast tillhandahåller data från börsnoterade företag är det denna företagsform som vår studie kan generaliseras på. McWilliams och Siegel (2001) menar att större företag oftare

satsar mer inom CSR än vad mindre företag gör. Vår tolkning är att större företaget har mer resurser att använda till detta vilket innebär vårt resultat hade kunnat ge ett annat svar med en studie av mindre företag.

Den tid vi haft till vårt förfogande i denna studie har också varit en begränsning som kan ha viss påverkan. Vi har inte haft möjlighet att analysera alla våra CSR-variabler separat för att undersöka hur dessa enskilt påverkar resultatet. Med tillgång till mer tid hade vi kunnat påverka den saknade datan. Vi hade då kunnat söka i företagens egna redovisnings protokoll och fyllt i den saknade datan samt kontrollera datan till övriga variabler.

Vi har i vår studie haft syfte att förklara hur företagens marknadsvärde påverkas om gapet mellan externa och interna CSR-åtgärder ökar eller minskar. Vi har genomfört vår studie i börsnoterade företag i kontinentaleuropa. För framtida studier kan jämförelse mellan olika kontinenter vara av intresse för att undersöka skillnader mellan olika världsdelar då det finns kulturella skillnader som kan påverka fördelningen inom olika delar av CSR och marknadsvärdet (Maurer et al., 2011; Kumar, 2017). Det skulle även vara intressant att genomföra studien i hela världen. Andra företagsformer hade också varit intressant att studera inom sambandet mellan CSR och marknadsvärde då vår studie samt många tidigare studier endast täcker börsnoterade företag. Under senaste par åren har miljö- och samhällsfrågor blivit ännu mer aktuella än tidigare och därför skulle det även vara av intresse att göra liknande studie vid ett senare tillfälle och jämföra ifall resultaten skiljer sig. Man kan även vid ett senare tillfälle, till följd av att CSR redovisning blir allt mer lagstyrt i flera länder, ha tillgång till mer data. Detta ger då även möjligheten att fördjupa sig i ämnet och dess skillnader.

7. Källförteckning

Adamska, A., & Dabrowski, T. J. (2016). Do Investors Appreciate Information about Corporate Social Responsibility? Evidence from the Polish Equity Market. *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, 27(4), 364–372.

Belenzon, S., (2012). Cumulative innovation and market value: evidence from patent citations. *The Economic Journal*, 122 (559) 265-285. doi: 10.1111/j.1468-0297.2011.02470.x

Berrone, P., Gelabert, L., & Fosfuri, A. (2009). The impact of symbolic and substantive actions on environmental legitimacy. *IESE Business School Working Paper WP-778*. Hämtad från: <http://hdl.handle.net/10016/6736>

Binär. (2019). I *Nationalencyklopedin*. Hämtad 9 april, 2019, från: <https://www-ne-se.eu1.proxy.openathens.net/uppslagsverk/encyklopedi/lang/binär>

Borg, E., & Westerlund J. (2012). *Statistik för beteendevetare*. Malmö: Liber

Bryman, A., & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Upplaga 3. Stockholm: Liber.

Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *The Academy of Management Review*, 32(3), 946-967. <https://www.jstor.org/stable/20159343>

Chen, S., & Bouvain, P. (2009). Is Corporate Responsibility Converging? A Comparison of Corporate Responsibility Reporting in the USA, UK, Australia, and Germany. *Journal of Business Ethics*, 87, 299-317. doi: 10.1007/s10551-008-9794-0

Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23, doi: 10.1002/smj.2131

Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085 – 1142. doi: 10.1111/j.1475-679X.2008.00306.x

Deegan, C., & Unerman, J. (2011). *Financial Accounting Theory*. Second European Edition. Maidenhead: McGrawHill Education

De Geer, H., Borglund, T., & Frostenson, M. (2009). Reconciling CSR with the role of the corporation in welfare states: the problematic Swedish example. *Journal of Business Ethics*, 89(3), 269-283. doi: 10.1007/s10551-010-0393-5

De Veaux, R. D., Velleman, P. F., & Bock, D. E. (2016). *Stats Data and Models*. Fourth edition. Pearson Education Limited: Harlow

Dewing, I. P., & Russell, P. O. (2004). Accounting, auditing and corporate governance of European listed countries: EU policy developments before and after Enron. *Journal of Common Market Studies*, 42(2): 289–319. doi: 10.1111/j.1468-5965.2004.00489.x

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100. doi: 10.2308/accr.00000005

DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160. doi: 10.2307/2095101

Djurfeldt, G., & Barmark, M. (2009). *Statistisk verktygslåda 2 - multivariant analys*. Lund: Studentlitteratur.

Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O. (2010). *Statistisk verktygslåda 1 - Samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur.

Du, S., Bhattacharya, C., & Sen, S. (2010). Maximizing business returns to corporate social responsibility (CSR): the role of CSR communication. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 8–19. doi: 10.1111/j.1468-2370.2009.00276.x

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. doi: 10.1287/mnsc.2014.1984

Ejvegård, R. (2007). *Vetenskaplig metod*. Upplaga 3:5. Lund: Studentlitteratur.

El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. (2011). Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?. *Journal of Banking and Finance*. 35(9), 2388-2406. doi. 10.1016/j.jbankfin.2011.02.007

Eliasson, A. (2018). *Kvantitativ metod från början*. Upplaga 4:1. Lund: Studentlitteratur.

Eriksson, L. T. (2018). *Kritiskt tänkande*. Upplaga 3. Stockholm: Liber.

EUR-Lex. (2014). *EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2014/95/EU*. Hämtad 2019-02-18, från <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?uri=celex:32014L0095>

Farooq, S.U. Ullah, S., & Kimani, D. (2015). The Relationship between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure: Evidence from the USA. *Abasyn Journal of Social Sciences*, 8(2), 197-212.

Fauzi, H. (2009). Corporate Social and Financial Performance: Empirical Evidence from American Companies. *Globsyn Management Journal*, 3(1), 25-34.

Fligstein, N. (1985). The spread of the multidivisional form among large firms, 1919–1979. *American Sociological Review*, 50(3), 377–391. doi: 10.2307/2095547

Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88–106. doi: 10.2307/41165018

FTSE. (2012). *Icb Industry Classification Benchmark. Industry Structure and Definitions*. Hämtad 2019-04-07 från https://www.ftse.com/products/downloads/ICBStructure-Eng.pdf?_ga=2.175762658.1127733013.1547627111-1955036136.1544515860

Galant, A., & Cadez, S. (2017). Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 676-693, doi: 10.1080/1331677X.2017.1313122

Gao, F. Dong, Y. Ni, C., & Fu, R. (2016). Determinants and Economic Consequences of Non-financial Disclosure Quality. *European Accounting Review*, 25(2), 287–317. doi: <http://dx.doi.org/10.1080/09638180.2015.1013049>

Gupta, N., & Sharma, N. (2016). The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Employee Engagement and Its Linkage to Organizational Performance: A Conceptual Model. *The IUP Journal of Organizational Behavior*, 15(3), 59-75.

Habaragoda, B. S. (2017). Interplay between Internal and External Corporate Social Responsibility. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 4(10), 1040–1048.

Hartman, J. (2004). *Vetenskapligt tänkande från kunskapsteori till metodteori*. Lund: Studentlitteratur.

Hartwig, F. (2018). *Redovisningsteorins grunder*. Lund: Studentlitteratur AB.

Hawn, O., & Ioannou, I. (2016). Mind the gap: The interplay between external and internal actions in the case of corporate social responsibility. *Strategic Management Journal*, 37(13), 2569-2588. doi: 10.1002/smj.2464

Helfat C. (1994). Evolutionary trajectories in petroleum firm R&D. *Management Science*, 40(12), 1720–1747. doi: 10.1287/mnsc.40.12.1720

Henry, E., Lin, S., & Yang, Y.-W. (2009). The European-U.S. "GAAP Gap": IFRS to U.S. GAAP form 20-F reconciliations. *Accounting Horizons*, 23 (2): 121–150. doi: 10.2308/acch.2009.23.2.121

Ho, C. W. (2017). Does practicing CSR makes consumers like your shop more? Consumers-retailer love mediates CSR and behavioral intentions. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 14(12), 1558- 1572. doi: 10.3390/ijerph14121558

Holme, I. M., & Solvang, B. K. (1997). *Forskningsmetodik om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur.

Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting: Evidence from four countries. *Harvard Business School Research Working Paper No. 11-100*. Hämtad från Semantic Scholar: <https://pdfs.semanticscholar.org/94ef/6302174296317f0c5e35be77fc1d57d14631.pdf>

Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of international business studies*, 43(9), 834-864. doi: 10.1057/jibs.2012.26

Jin, L. I., & He, Y. (2018). How the frequency and amount of corporate donations affect consumer perception and behavioral responses. *Journal of the Academy of Marketing Science*. 46(6), 1072–1088. doi: 10.1007/s11747-018-0584-7

Johnstone, L. (2018). Environmental management decisions in CSR-based accounting research. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(6), 1212 - 1222. doi:10.1002/csr.1632

Kumar, S. (2017). Corporate Social Responsibility (Triple Bottom Line); A Technology serves the company and Society. *International Journal of Recent Research Aspects*, 4(3), 118–125.

Leblond, P. (2011). EU, US and international accounting standards: a delicate balancing act in governing global finance. *Journal of European Public Policy*, 18(3), 443-461. doi: 10.1080/13501763.2011.551083

Lee, T. H., & Comello, M. L. (2019). Transparency and Industry Stigmatization in Strategic CSR Communication. *Management Communication Quarterly*, 33(1), 68–85. doi: 10.1177/0893318918807566

Lee, H., & Wong, B. Y. H. (2016). Ways to implement global financial initiatives of the G20 after the financial crisis: the enforcement roles of the BCBS and the IASB. *Law and Financial Markets Review*, 10(4), 193-200. doi: 10.1080/17521440.2017.1311557

Lenz, I., Wetzel, H. A., & Hammerschmidt, M. (2017). Can doing good lead to doing poorly? Firm value implications of CSR in the face of CSI. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(5), 677-697. doi:10.1007/s11747-016-0510-9

Liao, P.-C., Shih, Y.-N., Wang, Y., Wu, C.-L., & Zhang, X.-L. (2018). Does corporate social performance pay back quickly? A longitudinal content analysis on international contractors. *Journal of Cleaner Production*, *170* (1), 1328-1337. doi:10.1016/j.jclepro.2017.09.230

Liu, J. Y. (2018). An internal control system that includes corporate social responsibility for social sustainability in the new era. *Sustainability*, *10*(10). doi:10.3390/su10103382

Lo, S. F., & Sheu, H. J. (2007). Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?. *Corporate Governance: An International Review*, *15*(2), 345-358. doi: 10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x

Maas, K., Schaltegger, S., & Crutzen, N. (2016). Integrating corporate sustainability assessment, management accounting, control, and reporting. *Journal of Cleaner Production*, *136*, 237–248. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.05.008>

Malik, M. (2015). Value-enhancing capabilities of CSR: a brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics*, *127*(2), 419-438. doi: 10.1007/s10551-014-2051-9

MacLean T. L., & Behnam, M. (2010). The dangers of decoupling: the relationship between compliance programs, legitimacy perceptions, and institutionalized misconduct. *The Academy of Management Journal*, *53*(6), 1499–1520. <https://www.jstor.org/stable/29780268>

Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2009). *Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance*. March 1, 2009. Hämtat från: <http://ssrn.com/abstract=1866371>.

Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by *Business*. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268-305. doi: 10.2307/3556659

Maurer, C. C., Bansal, P., & Crossan, M. M. (2011). Creating economic value through social values: introducing a culturally informed resource-based view. *Organization Science*, 22(2): 432–448. doi: 10.1287/orsc.1100.0546

McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of management review*, 26(1), 117-127. <https://www.jstor.org/stable/259398>

Mory, L., Wirtz, B. W., & Göttel, V. (2016). Factors of internal corporate social responsibility and the effect on organizational commitment. *The International Journal of Human Resource Management*, 27(13), 1393–1425. doi: <http://dx.doi.org/10.1080/09585192.2015.1072103>

Moura-Leite, R. C., & Padgett, R. C. (2011) Historical background of corporate social responsibility. *Social responsibility journal*, 7(4), 528-539. doi: 10.1108/14471111111117511

Olsson, H., & Sörensen, S. (2011) *Forskningsprocessen*. Liber; Stockholm.

Raza, A., Ilyas, M. I., Rauf, R., & Qamar, R. (2012). Relationship between Corporate Social Responsibility (CSR) and Corporate Financial Performance (CFP): literature review approach. *Elixir Financial Management*. 46, 8404-8409.

Royle, T. (2005). Realism or idealism? Corporate social responsibility and the employee stakeholder in the global fast-food industry. *Business Ethics: A European Review*, 4(1). 42–55. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2005.00385.x>

Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P., & Saaeidi, S. A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), 341-350. doi:10.1016/j.jbusres.2014.06.024

Sanders, M. V. (2018). Market Value: what does it really mean?. *The Appraisal Journal*, 86(3), 206-219.

Schuler, D. A., & Cording, M. (2006). A corporate social performance–corporate financial performance behavioral model for consumers. *Academy of Management Review*, 31(3), 540-558. doi: 10.5465/AMR.2006.21318916

Siltaoja, M. E. (2006). Value Priorities as Combining Core Factors Between CSR and Reputation – A Qualitative Study. *Journal of Business Ethics*, 68(1), 91–111. doi:10.1007/s10551-006-9042-4

Sohlberg, B-M., & Sohlberg, P. (2013). *Kunskapens former – vetenskapsteori och forskningsmetod*. Stockholm: Liber

Stoney, C., & Winstanley, D. (2001). Stakeholding: Confusion or utopia? Mapping the conceptual terrain. *Journal of Management Studies*, 38(5), 603–626. <http://ir.library.carleton.ca/pub/18608>

Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463–490. doi: 10.1002/smj.820

Thurén, T. (2007). *Vetenskapsteori för nybörjare*. Malmö: Liber

Vukić, N. M., Vuković, R., & Calace, D. (2017). Non-financial reporting as a new trend in sustainability accounting. *Journal of Accounting & Management*, 7(2), 13-26.

Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319. doi: 10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G

Weaver, G. R., Trevino, L. K., & Cochran, P. L. (1999). Integrated and decoupled corporate social performance: management commitments, external pressures, and corporate ethics practices. *Academy of Management Journal*, 42(5), 539–552. doi: 10.2307/256975

Yin, R. K. (2015). *Fallstudier: design och genomförande*. Upplaga 1:5. Stockholm: Liber.

Yoon, B., & Chung, Y. (2018). The effects of corporate social responsibility on firm performance: A stakeholder approach. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 37, 89-96. doi: 10.1016/j.jhtm.2018.10.005

Zadek, S. (1999). Stalking Sustainability. *Greener management international, summer99* (26), 21-31.