



AKADEMIN FÖR UTBILDNING OCH EKONOMI
Avdelningen för ekonomi

ESG-betyg och aktievärde

En kvantitativ studie som undersöker sambandet mellan
ESG-betyg och aktievärde

Oskar Karlsson och Malin Printz

2023

Examensarbete, Grundnivå (kandidatexamen), 15 hp

Företagsekonomi

Ekonomiprogrammet

Examensarbete Företagsekonomi C

Handledare: Jan Svanberg

Examinator: Mats Landström

Förord

Vi vill inledningsvis tacka vår handledare Jan Svanberg för hans värdefulla vägledning och stöd under arbetets gång. Jans tillgänglighet för att besvara frågor samt dela kunskaper och erfarenheter har varit mycket uppskattad. Ett stort tack går också till våra kurskamrater för deras värdefulla tips och konstruktiva kritik under opponeringarna. Slutligen vill vi tacka alla som har stöttat och bidragit till vårt examensarbete.

Januari 2024

Malin Printz

Oskar Karlsson

SAMMANFATTNING

Titel: ESG-betyg och aktievärde: En kvantitativ studie som undersöker sambandet mellan ESG-betyg och aktievärde.

Nivå: Examensarbete på grundnivå (kandidatexamen) i ämnet företagsekonomi

Författare: Malin Printz och Oskar Karlsson

Handledare: Jan Svanberg

Datum: Januari - 2024

Syfte: Företagens hållbarhetsarbete har blivit ett aktuellt ämne på senare år. Denna studie baseras på tidigare forskning om hur ESG-betyg påverkar företagets aktievärde. Tidigare forskning har gett varierande resultat med både negativa och positiva samband, vilket har motiverat behovet av ytterligare undersökningar inom ämnet. Syftet med uppsatsen är att analysera hur ESG-poäng påverkar företagets aktievärdering.

Metod: Studien har en positivistisk utgångspunkt med ett objektivistiskt ontologiskt perspektiv. En deduktiv ansats har tagits där teori inom området prövas genom kvantitativ metod. Utifrån teori har en hypotes tagits fram som sedan prövas empiriskt med hjälp av datainsamling. I denna studie tillämpas en tvärsnittsdesign där en uppsättning mätbara data från flera företag samlas in vid en specifik tidpunkt. Empiriska data hämtades från 1800 europeiska företag för räkenskapsåret 2023 genom den sekundära databasen Refinitiv Eikon. Dataanalyser genomfördes via flertalet regressionsanalyser i statistikprogrammet SPSS.

Resultat & slutsats: Inget samband hittades mellan ESG-poäng och aktievärde. För att förklara studiens resultat gick stöd att finna i teorin om den Effektiva Marknads hypotesen.

Examensarbetets bidrag: Detta är en av få studier som använder P/E som mått för marknadsvärde i relation till ESG vilket kompletterar tidigare forskning som använt andra mått. Det finns inte så mycket forskning inom området då det utvecklats mycket på senare år. På så sätt kan denna studie bidra ytterligare. Det finns inte heller så många studier som utgått från data i sådan närtid. Denna forskning har utgått från data så sent som 2023 vilket är intressant för att se om det förändrats jämfört med tidigare år. Detta gör även studiens resultat mycket högaktuellt.

Förslag till fortsatt forskning: Använda ett annat mått för marknadsvärde, såsom Market to Book eller Tobins Q för att se om de fångar ett samband mellan ESG och aktievärde. Genomföra en longitudinell studie för att undersöka om sambandet mellan

ESG och aktievärde utvecklas över tid, särskilt med tanke på den långsiktiga effekten av hållbarhetsarbete. Utforska ESG-poängens påverkan på aktievärde över olika världsdelar för att bättre förstå hur geografisk kontext påverkar resultatet alternativt göra en djupare analys av resultaten inom varje land för att förstå hur nationella regleringar och marknadsförhållanden kan påverka sambandet. Sektorspecifika analyser för att undersöka om sambandet mellan ESG och aktievärde varierar över olika branscher.

Nyckelord: ESG, CSR, ESG-betyg, aktieavkastning, ESG-investeringar, hållbarhetsrapportering, aktieägarvärde, aktievärde och finansiell utveckling.

ABSTRACT

Title: ESG Ratings and Stock Value: A quantitative study examining the relationship between ESG ratings and stock value.

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

Author: Malin Printz and Oskar Karlsson

Supervisor: Jan Svanberg

Date: 2024 - January

Aim: Corporate sustainability has become a topical issue in recent years. This study builds on previous research examining how ESG ratings impact companies' stock values. Prior research has yielded varied results with both negative and positive correlations, motivating the need for further investigations in the field. The purpose of the thesis is to analyze how ESG scores influence companies' stock valuation.

Method: The study adopts a positivistic approach with an objectivist ontological perspective. A deductive approach is employed, testing theories within the field through quantitative methods. Based on the theory, a hypothesis is formulated and then empirically tested through data collection. The study utilizes a cross-sectional design, gathering measurable data from multiple companies at a specific point in time. Empirical data was obtained from 1800 European companies for the fiscal year 2023 through the secondary database Refinitiv Eikon. Data analyses were conducted using multiple regression analyses in the statistical software SPSS.

Result & Conclusions: No correlation was found between ESG scores and stock value. To explain the study's findings, support was found in the theory of the efficient market hypothesis.

Contribution of the thesis: One of the few studies using P/E as a measure of market value in relation to ESG, complementing previous research that utilized other metrics. There isn't much research in this area due to recent developments, making it valuable for contributing additional insights. Moreover, there aren't many studies based on such recent data, as this research relies on information as recent as 2023, providing an interesting perspective on potential changes compared to previous years. This also makes the study's results highly relevant.

Suggestions for future research: Explore alternative measures for market value, such as Market to Book or Tobins Q, to assess if they capture the relationship between ESG and stock value. Conduct a longitudinal study to examine if the connection between

ESG and stock value evolves over time, especially considering the long-term effects of sustainability efforts. Investigate the impact of ESG scores on stock value across different continents to better understand how geographical context influences the results or conduct a deeper analysis of the results within each country to understand how national regulations and market conditions may affect the correlation. Sector-specific analyses to explore whether the relationship between ESG and stock value varies across different industries.

Keywords: ESG, CSR, ESG ratings, stock returns, ESG investments, sustainability reporting, shareholder value, stock value, and financial development.

Innehållsförteckning

1.1 INLEDNING	1
1.1 INTRODUKTION	1
1.2 BAKGRUND OCH PROBLEMDISKUSSION	2
1.3 SYFTE	4
1.3.1 Frågeställning	4
1.4 AVGRÄNSNING.....	4
2. TEORI	5
2.1 ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE (ESG).....	5
2.2 ESG-BETYG	6
2.3 INTRESSENTTEORIN.....	7
2.4 LEGITIMITETSTEORIN.....	9
2.5 PRINCIPAL-AGENTTEORIN.....	10
2.6 EFFEKTIVA MARKNADS HYPOTESEN (EMH)	11
2.7 AKTIEVÄRDERING.....	12
2.7.1 Price Earnings.....	12
2.7.2 Beta.....	13
2.7.3 Skuldsättningsgrad	13
2.7.4 Totala tillgångar.....	14
2.8 HYPOTESFORMULERING.....	15
3. METOD	16
3.1 VETENSKAPSTEORETISK UTGÅNGSPUNKT	16
3.2 LITTERATURSTUDIE	16
3.3 DATAINSAMLINGSMETOD	17
3.4 URVAL OCH BORTFALL	18
3.5 OPERATIONALISERING	20
3.5.1 Beroende och oberoende variabler	21
3.5.2 Kontrollvariabler och Dummyvariabler.....	21
3.6 DATAANALYS	22
3.6.1 Frekvensmodell.....	23
3.6.2 Korrelationsmodell.....	23

3.6.3 Regressionsmodell.....	23
3.7 KVALITETSKRITERIER.....	24
3.7.1 Reliabilitet	24
3.7.2 Validitet	24
3.7.3 Replikerbarhet	25
4. RESULTAT.....	26
4.1 DESKRIPTIV STATISTIK.....	26
4.1.1 Frekvensanalys	26
4.1.2 Korrelationsanalys	27
4.1.3 Regressionsanalys	28
5. RESULTATDISKUSSION.....	33
5.1 HYPOTESPRÖVNING	33
5.2 RESULTATANALYS I FÖRHÅLLANDE TILL ESG.....	33
5.3 RESULTATANALYS I FÖRHÅLLANDE TILL DIMENSIONERNA E, S OCH G.....	34
5.4 ANALYS I FÖRHÅLLANDE TILL BEROENDE VARIABEL OCH KONTROLLVARIABLER .	35
5.5 ANALYS I FÖRHÅLLANDE TILL INTRESSENT-, LEGITIMITETS- OCH.....	36
PRINCIPAL AGENTTEORIN.....	36
5.6 ANALYS I FÖRHÅLLANDE TILL EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTASEN.....	37
6. SLUTSATS.....	37
6.1 STUDIENS SLUTSATSER	38
6.2 STUDIENS BIDRAG.....	38
6.3 STUDIENS BEGRÄNSNINGAR.....	39
6.4 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING	39

1. Inledning

1.1 Introduktion

Hållbar utveckling är en förutsättning för att uppnå ekonomisk tillväxt utan att riskera framtida generationers trygghet (Boverket, 2023). Begreppet hållbarhet består av tre aspekter; ekonomisk hållbarhet, social hållbarhet och miljömässig hållbarhet (FAR, u.å). Regeringen (2023) förklarar att hållbarhetsrapportering har som mål att tillhandahålla finansmarknaderna tillförlitlig, relevant och jämförbar information gällande miljö, samhällsansvar och bolagsstyrning. Syftet är att styra kapital mot hållbara investeringar för att främja en långsiktigt hållbar tillväxt. Samtidigt underlättar hållbarhetsrapportering hanteringen av finansiella risker kopplade till klimatförändringar, brist på naturresurser, miljöskador och sociala utmaningar. Företag kan genom hållbarhetsrapportering underlätta finansiering och bidra till att identifiera samt hantera de egna riskerna och möjligheterna relaterade till hållbarhetsfrågor. Således kan det medföra en bättre dialog mellan företaget och dess intressenter vilket i sin tur leder till stärkt förtroende. EU-lagstiftningen har sedan 2016 krävt att större företag ska redovisa en hållbarhetsrapport i sin årsredovisning. För mindre företag är det främst relationen till intressenter som banker, finansiärer, myndigheter och anställda som driver behovet av att möta hållbarhetskrav (FAR, 2023).

CSR (Corporate Social Responsibility), vilket är en vanlig ansats för hållbarhetsarbete, handlar om företagets ansvar för dess påverkan på samhället ur ett ekonomiskt, miljömässigt och socialt perspektiv. Riksdagen (2012) nämner att implementering av miljöhänsyn och samhällsansvar i sin verksamhet anses vara ekonomiskt lönsamt på lång sikt då det skiftar fokus från kortsiktig till långsiktig planering. Genom ett bra hållbarhetsarbete (CSR) kan företag vinna förtroende hos investerare och kunder samt skapa en hållbar affärsstrategi. Företag kan ta sitt ansvar och säkerställa en hållbar verksamhet genom ett strategiskt arbete med CSR både på intern och extern nivå.

CSR redovisas på en generell och övergripande nivå och handlar till stor del om mål och visioner. För att kvantifiera arbetet med CSR med syfte att redovisa uppmätta resultat i en hållbarhetsrapport kan ESG användas. Inom ramverket ESG ryms miljö,

socialt ansvar och bolagsstyrning och mäter hur hållbart ett företag är genom ett betygssystem (Struck, 2023).

Det finns många intressenter som vill veta i vilken omfattning företagen tar sitt ansvar. Oron för klimatet och konsumtionssamhället leder till en ökad trend avseende hållbara investeringar. Genom att väga in ESG-faktorer kan investerare få en bredare uppfattning av företagets prestation och tydligare se möjligheter och risker (Cerqueti, Ciciretti, Ambrogio & Marcoet, 2021).

1.2 Bakgrund och Problemdiskussion

Hållbarhetsrelaterade investeringar (SRI) har i hög takt ökat globalt, drivna av investerares medvetenhet och uppmärksamhet mot sociala, miljömässiga och styrningsrelaterade frågor. En studie av Serafeim (2020) visar att under de senaste 15 åren har den extra värdering som investerare är villiga att ge företag med bättre ESG-prestanda ökat stadigt. Författarna menar att investerare uppskattar och belönar företag för dess framsteg gällande ESG-arbete vilket, ökar viljan att betala ett högre pris för aktier. Likaså menar Derwall, Guenster, Bauer och Koedijk (2005) att socialt ansvarsfulla investeringar (SRI) leder till en bättre portföljprestanda. Deras forskning fokuserade på att bedöma företagens ekoeffektivitet genom att skapa och utvärdera två olika aktieportföljer. Den högt rankade portföljen visade signifikant högre genomsnittlig avkastning jämfört med dess lågt rankade motsvarighet. Ekoeffektivitet definierades enligt Derwall, Guenster, Bauer och Koedijk (2005) som det ekonomiska värdet ett företag genererar i förhållande till det avfall det producerar vid skapandet av detta värde, till exempel genom produktion av produkter och tillhandahållande av tjänster.

ESG-arbete kan förbättra företagets kärnverksamheter och dess möjligheter att leverera goda resultat. Genom välarbetade hållbarhetsstandarder kan företag möta kraven på ansvarsfull affärspraxis ställd av investerare och långgivare vilket i sin tur kan sänka de kostnader som uppkommer för att låna kapital. I en redogörelse för flera studier påvisar Clark, Feiner och Viehset (2015) ett positivt samband mellan ESG, operativ prestanda och minskad kapitalkostnad. I likhet med detta finner Chava (2014) och El Ghoul, Guedhami, Kwok och Mishraet (2011) samt El Ghoul, Guedhami, Kim och Park

(2018) att lågt miljöavtryck leder till lägre "kostnad för eget kapital" då investerare uppfattar mindre risk och därmed har ett lägre avkastningskrav. Vidare menar El Ghoul et al. (2011) att även sociala (S) och styrande faktorer (G) bidrar till lägre kostnad för eget kapital. Hassel, Nilsson och Nyquist (2005) drar slutsatsen att då investerare värdesätter positiv information avseende bokfört eget kapital blir resultatet ett positivt samband med marknadsvärde. Däremot redovisar Hassel, Nilsson och Nyquist (2005) ett negativt samband mellan miljöprestanda och marknadsvärde vid en undersökning av svenska bolag. Höga betyg i miljöprestanda ledde inte till högre värderingar hos investerare. I stället uppfattades dessa aktiviteter som kostsamma.

Tidigare studier finner också skillnader i de tre olika ESG-dimensionerna.

Fatemi, Glaum och Kaiser (2017) lyfter fram att miljö har en stark effekt på marknadsvärderingar medan socialt och styrning inte har en positiv påverkan.

Däremot tyder svagheter i alla tre faktorer på negativ effekt på aktievärdet.

En studie av Dimson, Karakaş och Li (2015) visar å andra sidan att ESG-engagemang leder till överskott på avkastning och att störst effekt uppnås genom engagemang inom bolagsstyrning och klimatförändringar.

Hur marknaden värderar hållbarhetsarbete har en avgörande betydelse. Genom att rikta in sig på och prioritera miljö och samhälle genom sin investering kan investerare acceptera en lägre avkastning än den maximala ekonomiska avkastningen. I en studie av Barber, Morse och Yasudaet (2019) visar resultatet att ekonomiska avkastningar i hållbara investeringsfonder generellt sett är lägre jämfört med traditionella riskkapitalfonder. Viljan att investera på detta sätt styrs av investerarens preferenser och det reglerande ramverket. Särskilt uppmuntras investeringar med samhälle och miljöfokus av utvecklingsorganisationer, finansiella institutioner och offentliga pensionsfonder. Politisk och reglerande verkan är även väsentliga faktorer som påverkar benägenheten att investera med samhällsnyttiga och miljömässiga mål.

Det är viktigt att skilja på aktievärde och aktieägarvärde där den senare står för ett stabilt och långsiktigt perspektiv. Reverte (2016) menar att investerare, vilka ofta har ett kortsiktigt perspektiv, inte tar hänsyn till långsiktig miljöinformation i sina investeringsbeslut. Även om ESG kan ha påverkan på aktieägarvärde finns en möjlighet att det inte syns i ett aktievärde.

Sambandet mellan ESG och aktievärde är ett aktuellt ämne som utvecklats mycket under senare år. Då det inte har forskats så mycket om det tidigare kan denna studie bidra ytterligare. Avsikten är att ta reda på vilka faktorer och olika aspekter som är relevanta för aktiemarknaden. Måttet för marknadsvärde som används i studien är P/E, vilket särskiljer detta arbete från tidigare forskning och bidrar därför till ytterligare en ny infallsvinkel avseende ESG-betygens inverkan på aktievärde.

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att analysera hur ESG-poäng påverkar företagens aktievärdering.

1.3.1 Frågeställning

- Hur påverkas företagsvärdering av ESG-betyg?

1.4 Avgränsning

Denna forskning fokuserar på europeiska företag vilka särskiljer sig från många andra nationer då de opererar i en unik regleringsmiljö. Företag i Europa uppvisar därmed en hög medvetenhet om hållbarhetsarbete. Vidare kommer denna studie att rikta in sig på börsnoterade bolag för att säkerställa tillgängligheten av nödvändiga data. Slutligen kommer dataunderlaget utgå från år 2023 för att presentera en så aktuell analys av relationen mellan ESG och aktievärde som möjligt.

2. Teori

2.1 Environmental, Social and Governance (ESG)

ESG är ett uppsättning perspektiv vilka fungerar som ett ramverk för att mäta, kvantifiera och analysera hur företag bedriver sina verksamheter på ett hållbart sätt. Genom ESG-rapportering menar Nordea (2023) att företag kan tydliggöra arbetet med hållbarhet gentemot intressenter vilka i sin tur ges möjlighet att identifiera risker kopplade till ESG

E står för Environmental och berör enligt Nordea (2023) företagens resursanvändning samt påverkan på klimat och miljö. E-dimensionen innehåller uppgifter som utsläpp av växthusgaser, avfall, vattenanvändning och grad av återanvändning. Vidare berör det även skövling av skog och påverkan på ekosystem och biologisk mångfald.

S står för företagets sociala förhållningssätt. Nordea (2023) beskriver att det omfattar relationen till medarbetare och mångfald hos de anställda samt villkor och rättigheter i förhållande till samtliga i värdekedjan, från leverantör till slutkund. Företagets påverkan på samhället finns också med under denna dimension.

G berör styrningen i ett företag. Bolagsstyrningen har en viktig funktion i form av kontrollmekanism både internt i företaget och gentemot externa intressenter. Nordea (2023) lyfter fram betydelsen av att vara transparent gällande styrningsfrågor och menar att det gynnar den långsiktiga utvecklingen i företaget. Fokus på ESG-aktiviteter kan således resultera i en gynnsam riskprofil och leda till sunda investeringar. Mercereau, Melin och Lugo (2022) menar att företag som aktivt arbetar med ESG-frågor är hälsosamma företag och eftersom hälsosamma företag oftast går bra ökar det värdet för aktieägare.

Inom ramen för ESG, specifikt S-dimensionen, och till viss del även G-dimensionen återfinns information om immateriella tillgångar som humankapital. Edmans (2011) menar att medarbetare som är nöjda med sina arbetsvillkor, trivs på sin arbetsplats och känner sig uppskattade blir mer motiverade och produktiva. Personalomsättning tenderar i dessa fall att vara låg vilket kan gynna effektiviteten i företaget. Edmans

(2011) förklarar vidare att företag med hög medarbetarnöjdhet genererar högre avkastning på aktier ur ett långsiktigt perspektiv. Argumentet är att marknaden inte värderar immateriella tillgångar fullt ut i aktiepriset och därmed påverkar immateriella tillgångar aktiepriset endast när det synliggörs som mätbara utfall. Till exempel i företagets resultat. Å andra sidan kan företagen genom ESG-rapportering redovisa de immateriella tillgångarna separat, vilket skulle kunna ge avkastning på aktier i ett mer kortsiktigt perspektiv.

2.2 ESG-betyg

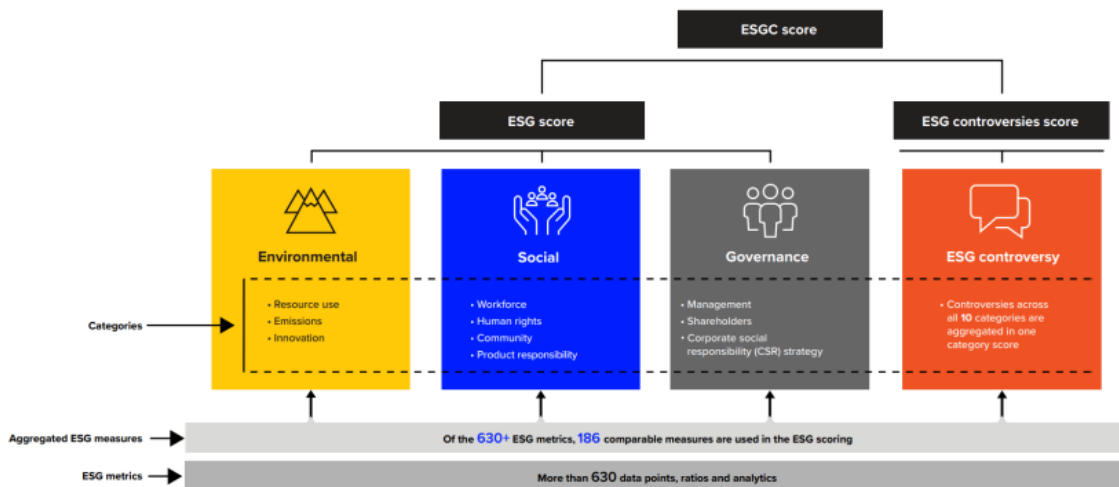
Skillnaden mellan ESG och andra ramverk som CSR är att ESG inriktar sig på mätbar risk-belöning och inte bara hållbarhetsarbete ur ett övergripande och visionsinriktat perspektiv. Struck (2023) menar att det synsättet gör ESG-rapporteringen mer intressant för investerare eftersom poängen bidrar till jämförbara och verkliga kvantifierade mått som kan användas vid investeringsbeslut.

Ur risksynpunkt är det viktigt att ta reda på om företagen lever upp till de regler och normer som finns och genom ESG-rapporter kan intressenter få en tydligare bild av företagets hållbarhetsarbete. ESG rapporteras genom verkligt mätbara värden och kriterierna är ofta branschspecifika. En ESG-analys kan exempelvis göras genom Global Reporting Initiative (GRI), vilken är en standard för hållbarhetsredovisning (KPMG, 2023) Från detta kan sedan stora och omfattande databaser samla information som görs tillgänglig för intressenter som investerare.

Refinitiv Eikon är en enorm databas som innehåller noggrant granskade ESG-uppgifter. ESG-betygen är baserade på offentligt rapporterade data och ska på ett transparent och objektivt sätt tydliggöra företagets relativa ESG-engagemang och effektivitet (Refinitiv, 2022). Genom att identifiera företagets risker kopplade till hållbarhet skapas relevant information för såväl bolaget som dess investerare. Mätningen är baserad på 630 olika ESG-värden för varje företag men vid betygssättning ligger fokus på de 186 mest relevanta måtten för branschen.

Betygen (eller poängen) tar även hänsyn till viktiga aspekter inom olika branscher samt till företagets storlek. Poängsystemet baseras på de tre grundpelarna miljö, socialt och

styrning. Vidare delas dessa in i underkategorier. Under “Miljö” återfinns kategorierna resursanvändning, utsläpp och innovation. Underkategorier till “Social” är arbetskraft, mänskliga rättigheter, samhälle och produktansvar. “Styrning” omfattar förvaltning, intressenter och CSR strategier. Tillsammans bildar dessa teman underlaget för ett sammanlagt ESG-betyg. Till detta har Refinitiv (2022) lagt till en kontroversfaktor. Denna kategori innehåller kontroversiella sammanställningar från media och har till syfte att ta höjd för invändningar och sänker därmed ESG-betyget på en genomgående nivå.



(Refinitiv, 2022)

Vissa svårigheter med att bedöma ESG-betygens betydelse i sammanhanget återfinns i skillnaderna mellan de dataprogram som används för syftet. Erhart (2022) belyser det hinder som uppstår vid användning av ESG-betyg och menar att de olika databasernas uppbyggnad inte alltid är jämförbara utan till och med motsägelsefulla. En faktor kan redovisas som styrka i ett program medan det i ett annat anses vara en risk.

2.3 Intressentteorin

Intressentteorin innefattar hur företag bör möta förväntningarna från olika intressegrupper ur ett strategiskt perspektiv menar Deegan och Unerman (2011). En grundläggande uppfattning är att organisationer är en del av det större samhället och både påverkas av samt påverkar olika intressentgrupper. Enligt Deegan och Unerman (2011) har olika intressentgrupper skild syn på hur organisationer bör agera. Därför

betonas vikten av att förhandla och komma överens om "sociala kontrakt" med olika intressentgrupper, snarare än ett övergripande kontrakt med samhället. Olika förhållningssätt krävs således för olika grupper.

Modern intressentteori utvecklades av Robert Edward Freeman 1984 och föreslog ett nytt sätt att leda organisationer med intressenter i fokus. Goyal et al. (2020) menar att ett företag behöver se till intressenternas behov för organisationens överlevnad.

Intressenter är enligt Goyal et al. (2020) alla som drar nytta av eller påverkas av organisationernas agerande. Exempel på intressenter utöver aktieägare är anställda, leverantörer, kunder, tillsynsmyndigheter och samhället generellt. Goyal et al. (2020) påpekar att flera studier visar på motsättningar mellan intressenters behov. Särskilt belyser forskningen problematiken i att aktieägare oftast har företräde till företagets värdeskapande. Hörisch, Schaltegger, Freeman och Edward (2020) poängterar exempelvis att intressentteorin tidigare inte har haft någon större betydelse för redovisningsområdet men att det genom hållbarhetsredovisningens framfart har fått en viktigare och bredare innebörd genom de sociala- och miljöinriktade aspekterna.

Hållbarhetsrapportering används för att kommunicera hur företaget tar hänsyn till intressenters behov och förväntningar. Genom hållbarhetsrapporter kan företaget skapa och upprätthålla ett gott rykte och tillfredsställa intressenternas krav samt främja långsiktig hållbarhet. Bebbington, Larrinaga och Moneva (2008) menar att det i sin tur kan leda till att aktievärdet påverkas positivt. Fatemi, Glaum och Kaiser (2017) instämmer med detta resonemang och menar att företag öppnar möjligheter för tillväxt och minskade risker genom att effektivare tillfredsställa intressenters behov. Porter och Kramer (2006) delar denna strategiska syn på hållbarhetsredovisning och menar att det är en källa till möjligheter, innovation och konkurrensfördelar. I en studie av De Klerk, de Villiers och van Staden (2015) visar författarna att hållbarhetsavslöjande är positivt kopplat till aktiekursen, vilket kan stödja idén om att företag som tar hänsyn till sina olika intressenters behov gynnar företagets ekonomiska prestation.

Hanteringen av hållbarhetsfrågor har blivit strategiskt viktigt för företag men kapitala begränsningar utgör hinder från att bemöta varje aspekt av hållbarhet. Därför måste företagen välja och fördela sina resurser noggrant. Joseph, Johnson, Steve och Jochen

(2020) ger insikter om hur företag prioriterar hållbarhetsfrågor genom att granska interna beslutsfattaress roller, företagens modeller för hållbarhetsrapportering och kommunikation med intressenter. Resultaten antyder att företag ofta involverar flera beslutsfattare med olika ansvarsområden, tillämpar olika rapporteringsmodeller som fokuserar på olika intressentgrupper och kommunicerar regelbundet med olika intressentgrupper. Övergripande sett tyder resultaten på att företagen strävar efter en balans mellan aktieägares intressen och andra intressenters intressen, vilket följer principerna om intressentteori. I likhet med detta framhåller Harrison, Ho, Bosse och Crilly (2023) att företag behöver generalisera utbytet med sina intressenter i syfte att skapa värde för specifika intressenter för att generera ekonomiska fördelar. På så vis kan företagen genom ESG-rapportering lättare tydliggöra relevant och mätbar information till specifika intressenter.

2.4 Legitimitetsteorin

Legitimitetsteorin handlar om hur företag strävar efter att agera enligt samhällets normer och därmed värderas som legitima av olika intressenter. Enligt Hartwig (2018) innebär det att företag anpassar sin verksamhet till samhällets värdesystem.

Exempel på intressenter enligt legitimitetsteorin är kunder, leverantörer, investerare, staten, anställda, media och allmänheten. Företag behöver anpassa sig till föränderliga normer och värderingar i samhället för att upprätthålla sin legitimitet och undvika att bryta det sociala kontraktet med samhället. För att åstadkomma detta kommunicerar företagen sin verksamhet genom hållbarhetsredovisning.

Ett företags legitimitet kan vara relevant vid investeringsbeslut. Bebbington, Larrinaga och Moneva (2008) förklarar att hållbarhetsrapportering är företagets strategi för att kommunicera det sociala och miljömässiga ansvaret.

Syftet är att bygga och stärka företagets rykte som socialt ansvarstagande och är en viktig del av att bibehålla legitimitet från intressenter. Ryktet betraktas som en viktig tillgång för företaget och har en inverkan på det finansiella resultatet och relationen med intressenter.

Vid betraktandet av hållbarhetsrapportering genom legitimitetsteorin framgår det att den utformas efter påtryckningar från allmänheten. Cormier, Magnan och Van Velthoven

(2005) menar att företagets överlevnad är kopplad till att upprätthålla legitimitet genom att agera inom de normer och gränser som samhället sätter. Hållbarhetsrapportering kan även fungera som strategi för att förändra allmänhetens uppfattning om organisationen enligt Hooghiemstra (2000). För att bevara legitimitet måste företag svara på allmänhetens oro gällande hållbarhetsfrågor och genom att kommunicera hållbarhetsinsatser kan företagen bibehålla legitimitet och därmed påverka hur de värderas på marknaden anser Schadewitz och Niskala (2010).

Kopplat till legitimiteten är även den förväntan som företaget möter och vilken betydelse det har för reaktionen på marknaden. Krüger (2015) analyserar hur aktiemarknaden reagerar på positiva och negativa händelser gällande företags hållbarhetsarbete och visar att investerare reagerar starkt negativt på negativa händelser och svagt negativt på positiva händelser. Investerare värdesätter dock positiva hållbarhetsnyheter för företag som anses ha en svag hållbarhetsrapportering sedan tidigare. Företag med hög skuldsättning och låg likviditet vid positiva händelser kopplade till hållbarhetsarbete får positiva reaktioner på börsen.

Hur arbetet med ESG bedrivs är också av betydelse för legitimiteten. Om ett företags ESG-arbete offentliggörs för ofta kan graden av betydelse minska. Fatemi et al. (2017) menar att om ett företag investerar för mycket i ESG-aktiviteter tyder det på ökade kostnader vilket kan sänka aktieägarvärdet. Även om ESG-initiativ är viktigt utifrån alla tänkbara aspekter finns det risker med en felaktig implementering och med att överdriva hållbarhetsrapporteringen. Arbetet kan vara en utmanande process och kräver balans mellan affärsintressen och ansvarstagande. Företag behöver noggrant överväga vilka ESG-åtgärder som är möjliga och vilka resurser som krävs för att lyckas genomföra dem. Struck (2023) betonar att företagens ESG-arbete kan bli föremål för rättstvister vid överdrivna påståenden, allmänt kallat "Greenwashing". Tillsynsmyndigheterna börjar också reglera och övervaka ESG-relaterade uttalanden och initiativ.

2.5 Principal-agentteorin

Den informationsasymmetri som uppstår mellan ägare och företagsledning på grund av separationen av ägarrollen och ledarrollen kan förklaras genom Principal-agent-teorin. Hartwig (2018) förklarar att när ägare och ledning inte är samma personer, har

ledningen vanligtvis mer information än ägarna. Detta skapar en obalans till ägarnas nackdel. Ledningen kan ha egna mål och agera i eget intresse snarare än i ägarnas intresse. Ägarna försöker skydda sig genom övervakning och incitamentsstrukturer, men det finns fortfarande en risk att ledningen agerar efter eget intresse.

Hållbarhetsrapportering är en viktig strategi för företag i syfte att skapa klarhet och minska informationsasymmetrin till investerare och intressenter, särskilt inom branscher som är känsliga för miljöfrågor. Reverte (2016) förklarar att hållbarhetsrapportering påverkar investerares bedömningar av risk vilket i sin tur minskar informationsasymmetrin. Detta kan i sin tur ha en betydande inverkan på företagets värdering och kan leda till högre aktiekurser. Samtidigt har företagets ledning har ett direkt ansvar gentemot aktieägare. Cormier et al. (2005) menar att ledningen har incitament att redovisa information som minimerar företagets kapitalkostnad vilket är attraktivt för investerare. Vidare kan företag få bättre lånevillkor då minskad informationsasymmetri ökar transparens och långivare kan se en lägre risk. Schadewitz och Niskala (2010) instämmer med att hållbarhetsrapportering fungerar som ett verktyg för att minska obalansen i information och förklarar att minskning av informationsasymmetri påverkar företagets kapitalkostnad och i förlängningen marknadsvärderingen. Investerare kräver högre avkastning eftersom risken är större vid högre informationsasymmetri. Därför sänks kostnaderna för företaget om informationsasymmetrin minskar.

2.6 Effektiva marknads hypotesen (EMH)

Forskning om kapitalmarknaden bygger på antagandet att aktiemarknaderna är effektiva. Marknadseffektivitet enligt den effektiva marknads hypotesen (EMH) förklaras av Deegan och Unerman (2011) som en marknad som snabbt anpassar sig och införlivar information i aktiepriserna när informationen släpps. Forskning inom området för redovisning antas marknaderna enligt Deegan och Unerman (2011) vara semi-starkt effektiva. Detta innebär att information från finansiella rapporter och andra upplysningar, snabbt och fullständigt införlivas i aktiepriserna på ett opartiskt sätt när den släpps. Marknaden missar således inte relevant information. Anledningen till effektiva marknader är arbitragekrafterna som fungerar som starka ekonomiska incitament att inkorporera informationen i aktiepriset. Deegan och Unerman (2011)

poängterar att uppfattningen om effektiva marknader inte innebär att aktiepriserna alltid kommer att ge en korrekt prognos av framtida kassaflöden. Vid felaktigheter kommer justeringar att göras i efterhand.

Det finns många sätt att mäta aktievärde i förhållande till ESG-rapportering och därmed även flera studier som pekar på obefintliga eller svaga samband samt rent negativa samband. I en studie av Zehir och Aybars (2020) användes CAPM och en 3-faktormodell för att ta reda på om ESG-betyg hade någon påverkan på portföljavgkastning. Genom denna metod fann forskarna ett negativt samband med en CAPM-regression och ett obetydligt positivt samband i en 3-faktors modell. Detta ledde till en slutsats som landade i att den effektiva marknads hypotesen stämmer och att ESG-betyg saknar verkan på avkastning.

Teoretiskt talar den effektiva marknads hypotesen enligt Mercereau et al. (2022) för att högt ESG-rankade aktier inte för all framtid kommer att kunna överträffa övriga aktier. Investerare som köper högt rankade aktier pressar slutligen upp priserna vilket dämpar framtida avkastning. I syfte att öka avkastningen kan strategiskt arbete med att förbättra viktiga ESG-variabler i stället vara värdefullt. Genom detta kan företagets värdering öka och på så sätt leda till en ökning av investeringsavkastning vid ett tillfälle. Vidare förklarar Mercereau et al. (2022) att hur mycket en ESG-förbättring ökar aktieägarvärdet beror på två faktorer: hur mycket marknaden värderar denna ESG-aspekt och hur mycket utrymme för förbättring som finns i företaget. Bedömning av hur mycket aktieägarvärde som kan genereras genom att förbättra varje variabel går på så vis att åstadkomma.

2.7 Aktievärdering

2.7.1 Price Earnings

Nyckeltalet "P/E" eller "Price/Earnings" är ett viktigt mått som används för att bedöma om en aktie är värd att köpa eller inte enligt Avanza (u.å.). Det representerar förhållandet mellan aktiepriset (price) och bolagets vinst (earnings). Nyckeltalet visar hur mycket marknaden värderar en aktie i förhållande till bolagets vinst per aktie. Vinsten per aktie beräknas genom att dela bolagets totala vinst med antalet aktier i

bolaget. P/E-talet ger en uppfattning om hur lång tid det tar att tjäna tillbaka investeringen baserat på bolagets nuvarande vinstnivå, förutsatt att vinsten förblir konstant. Om P/E-talet exempelvis är 10, betyder det att det tar 10 år för bolaget att generera samma vinst motsvarande det pris som aktien köptes för. Om ett företag går med förlust blir det inte möjligt att beräkna P/E-talet eftersom det inte finns någon årlig vinst att använda som grund för priset. Enligt Börskollen (2021) är fördelen med P/E att det möjliggör jämförelser mellan företag av olika storlek, då vinsterna relateras till priset. En nackdel är däremot att företag kan påverka den redovisade vinsten och därigenom P/E-talet genom redovisningstekniska justeringar så som periodisering.

Formel:

$$\frac{\text{Aktiekurs}}{\text{Vinst per aktie}} = \text{P/E-tal}$$

(Avanza, u.å)

2.7.2 Beta

Nyckeltalet Beta är ett riskmått och visar hur mycket en aktie historiskt varierat i värde. Avanza (2023) förklarar att en jämförelse görs mellan en akties historiska prisrörelser och börsens rörelser. På så vis kan en akties pris i förhållande till börsen prognostiseras för framtiden. Ett Beta på 1 innebär att aktiens prisrörelser är lika med börsens. Oftast svänger en aktie mer eller mindre än börsen, vilket resulterar i ett Beta-tal över eller under 1. Ett Beta under 1 indikerar att aktien haft mindre svängningar än börsen, medan över 1 betyder större svängningar. Ett högt Beta kan vara fördelaktigt om en investerare accepterar en ökad volatilitet till förmån för potentiell högre avkastning. Lägre Beta passar en investerare som föredrar en stabilare portfölj men med lägre avkastning.

2.7.3 Skuldsättningsgrad

För att se hur mycket skulder ett företag har används nyckeltalet skuldsättningsgrad. Skulderna sätts i jämförelse med eget kapital. Fortnox (2023) berättar att nyckeltalet används för att bedöma företagets finansiella styrka. Ju högre skuldsättningsgrad, desto

mer av företagets tillgångar är finansierade med lånade pengar i stället för ägarnas egna kapital. Samtidigt finns en koppling till soliditeten, som visar hur stor del av tillgångarna som ägs av företaget självt. En hög skuldsättningsgrad innebär låg soliditet och ökad finansiell risk. Företag strävar ofta efter att minska skuldsättningsgraden genom att minska skulder eller öka det egna kapitalet och på så vis minimera finansiella risker. Formeln för skuldsättningsgrad är: $\text{Skulder/Eget kapital}$. När siffran är över 1 innebär det att skulderna överstiger det egna kapitalet.

2.7.4 Totala tillgångar

Totala tillgångar representerar de ekonomiska resurser ett företag innehar. Det finns två huvudkategorier av tillgångar vilka är anläggningstillgångar och omsättningstillgångar (VISMA Spcs, 2021).

- Anläggningstillgångar:

Dessa är långsiktiga tillgångar som företaget avser att inneha eller använda under en längre period, som fastigheter och maskiner. Anläggningstillgångar kan ytterligare kategoriseras som materiella och är då fysiska tillgångar som byggnader och utrustning, samt immateriella, icke-fysiska tillgångar som patent och varumärken. En tredje kategori är finansiella tillgångar (VISMA Spcs, 2021).

- Omsättningstillgångar:

Dessa tillgångar kallas ibland "andra tillgångar än anläggningstillgångar" och inkluderar resurser som löpande förbrukas, säljs eller omvandlas till likvida medel.

Omsättningstillgångar kan delas in i två underkategorier: Omsättningstillgångar I, som inkluderar likvida medel och kundfordringar, och Omsättningstillgångar II, som refererar till varulager (VISMA Spcs, 2021).

2.8 Hypotesformulering

De tidigare studier som redovisats för i inledningen samt teoriavsnittet påvisar varierande resultat avseende samband mellan ESG och aktievärde, vilket föranleder följande två hypotesformuleringar:

Hypotes 1: Det föreligger ett positivt samband mellan ESG och aktievärde.

Hypotes 2: Det föreligger ett negativt samband mellan ESG och aktievärde.

3. Metod

3.1 Vetenskapsteoretisk utgångspunkt

Denna forskning syftar till att undersöka vilken påverkan ESG-betyg har på företagens marknadsvärde. Studien har som Bryman och Bell (2017) förklarar en positivistisk utgångspunkt med ett objektivistiskt ontologiskt perspektiv. Den positivistiska utgångspunkten innebär således objektivitet och empiri baserad på data. En deduktiv ansats har tagits där teori inom området prövas genom kvantitativ metod. Utifrån teori har två hypoteser tagits fram som sedan prövas empiriskt med hjälp av datainsamling. I denna studie tillämpas en tvärsnittsdesign vilket enligt Bryman och Bell (2017) innebär att en uppsättning mätbara data från flera företag samlas in vid en specifik tidpunkt. Denna information granskas sedan för att identifiera olika sambandsmönster mellan de olika variablerna. Studien baseras på tidigare forskning om hur ESG-betyg påverkar ett företags marknadsvärde. Tidigare forskning har gett varierande resultat med både negativa och positiva samband, vilket har motiverat behovet av ytterligare undersökningar inom ämnet.

3.2 Litteraturstudie

Bryman och Bell (2017) betonar vikten av att tydligt definiera studiens avgränsningar, som vilket ämne som ska undersökas och vilka kriterier som ska användas för att välja relevant litteratur. Det första steget i denna litteraturstudie var därför att formulera sökord som är relevanta för studiens syfte. Bryman och Bell (2017) betonar nödvändigheten av en systematisk och genomtänkt sökteknik för att hitta de mest relevanta artiklarna.

Sökord som har använts vid insamling av teoretiskt material till denna studie inkluderar "ESG", "CSR", "ESG-rating", "stock return", "ESG-investing", "sustainability reporting", "shareholder value", "stock value" och financial performance.

För att säkerställa att studierna är granskade av experter inom området har artiklar endast valts om de är "peer-reviewed". Det gör att forskningen är av hög kvalitet och resultaten trovärdiga. Vetenskapliga artiklar har hämtats från databaser som Discovery, Emerald och Business Source Premier. Webbaserade källor har till viss del använts där

standardiserad relevant information beskrivs. Vidare har kedjesökning använts där referenser från hämtade artiklar använts för att få en bredare referensram.

Artiklarna har sedan granskats, sammanfattats och syntetiserats för att hitta samband. I denna litteraturstudie har de artiklar med den tydligaste kopplingen till denna studies syfte noga granskats och analyserats genom ingående läsning. Några artiklar har lästs mer översiktligt med fokus på sammanfattning och slutsats. Därefter har artiklarna sammanfattats och kategoriserats baserat på vilken del av litteraturstudien de troligtvis kan bidra till. Kategoriseringen grundar sig delvis på en teoretisk referensram som inkluderar legitimitetsteori, intressentteori och principal-agentteori, samt en diskussion kring begreppen ESG, ESG-betyg, marknadsvärde och den Effektiva Marknadshypotesen. En allmän referensram utgör en andra kategori där forskning om sambandet mellan ESG och företagens marknadsvärde har sammanställts, syntetiserats och analyserats.

3.3 Datainsamlingsmetod

I den här studien samlades all empiriska data in från en sekundär källa, närmare bestämt från Refinitiv Eikon, som anses vara en världens mest omfattande finansiella databas (LSEG, 2023). Databasen framstår som trovärdig och pålitlig på grund av den imponerande bakgrunden som omfattar över tre århundraden av erfarenhet. Dessutom förstärks trovärdigheten av användningen av innovativ teknik och det omfattande teamet på 23 000 personer i 70 länder. Denna långa historia, tekniska framsteg och globala närvaro ökar förtroendet för att databasen har både stabilitet och kapacitet att leverera pålitlig och högkvalitativ information (LSEG, 2023). Bryman och Bell (2017) påpekar att användningen av sekundära data kan ha sina begränsningar eftersom forskaren inte har fullständig kontroll över kvaliteten på datan eller lika djup förståelse av materialet som om det samlats in primärt. I denna studie bedöms dock Refinitiv Eikon som en erkänd och pålitlig databas av hög kvalitet. Fördelarna med sekundäranalys inkluderar tidsbesparing som möjliggör en mer djupgående analys av data.

3.4 Urval och bortfall

Vid filtreringen i Refinitiv Eikon valdes publika bolag i Europa och alla sektorer i Global Industry Classification Standard (GICS). Sedan valdes företag som hade värden i ESG-betyg samt enskilda E-, S- och G-betyg. Vidare valdes variablerna P/E, totala tillgångar, beta och skuldsättningsgrad. Från början var urvalet 2400 företag, men en del företag saknade värden för vissa variabler. För att analyserna i statistikprogrammet SPSS ska fungera måste dessa tas bort. Efter att dessa företag rensades blev resultatet data på 1839 företag. För att få en så aktuell data som möjligt valdes de senaste värdena för alla dessa variabler vilket var år 2023. Data hämtades i Refinitiv Eikon den 23 november 2023.

Följande tabeller visar urvalet och fördelningen avseende land och sektor.

Land	Antal företag
Grekland	22
Färöarna	2
Slovenien	3
Storbritannien	390
Cypern	8
Luxemburg	27
Schweiz	136
Spanien	62
Slovakien	1
Sverige	220
Ryssland	28
Rumänien	8
Jersey	17
Polen	37
Norge	61
Portugal	14
Nederländerna	66
Malta	3
Liechtenstein	2
Italien	104
Isle of Man	3
Irland	39
Guernsey	8
Danmark	53
Island	8
Frankrike	147
Ungern	6
Finland	70
Tyskland	218
Tjeckien	3
Bulgarien	1

Belgien	39
Österrike	33
Totalt antal	1839

Tabell 1. Fördelning av antal företag per land.

Sektor	Antal företag
Communication Services	98
Consumer Discretionary	223
Consumer Staples	111
Energy	62
Industrials	465
Health Care	128
Materials	160
Information Technology	181
Utilities	73
Real Estate	92
Financials	246
Totalt antal sektorer	11
Totalt antal företag	1839

Tabell 2. Fördelning av antal företag per sektor

3.5 Operationalisering

För att kunna inkluderas i en kvantitativ studie måste ett begrepp vara mätbart (Bryman & Bell, 2017). Denna undersökning fokuserar på att mäta vilken inverkan ESG har på företagens marknadsvärde. I undersökningen kommer de centrala begreppen att översättas till variabler som beroende-, oberoende-, kontroll- och dummyvariabler. Nedan följer en presentation av studiens samtliga variabler.

3.5.1 Beroende och oberoende variabler

Denna studie använder företagets marknadsvärde som den beroende variabeln och P/E används för att operationalisera begreppet. P/E är ett mycket vanligt nyckeltal att använda vid aktievärdering. P/E ger möjlighet till jämförelser mellan olika företag och sektorer (Börskollen, 2021). Begränsningarna med P/E är att det bara ger en övergripande bild av värdet och saknar detaljer om företagets finansiella hälsa och skuldnivå. Nyckeltalet tar inte hänsyn till viktiga faktorer som tillväxttakt, branschens natur och konkurrenssituation (TIN Fonder, 2023). P/E är benägen att vara instabil på kort sikt och kan påverkas av kortsiktiga händelser, vilket möjligen inte alltid ger en korrekt reflektion av långsiktiga investeringsmöjligheter. Känsligheten för förändringar i resultatrapporter och prognoser beror på att P/E baseras på historiska eller förväntade vinster. P/E kommer att undersökas i relation till de oberoende variabler som används i studien. Intresset ligger i att förstå hur den beroende variabeln påverkas av dessa oberoende variabler (Bryman och Bell, 2017).

För att kvantifiera och rapportera faktiska resultat i hållbarhetsrapporter används ESG-betyg. ESG innefattar miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning och fungerar som en mätning av företagets hållbarhet (Struck, 2023). Denna studie använder ESG som oberoende variabel i relation till den beroende variabeln P/E, vilken representerar marknadsvärde. I databasen Refinitiv Eikon hämtades de oberoende variablerna vilka utgörs av aggregerade ESG-poäng samt poäng för vardera dimensionen, E (Environmental), S (Social) och G (Governance). Detta för att se betydelsen av varje dimension för sig samt den aggregerade ESG-poängens betydelse.

3.5.2 Kontrollvariabler och Dummyvariabler

Kontrollvariabler används för att ta hänsyn till potentiella påverkande faktorer för sambandet mellan ESG och marknadsvärde. Företagets storlek, skuldsättningsgrad, beta, land och sektor används som kontrollvariabler i denna studie. Tidigare studier av Mercereau et al. (2022) och Ahsan, Kirkerud, Theresa och Qureshi (2020) har använt dessa variabler när de undersökt sambandet mellan ESG och företags marknadsvärde. Att inkludera dessa kontrollvariabler gör det möjligt att dra mer precisa slutsatser om det specifika sambandet mellan ESG och marknadsvärde.

Företagsstorlek kan påverka både ESG och marknadsvärde. Större företag kan ha mer resurser att investera i ESG-initiativ och kan uppfattas som stabilare, vilket kan påverka deras marknadsvärde (Sebastianelli & Tamimi, 2017). Företagsstorlek mäts i studien genom totala tillgångar. Skuldsättningsgrad kan påverka en organisations ekonomi och risk. Det kan vara en relevant kontrollvariabel eftersom det kan ha samband med både ESG-prestation och marknadsvärde (Fortnox, 2023). Beta mäter en akties känslighet för marknadens rörelser. Det kan vara viktigt att kontrollera detta för att urskilja om förändringar i marknadsvärde är kopplade till ESG-faktorer eller om de kan förklaras av generella marknadsvariationer (Avanza, 2023).

Olika länder och sektorer kan ha olika förutsättningar för ESG, vilket kan påverka hur företag implementerar och påverkas av ESG-initiativ (Mercereau et al., 2022.; Sebastianelli & Tamimi, 2017). Länder och sektorer omvandlas från kvalitativa kriterier till siffror i statistikprogrammet SPSS genom att skapa dummyvariabler. Detta möjliggör variablernas inkludering i den kvantitativa analysen. En dummyvariabel är en binär variabel som kan anta endast 0 och 1. Varje företag sätts i relation till alla länder och sektorer, vilka fått ett värde av antingen 1 eller värde av 0. Värde 1 innebär att företaget tillhör landet eller sektorn medan värde 0 inte visar någon tillhörighet. Syftet med att skapa dummyvariabler är att tydliggöra fördelning av länder och sektorer.

3.6 Dataanalys

För att testa frågeställningen och hypoteserna i kapitel 1 har statistiska programmet SPSS använts för dataanalys. Först överfördes all data från databasen Refinitiv Eikon till Excel och sedan vidare in i statistikprogrammet. Vidare gjordes en frekvenstabell som Bryman och Bell (2017) förklarar är en univariat analys, där varje variabel analyseras för sig. Sedan utfördes bivariat analys genom korrelationsanalys för att se hur korrelerade två variabler är med varandra (Bryman & Bell, 2017). Flera regressionsanalyser har sedan gjorts för att se vilken inverkan de oberoende- samt kontrollvariablerna har på den beroende variabeln. Detta beskriver Bryman och Bell (2017) som en multivariat analys där tre eller fler variabler analyseras tillsammans.

3.6.1 Frekvensmodell

Inledningsvis genomfördes en univariat analys där varje variabel i studien analyserades separat. För att förklara centrala värden användes både medelvärde och median. Bryman och Bell (2017) menar att medelvärdet passar bäst när datan är jämnt fördelad, då det summerar all data och dividerar sedan med antalet observationer. Om det finns avvikande värden, så kallade extremvärden eller outliers, är medianen att föredra eftersom den inte påverkas av dessa extrema värden, utan i stället representerar mittvärdet. Vidare användes spridningsmått minimum- och maximumvärde samt standardavvikelse. Bryman och Bell (2017) förklarar att standardavvikelsen används för att markera variationen och avvikelsen från medelvärdet. Extremvärdena min/max ger det minsta och största värdet för varje variabel. Genom denna analys möjliggörs jämförelse av fördelningarna hos de olika variablerna.

3.6.2 Korrelationsmodell

Nästa steg i denna studie var att göra en bivariat analys genom korrelationsanalys för att se hur korrelerade två variabler är. Vid analys av relationer mellan kvot- och intervallvariabler, som denna studie innehåller, rekommenderas av Bryman och Bell (2017) att metoden *Pearsons r* används för genomförandet av analysen. En korrelationsanalys görs i detta fall för att kontrollera sambanden mellan variablerna i syfte att testa för multikollinearitet, vilket innebär för höga korrelationer mellan variabler och kan påverka analysens tillförlitlighet. Enligt Bryman och Bell (2017) visar *Pearsons r* korrelationskoefficienter en riktning på sambandet och kan anta värden mellan 1 och -1, där $r = 1$ är ett positivt samband och $r = -1$ ett negativt samband samt $r = 0$ inget samband.

3.6.3 Regressionsmodell

Slutligen utfördes multivariata analyser vilket innebär att tre eller flera variabler är involverade i analysen. Ett problem som kan uppstå vid multipla regressionsanalyser är när de oberoende variablerna inte är oberoende av varandra (Vatcheva, Lee, McCormick & Rahbar, 2016). Det finns då en stark korrelation dem emellan, så kallad multikollinearitet vilket kan ge missvisande resultat. Enligt Vatcheva et al. (2016) kan

gränsen för korrelationskoefficienten sätts till 0,5 och högre, men det vanligaste är runt 0,8 för multikollinearitet. ESG, E, S och G visade en hög korrelation med varandra vilket gjorde att dessa oberoende variabler behövde prövas var för sig, tillsammans med kontroll variablerna, mot den beroende variabeln. Således utfördes totalt fyra regressionsanalyser.

3.7 Kvalitetskriterier

Tre av de viktigaste kriterierna för bedömning av kvantitativ forskning som rör företagsekonomi är reliabilitet, replikerbarhet och validitet (Bryman & Bell, 2017).

3.7.1 Reliabilitet

Reliabilitet innebär att studiens resultat är pålitliga och konsistenta. Resultaten från undersökningen skulle förbli konsekventa om samma undersökning genomfördes igen och inte påverkas av slumpmässiga eller tillfälliga förhållanden (Bryman & Bell, 2017). I denna studie används databasen Refinitiv Eikon och statistikprogrammet SPSS. Resultaten och datainsamlingen skulle vara konsekventa vid upprepade genomföranden då datan i Refinitiv Eikon är identisk oavsett vem som hämtar den. Likt Hassel et al. (2005) genomför denna studie avstämningar som inkluderar signifikansnivå och tester för multikollinearitetsproblem i SPSS. Detta görs för att stärka och kontrollera resultaten i studien.

3.7.2 Validitet

Validitet handlar enligt Bryman och Bell (2017) om hur väl ett mått faktiskt fångar det begrepp det avser att mäta. För att säkerställa validitet måste forskaren noga överväga och tydligt beskriva vilka variabler och metoder som används samt deras koppling till forskningsfrågan. En studie med hög validitet mäter exakt det den avser att undersöka, och det finns en samstämmighet mellan genererade slutsatser och syftet med studien. Bryman och Bell (2017) framhäver vikten av att använda väldefinierade mått för att säkerställa att studien uppnår sitt syfte. I denna studie upprätthålls validiteten genom att måttet Price earnings (P/E) mäter företagets marknadsvärde och ESG-poäng mäter deras hållbarhetsinsatser. Genom att använda måttet (P/E) för att utvärdera företagets

marknadsvärde och ESG-poäng för att bedöma deras hållbarhetsinsatser, finns en tydlig koppling mellan variablerna och forskningsfrågan. P/E fungerar ofta som ett nyckeltal för att bedöma hur attraktiva investeringar är och hur marknaden bedömer ett företags lönsamhet (TIN Fonder, 2023). ESG-poäng grundar sig på noggrant granskade uppgifter på företagen. Det ger således ett trovärdigt mått på företagets hållbarhetsarbete för att kunna relatera det till aktievärde (Refinitiv, 2022).

3.7.3 Replikerbarhet

Replikerbarhet innebär att någon annan ska kunna upprepa en genomförd undersökning och få samma resultat, enligt Bryman och Bell (2017). Författarna förklarar att det är av hög betydelse inom forskningen eftersom det möjliggör en kontroll av tillförlitligheten hos tidigare forskningsresultat. För att underlätta och möjliggöra denna upprepning krävs en detaljerad beskrivning av hur studien genomfördes. Genom att data har hämtats från Refinitiv Eikon för att sedan via Excel förts över till SPSS och analyserats blir det möjligt för andra med samma tillgång att följa metodavsnittet och replikera undersökningen.

4. Resultat

4.1 Deskriptiv statistik

För att sammanställa den data som hämtats från Refinitiv Eikon på ett överskådligt sätt har deskriptiv statistik använts. Programmet som har använts för att åstadkomma detta är IBM SPSS Software.

4.1.1 Frekvensanalys

För att skapa en tydlig överblick har en frekvenstabell tagits fram vilket ger en aggregerad bild av observationernas medelvärde, median, standardavvikelse, minimum och maximum för varje variabel (Bryman & Bell, 2017). Standardavvikelsen har i detta fall som syfte att tydliggöra spridningen och avvikelse från medelvärdet. I tabellen identifieras även extremvärden i form av minsta och största värde.

Tabell 3 sammanfattar den deskriptiva statistiken för den beroende och de oberoende variablerna. Datasamlingen har genererat 1839 observationer. Studien visar att P/E har ett medelvärde på 1,084 och en standardavvikelse på 259,885. Bland de oberoende variablerna kan vi avläsa att ESG har ett maximalt värde av 95,816 och ett minimalt värde av 9,719. E har den största spridningen med det högsta maximala värdet av 98,312 och det lägsta minsta värdet av 0,047.

	Observationer	Medelvärde	Median	Standardavvikelse	Min	Max
ESG	1839	57,903	59,061	18,178	9,719	95,816
E	1839	52,226	53,064	24,509	0,047	98,312
S	1839	59,309	61,145	21,166	2,385	97,964
G	1839	59,984	61,967	19,984	5,915	96,967
P/E	1839	1,084	15,01	2593,885	0,001	109200
Totala tillgångar	1839	2,96E+10	2166003805	1,52E+11	11258802,67	2.75581E+12
Skuldsättningsgrad	1839	100,866	59,488	225,516	0	5938,029
Beta	1839	1,092	0,502	0,502	0,027	3,855

Tabell 3: Frekvenstabell

4.1.2 Korrelationsanalys

För att kunna analysera sambandet mellan de olika variablerna upprättades en korrelationstabell som kan avläsa korrelation (Pearson korrelation), signifikansnivån (Sig.) och antal enheter (N). Tabell 4 identifierar en multikollinearitet där de oberoende variablerna E, S och G har en för hög korrelation med den beroende variabeln ESG vilket gör att enbart en regression inte går att studera.

I tabellen utläses också att det finns en negativ korrelation mellan ESG och P/E med en signifikans på 0,518. Även S korrelerar negativt med P/E och har en signifikans på 0,154. En negativ korrelation har ett minustecken framför värdet och innebär att ett högt värde på den ena variabeln har ett samband med ett lågt värde på den andra. Vid en positiv korrelation hänger höga värden ihop med höga värden och låga med låga. Korrelationens lägsta respektive högsta värde ligger på -1 eller +1.

		ESG	E	S	G	P/E	T.t	S.g	Beta
ESG	Pearson Correlation	1	0,844**	0,899**	0,722**	-0,015	0,223**	0,053*	0,069**
	Sig. (2-tailed)		0	0	<,001	0,518	<,001	0,24	0,003
	N	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839
E	Pearson Correlation	0,844**	1	0,717**	0,424**	-0,021	0,226**	0,072**	0,048*
	Sig. (2-tailed)	0		<,001	<,001	0,368	<,001	0,002	0,38
	N	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839
S	Pearson Correlation	0,899**	0,717**	1	0,458**	-0,033	0,183**	0,036	0,022
	Sig. (2-tailed)	0	<,001		<,001	0,154	<,001	0,124	0,347
	N	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839
G	Pearson Correlation	0,722**	0,424**	0,458**	1	0,023	0,165**	0,033	0,144**
	Sig. (2-tailed)	0,485	0,116	0,259	0,768	0,976	0,002	<,001	0,026
	N	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839
P/E	Pearson Correlation	-0,015	-0,021	-0,033	0,023	1	-0,007	0,004	-0,034
	Sig. (2-tailed)	0,518	0,368	0,154	0,328		0,77	0,876	0,144
	N	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839
T.t	Pearson Correlation	0,223**	0,226**	0,183**	0,165**	-0,007	1	0,076**	0,063**
	Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	0,77		0,001	0,007
	N	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839
S.g	Pearson Correlation	0,053*	0,072**	0,036	0,033	0,004	0,076**	1	0,067**
	Sig. (2-tailed)	0,024	0,002	0,124	0,163	0,876	0,001		0,004
	N	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839
Beta	Pearson Correlation	0,069**	0,144**	0,022	0,144**	-0,034	0,063**	0,067**	1
	Sig. (2-tailed)	0,003	0,038	0,347	<,001	0,144	0,007	0,004	
	N	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839	1839

Tabell 4: Korrelationstabell

4.1.3 Regressionsanalys

Då det finns en multikollinearitet har fyra regressioner gjorts. En för totalen ESG och en för varje dimension av ESG. R^2 -värdena anger den förklarade variansen mellan 0 och 1 i procent. Ju högre värde desto större förklaringskraft har modellen. 0,15 betyder att 15% av variationen i den beroende variabeln förklaras av den oberoende variabeln och kontrollvariablerna. Justerad R^2 tar hänsyn till antalet oberoende variabler. Om det finns många oberoende variabler kan den förklarade variansen överskattas och därför justeras måttet ner en aning. B-koefficienten är den oberoende variabelns koefficient som visar hur ett steg uppåt i den oberoende variabeln påverkar den beroende variabeln. I tabell 5 kan det utläsas att en ökning i ESG minskar P/E. Tabell 6 och 7 visar även att en ökning i E och S sänker P/E. I tabell 8 däremot så ökar P/E vid en ökning i G.

För att veta om koefficienten är tillförlitlig behöver signifikansen läsas av. Ett lägre tal desto större tillförlitlighet. Enligt Bryman och Bell (2017) finns ett standardgränsvärde på 0,050 och allt under detta tal kan med 95% säkerhet tolkas som att koefficienten inte är noll. Är talet däremot över 0,050 bör koefficienten räknas som noll. Regressionerna i denna studie visar därmed inte något samband mellan P/E och ESG-betyg. B-koefficienterna i regressionernas kontrollvariabler förefaller inte heller tillförlitliga då samtliga har en signifikans högre än 0,050. Då inget samband mellan kontrollvariabler och P/E kan utläsas från tabellen föreligger ingen påverkan från kontrollvariabler på sambandet mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna.

Beroende variabel

P/e

ESG	B-koefficient	-0,742
	Sig.	0,839
Skuldsättningsgrad	B-koefficient	0,103
	Sig.	0,71
Beta	B-koefficient	-161,614
	Sig.	0,235
Totala tillgångar	B-koefficient	2,02E-11
	Sig.	0,963
R^2		0,015
Justerad R^2		-0,01
Land		Inkluderat
Sektor		Inkluderat

Tabell 5:

Regressionstabell ESG

Beroende variabel

P/e

E	B-koefficient	-1,004
	Sig.	0,717
Skuldsättningsgrad	B-koefficient	0,105
	Sig.	0,704
Beta	B-koefficient	-160,262
	Sig.	0,237
Totala tillgångar	B-koefficient	3,86E-11
	Sig.	0,93
R²		0,015
Justerad R²		-0,01
Land		Inkluderat
Sektor		Inkluderat

Tabell 6:

Regressionstabell E

Beroende variabel

P/e

S	B-koefficient	-3,149
	Sig.	0,321
Skuldsättningsgrad	B-koefficient	0,103
	Sig.	0,71
Beta	B-koefficient	-151,24
	Sig.	0,265
Totala tillgångar	B-koefficient	7,85E-11
	Sig.	0,857
R²		0,016
Justerad R²		-0,009
Land		Inkluderat
Sektor		Inkluderat

Tabell 7:

Regressionstabell S

Beroende variabel

P/e

G	B-koefficient	4,138
	Sig.	0,201
Skuldsättningsgrad	B-koefficient	0,098
	Sig.	0,723
Beta	B-koefficient	-190,533
	Sig.	0,162
Totala tillgångar	B-koefficient	-6,71E-11
	Sig.	0,877
R²		0,016
Justerad R²		-0,009
Land		Inkluderat
Sektor		Inkluderat

Tabell 8: Regressionstabell G

5. Resultatdiskussion

5.1 Hypotesprövning

Syftet med detta arbete har varit att undersöka ett eventuellt samband mellan ESG-poäng och aktievärde för börsnoterade företag i Europa. Om ESG-poäng har betydelse vid aktievärdering har i tidigare studier visat på varierat resultat. Denna studies resultat påvisar till skillnad från tidigare studier med samma metod inte på något samband mellan vare sig ESG eller de olika dimensionerna E, S, G och aktievärde. Det betyder att ESG-poängen inte har någon påverkan på aktievärdet om det mäts med nyckeltalet P/E. Studiens två hypoteser baserade på tidigare forskning för att besvara syftet kan därför förkastas.

5.2 Resultatanalys i förhållande till ESG

För att svara på studiens syfte och frågeställning jämfördes studiens oberoende variabel, ESG-poäng, med den beroende variabeln P/E. Resultaten från regressionsanalysen visade att det inte fanns något signifikant samband mellan ESG-betyget och P/E. Detta skiljer sig från tidigare forskningsresultat. Tidigare studier som undersökt sambandet mellan ESG-betyg och aktievärde har konstaterat ett positivt eller negativt samband (Clark et al., 2015; Serafeim, 2020; Chava, 2014; El Ghoul et al., 2018; El Ghoul et al., 2011; Derwall et al., 2005; Dimson et al., 2015; Fatemi et al., 2017; Hassel et al., 2005).

Ett skäl till att resultatet skiljer sig kan vara att tidigare studier har studerat andra länder och regioner. Denna studie fokuserar på Europa, medan många av de refererade studierna har inkluderat företag från hela världen, USA eller bara Sverige. Det är värt att betona att resultaten kan variera beroende på den geografiska kontexten och olika marknadsförhållanden. Att fokusera på Europa ger en specifik inblick som kan vara värd att beakta vid tolkningen av resultatet och jämförelser med internationella studier. Hållbarhetsrapportering kan skilja sig mellan världsdelar på grund av regleringar.

I Europa är hållbarhetsrapportering reglerad tillskillnad från exempelvis U.S.A. (FAR, 2023). Företag i Europa kan därför vara mer benägna att rapportera om hållbarhet genom en strängare lagstiftning och högre medvetenhet om hållbarhet. Det borde därför vara större skillnader mellan företagens ESG-poäng i USA, vilket kanske lett till ett samband. Höga ESG-betyg skulle kunna tas för givet i Europa på grund av regleringen och därmed inte värderas lika högt av investerare. Likaså uppfattas det då heller inte kostsamt eftersom det är tvingande. Resultatet skulle då bli varken ett negativt eller positivt samband.

I tidigare studier har olika databaser använts. Erhart (2022) belyser det hinder som uppstår vid användning av ESG-betyg och menar att de olika databasernas uppbyggnad inte alltid är jämförbara utan till och med motsägelsefulla där en faktor redovisas som styrka i ett program medan det i ett annat anses vara en risk. Refinitiv Eikon är en av de största finansiella databaserna med insamlade data från företagsrapporter. Den innehåller noggrant granskade uppgifter (Refinitiv, 2022). Tack vare databasen Refinitiv har ett stort urval med 1839 företag kunnat undersökas i relation till många olika variabler. Kvantiteten på dessa variabler stärker därmed studiens trovärdighet.

För att ta del av så aktuella data som möjligt och skapa en tydlig förutsättning för att utföra analys gjordes en tvärsnittsstudie som fokuserade på en specifik tidpunkt, året 2023. Då inget samband mellan ESG och aktievärde kunnat påvisas i denna studie dras slutsatsen att hållbarhetsarbete generellt har en långsiktig verkan. Om ett samband skulle kunna bevisas över tid eller jämfört mellan olika tidsperioder är det rimligt att det ändå varierar. Det kan dröja innan hållbarhetsarbete ger avkastning och kan dessutom vara mer kostsamt i början. Det är en möjlig förklaring till påvisade samband i de tidigare longitudinella studier med analyser som sträcker sig över flera år.

5.3 Resultatanalys i förhållande till dimensionerna E, S och G

Regressioner gjordes även för vardera dimensionen av ESG för att identifiera eventuella skillnader dem emellan i jämförelse med aktievärde. Resultatet från studiens regressionsanalyser visade i detta fall inte heller något signifikant samband mellan den beroende variabeln P/E och de oberoende variablerna E, S och G. Tidigare studier som

undersökt sambandet mellan E, S och G och aktievärde har hittat olika samband. El Ghoul et al. (2011) konstaterar att alla tre kategorier korrelerar positivt med aktievärde. Det framhäver även Dimson et al. (2015) men att störst effekt uppnås genom engagemang inom bolagsstyrning och klimatförändringar. Andra studier lyfte endast fram miljöpelaren som bidragande till högre aktievärde (Chava, 2014; El Ghoul et al., 2018; Fatemi et al., 2017). I studien av Fatemi et al. (2017) finner de att S och G inte har en positiv påverkan på aktievärdet. Hassel et al. (2005) å andra sidan hittar ett negativt samband mellan miljöprestanda och marknadsvärde. Edmans (2011) anser att S påverkar aktievärdet positivt.

Resultaten i denna studie visar att likt majoriteten av tidigare studier en positiv korrelation mellan E och aktievärdet. S visade mer blandade resultat från tidigare studier men den visade också en positiv korrelation, mer tydlig än E till och med. Det var samma utgångsläge med G och den korrelerade däremot negativt med aktievärdet. Detta är inte signifikanta samband så det går inte att dra några säkra slutsatser kring det resultatet. Eftersom E dimensionen stämmer överens med tidigare studier så ökar trovärdigheten kring det resultatet.

5.4 Analys i förhållande till den beroende variabeln och kontrollvariablerna

Studiens beroende variabel (P/E-talet) är ett allmänt vedertaget nyckeltal för att bedöma ett företags värdering på aktiemarknaden. P/E som mått för marknadsvärde är intressant att studera i detta sammanhang eftersom det särskiljer sig från tidigare studier där man använt mått som kapitalkostnad, market to book, tobins q, eget kapital, nettoresultat och aktieavkastning. Med en annan infallsvinkel avseende aktievärdering bidrar denna studie till nya resultat.

Fördelen med P/E är att det tillåter jämförelser mellan olika företag och sektorer (Börskollen, 2021). Nackdelar med P/E är att det endast ger en översiktlig bild av värdet, men det ger inte detaljer om företagets finansiella hälsa och skuldnivå. Det tar inte heller hänsyn till andra viktiga faktorer som tillväxttakt, branschens natur och konkurrenssituationen (TIN Fonder, 2023). P/E kan vara kortsiktig och påverkas av kortsiktiga händelser eller resultat. Det kan skapa volatilitet och eventuellt inte alltid återspegla långsiktiga investeringsmöjligheter. P/E baseras på historiska eller förväntade

vinster, vilket gör det känsligt för förändringar i resultatrapporter och prognoser. Hållbarhetsarbete ger långsiktig effekt vilket kan förklara varför inget samband hittades med P/E som beroende variabel då nyckeltalet har en mer kortsiktig karaktär.

För att öka tillförlitligheten av resultaten i denna studie har kontrollvariabler inkluderats som beta, totalt kapital och skuldsättningsgrad. Tanken med dessa kontrollvariabler var att utforska om det fanns andra faktorer än de oberoende variablerna ESG, E, S och G som eventuellt påverkar den beroende variabeln P/E i bakgrunden. Dock visade resultaten från vår studie ingen signifikant koppling mellan dessa kontrollvariabler och P/E.

5.5 Analys i förhållande till Intressent-, legitimitets- och principal agentteorin

Den teoretiska referensramen innehåller tre relevanta teorier till syfte att tolka studiens resultat. Dessa teorier är Intressentteorin, Legitimitetsteorin och Principal agentteorin.

Intressent- och legitimitetsteorin bygger på att företag möter behov och krav från omvärlden och enligt Deegan och Underman (2011) är detta en förutsättning för att kunna överleva. Dessa är speciellt intressanta att studera i förhållande till dimensionerna E och S. Flera studier menar att ESG-aktiviteter leder till lönsamhet. Mercereau et al. (2022) menar att företag som arbetar med ESG frågor är hälsosamma och visar goda resultat. Likaså lyfter Edmans (2011) fram att företag som tar ett socialt ansvar får nöjda medarbetare vilket medför en högre effektivitet.

De Klerk, de Villiers och van Staden (2015) fann i en studie att det fanns kopplingar till hållbarhetsnyheter och aktievärde. Studier med kopplingar mellan legitimitetsteorin och ESG går i samma linje, att ESG rapportering handlar om att bibehålla legitimitet och snarare förhindra att marknadsvärdet sjunker. Vidare finns en tydlig röd tråd bland tidigare studier där forskare kopplar ESG, och framför allt G dimensionen till principalagent teorin. Likaså att hållbarhetsrapportering leder till minskad informationssymmetri och därmed till en mer gynnsam värdering.

Eftersom inget samband mellan ESG och aktievärde kunnat fastställas är dessa teorier inte ett övertygande stöd när resultatet ska analyseras. Orsaker till det kan vara flera. Att det finns tydliga normer och förväntningar på företagen gällande hållbarhetsarbete är en rimlig slutsats. Däremot finns möjligheten att det system som ESG-poängen står för inte har etablerats som norm och därmed reagerar inte marknaden på ESG betyg.

Hassel, Nilsson och Nyquist (2005) menar att hållbarhetsarbete anses kostsamt och har i en studie påvisat negativt samband mellan ESG och aktievärde. Inget samband hittas i denna studie och en tänkbar orsak skulle kunna vara att höga ESG-poäng påverkar marknadsvärde men att det anses kosta mycket i investerat kapital att den påverkan neutraliseras och därmed uteblir effekten.

5.6 Analys i förhållande till Effektiva Marknadshypotesen

Ett annat bidrag inom ramen för teorin i detta arbete är den Effektiva Marknadshypotesen (EMH) vilken innebär att marknaden alltid tar hänsyn till relevant information genom de arbitragekrafter som uppstår utifrån de ekonomiska incitament som möjlighet till vinst bidrar till. EMH är antagandet om att investerare snabbt tillgodoser sig all tillgänglig information, vilket skapar en snabb marknadsanpassning (Deegan & Unerman, 2011). I enlighet med detta antagande är det möjligt att resultaten i denna studie kan härledas till detta.

I likhet med Zehir och Aybars (2020) uppfattning, kan man tänka sig att om en ökning i ESG-poäng skulle visa en ökning i aktievärde skulle det troligtvis inte vara för evigt. Efterfrågan på de högt rankade aktierna skulle så småningom pressa upp priserna och leda till lägre avkastning. Mercereau et al. (2022) lyfter också fram att marknaden måste värdera ESG-aspekten för att få ett positivt samband samt att företaget behöver ha en tydlig förbättringspotential. Detta understryker vikten av att investerare och aktörer på marknaden inte bara ska inse att ESG-information finns utan också noga bedöma hur denna information faktiskt påverkar företagsprestationen för att skapa en positiv relation till aktievärdet. En förbättring i ESG skulle alltså kunna visa ett positivt samband men inte ett hållbart samband eftersom marknaden är självreglerande.

6. Slutsats

6.1 Studiens slutsatser

Syftet med detta arbete var att undersöka om ESG-betyg har påverkan på ett företags aktievärdering. Studiens hypoteser var utformade med utgångspunkt i de varierande resultat som påvisats i tidigare studier och löd:

- a. Det föreligger ett positivt samband mellan ESG och aktievärde.
- b. Det föreligger ett negativt samband mellan ESG och aktievärde.

Till skillnad från dessa tidigare studier som kommit fram till antingen ett positivt samband eller negativt samband, alternativt skillnader i de olika dimensionerna av ESG, fann denna studie inget samband. Därmed kunde studiens två hypoteser förkastas.

Frågeställningarna besvarades med hjälp av en teoretisk referensram innehållande tidigare studier i ESG och bolagsvärdering eller avkastning samt de klassiska teorierna; Intressentteorin, Legitimitetsteorin, Principal agentteorin och den Effektiva Marknads hypotesen. För att förklara studiens resultat gick stöd däremot endast att finna i teorin om den Effektiva Marknads hypotesen.

6.2 Studiens bidrag

Denna studie är en av få studier som använder P/E som mått för marknadsvärde i relation till ESG. Studien utgör därför ett komplement till tidigare forskning. Det finns inte så mycket forskning om ESG i relation till aktievärde och det är ett snabbt föränderligt område där nya normer, praxis och reglering ständigt utformas. Således är det värdefullt att kunna bidra med en ny och relevant studie. Vidare är studiens resultat högaktuellt då data från så sent som 2023 använts. Hållbarhetsarbete har utvecklats mycket på senare år, EU-lagstiftningen har exempelvis sedan 2016 krävt att större företag ska redovisa en hållbarhetsrapport i sin årsredovisning (FAR, 2023). Många av de tidigare studierna är gjorda innan den lagstiftningen. Denna ökade medvetenhet kring hållbarhet gör att årtalen troligtvis har en inverkan i resultatet.

6.3 Studiens begränsningar

Den geografiska fokuseringen på Europa, där regleringar och medvetenhet gällande hållbarhet är hög, kan påverka hållbarhetsrapporteringen och marknadens värdering av ESG-poäng. Av den anledningen är studiens utfall inte jämförbart med andra delar av världen.

Resultaten kan också påverkas av urvalets obalans, där en betydande andel observationer kommer från Storbritannien, Sverige och Tyskland. Studiens resultat kan ytterligare förstås genom att undersöka de studerade länderna och observationerna närmare. Den geografiska fördelningen av observationer visar ingen normalfördelning eftersom en betydande andel kommer från Storbritannien (21%), Sverige (12%) och Tyskland (12%). Detta kan förklaras med hjälp av Bryman och Bell (2017) och deras resonemang om ojämn spridning inom forskning. Utan normalfördelning blir resultatet snedvridet då det baseras på specifika förhållanden i endast några få länder. Detta gör att en trovärdig övergripande slutsats sett till hela Europa blir svår att dra.

Eftersom studien är en tvärsnittsstudie över år 2023, begränsas möjligheten att dra långsiktiga slutsatser och för att kunna se hur förändringar i ESG-betyg hade kunnat påverka sambandet. Det går därmed inte att bedöma huruvida ESG-aktiviteter bidrar till förändringar i aktievärde.

Studien har använt endast en databas vilket begränsar möjligheten att jämföra utfall. Trots att Refinitiv Eikon anses vara den största och mest använda databasen kan inte skillnader i uppbyggnad jämföras med andra databaser och därmed kan andra utfall inte uteslutas.

6.4 Förslag till fortsatt forskning

Förslag till vidare forskning skulle kunna vara att använda andra mått för marknadsvärde, såsom Market to Book eller Tobins Q för att se om de fångar sambandet mellan ESG och aktievärde. Ett annat förslag är att genomföra en longitudinell studie över en längre tidsperiod för att undersöka om sambandet mellan ESG och aktievärde utvecklas över tid, särskilt med tanke på den långsiktiga effekten av

hållbarhetsarbete. Vidare skulle förändringar i ESG-poäng vara intressant att studera för att identifiera marknadens svar på ESG-aktiviteter. Att utforska och jämföra ESG-poängens påverkan på aktievärde över olika världsdelar för att bättre förstå hur geografisk kontext påverkar resultatet. En djupare analys av resultaten inom varje land för att förstå hur nationella regleringar och marknadsförhållanden kan påverka sambandet är också en spännande infallsvinkel. Slutligen skulle sektorspecifika analyser kunna göras för att undersöka om sambandet mellan ESG och aktievärde varierar över olika branscher.

Referenslista:

Böcker:

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

Deegan, C., & Unerman, J. (2011). *Financial accounting theory: European edition*. New York: McGraw-Hill Education.

Hartwig, F. (2018). *Redovisningsteorins grunder* (1 uppl). Studentlitteratur AB, Lund.

Vetenskapliga artiklar:

Ahsan, Tanveer., Kirkerud, Sina., Theresa, Kim., Qureshi, Muhammad Azeem. (2020). The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy & the Environment* (John Wiley & Sons, Inc), Vol. 29, pp.1199-1214. DOI: 10.1002/bse.2427

Barber, BM, A. Morse och A. Yasuda. (2019). Impact Investing. *National Bureau of Economic Research*. <http://www.nber.org/papers/w26582> .

Bebbington, J., Larrinaga, C. och Moneva, J.M. (2008). Corporate social reporting and reputation risk management. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, pp.337-361. <https://doi.org/10.1108/09513570810863932>

Cerqueti, R., Ciciretti, R., Ambrogio, D. och Marco, N. (2021). ESG investing: A chance to reduce systemic risk. *Journal of financial stability*. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100887>

Chava, S. (2014). Environmental Externalities and Cost of Capital. *Management Science*, pp.2223–2247. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1863>.

Clark, GL, A. Feiner och M. Viehs. (2015). Från aktieägaren till intressenten: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance. *SSRN Electronic Journal*.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.2508281>

Cormier, D., Magnan, M. och Van Velthoven, B. (2005). Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions? *European accounting review*, pp.3-39.

<https://doi.org/10.1080/0963818042000339617>

De Klerk, M. , de Villiers, C. och van Staden, C. (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices: Evidence from the United Kingdom. *Pacific Accounting Review*, Vol. 27, pp.208-228. <https://doi.org/10.1108/PAR-05-2013-0047>

Derwall, J., N. Guenster, R. Bauer och K. Koedijk. (2005). Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal*, pp.51–63. <https://doi.org/10.2469/faj.v61.n2.2716>

Edmans, A. (2011). Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices. *Journal of Financial Economics*, pp.621–640.

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021>.

El Ghoul, S., O. Guedhami, H. Kim, and K. Park. (2018). Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence. *Journal of Business Ethics*, pp.335–361. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-3005-6>.

El Ghoul, S., O. Guedhami, C.C.Y. Kwok, and D.R. Mishra. (2011). Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital? *Journal of Banking & Finance*, pp.2388–2406.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426611000781?via%3Dihub#0005>

Elroy Dimson, Oğuzhan Karakaş, Xi Li. (2015). Active Ownership. *The Review of Financial Studies*, Vol. 28, pp.3225–3268. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv044>

Erhart, S. (2022). Take it with a pinch of salt—ESG rating of stocks and stock indices. *International Review of Financial Analysis*, Volume 83. DOI: 10.1016/j.irfa.2022.102308

Fatemi, A. Glaum, M och Kaiser, S. (2017). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044028316300680>

Goyal L. (2022). Stakeholder theory: Revisiting the origins. *J Public Affairs*, Vol. 22. <https://doi.org/10.1002/pa.2559>

Hassel, L., Nilsson, H. och Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*, pp.41-61. <https://doi.org/10.1080/0963818042000279722>

Harrison, J.S., T.V, Ho., D.A, Bosse. (2023). A Configurational Theory of Generalized Exchange in Stakeholder-Oriented firms. *Academy of Management Perspectives*, Vol. 37. <https://doi.org/10.5465/amp.2022.0034>

Hooghiemstra, R. (2000). Corporate communication and impression management – new perspectives why companies engage in corporate social reporting. *Journal of Business Ethics*, pp.55-68. <https://doi.org/10.1023/A:1006400707757>

Hörisch, Jacob., Schaltegger, Stefan., Freeman, R. Edward. (2020). Integrating stakeholder theory and sustainability accounting: A conceptual synthesis. *Journal of Cleaner Production*. Vol. 275. DOI: 10.1016/j.jclepro.2020.124097

Joseph A. Johnson., G. Steve and C. Jochen. (2020). Prioritizing Sustainability Issues: Insights from Corporate Managers about Key Decision-Makers, Reporting Models, and Stakeholder Communications. *American Accounting Association Vol. 20*, pp.28–60. DOI: 10.2308/API-19-018

Kristina P, Vatcheva., Min Jae, Lee., Joseph B, McCormick., Mohammad H, Rahbar. (2016). Multicollinearity in Regression Analyses Conducted in Epidemiologic Studies. *Epidemiology (Sunnyvale)*, Vol. 6. DOI: 10.4172/2161-1165.1000227

Krüger, P. (2015). Corporate Goodness and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, pp.304–329. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008>.

Mercereau, B., Melin, L. & Lugo, M.M. (2022). Creating shareholder value through ESG engagement. *Journal of Asset Management*, Vol. 23, pp.550–566. <https://doi.org/10.1057/s41260-022-00270-4>

Reverte, C. (2016). Corporate social responsibility disclosure and market valuation: evidence from Spanish listed firms. *Review of Managerial Science*, pp.411-435. <https://doi.org/10.1007/s11846-014-0151-7>

Schadewitz, H. och Niskala, M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. *Corporate social responsibility and environmental management*, pp.96-106. <https://doi.org/10.1002/csr.234>

Sebastianelli, Rose., Tamimi, Nabil. (2017). Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores. *Management Decision*, Vol. 55, pp.1660-1680. DOI: 10.1108/MD-01-2017-0018

Serafeim, G. (2020). Public Sentiment and the Price of Corporate Sustainability. *Financial Analysts Journal* pp.26–46. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2020.1723390>.

Struck, Daniel J. (2023). What We Talk About When We Talk About ESG. *Board Leadership*, Vol. 2023, pp.1-8. <https://doi.org/10.1002/bl.30237>

Zehir, E. och Aybars, A. (2020). Finns det någon effekt av ESG-poäng på portföljens prestanda? Evidence from Europe and Turkey. *Journal of Capital Markets Studies*, Vol. 4, pp.129-143. <https://doi.org/10.1108/JCMS-09-2020-0034>

Webbsidor:

Avanza. (u.å). *Vad är nyckeltalet P/E-tal?* Hämtad 2023-10-08. <https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/aktier/vad-ar-pe-tal.html?gclid=Cj0KCQjwpc-oBhCGARIsAH6ote->

[czidV5VZRWo0eMViLayqR2EZfrfMhbQ3uQDdu4z7ejwA5vf_1lyAaAmUGEALw_wcB&gclsrc=aw.ds](https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores#company-esg-scores)

Avanza. (u.å). *Vad är ett beta-tal?* Hämtad 2023-10-09. <https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/aktier/vad-ar-beta-tal.html>

Boverket. (5 april 2023). *Begreppet hållbar utveckling - FN*.
<https://www.boverket.se/sv/PBL-kunskapsbanken/planering/oversiktsplan/fysisk-planering/begreppet-hallbar-utveckling/fn/>

Börskollen. (5 feb 2021). *Vad är P/E tal?* <https://www.borskollen.se/vad-ar-pe-tal>

FAR. (u.å). *Miljön, socialt ansvar och bolagsstyrning är tre delar av hållbarhet*.
Hämtad 2023-09-21. <https://www.far.se/kunskap/hallbarhet/far-forklarar-hallbarhet/miljon-socialt-ansvar-och-bolagsstyrning-ar-tre-delar-av-hallbarhet/>

FAR. (19 juni 2023). *Nya regler om hållbarhetsredovisning*.
<https://www.far.se/kunskap/hallbarhet/far-forklarar-hallbarhet/frivillig-eller-lagstadgad-hallbarhetsrapportering/>

Fortnox. (2023). *Vad är Skuldsättningsgrad?* <https://www.fortnox.se/fortnox-foretagsguide/ekonomisk-ordlista/skuldsattningsgrad>

KPMG. (Oktober, 2023). *Rapportering enligt Global Reporting Initiative (GRI)*.
<https://kpmg.com/se/sv/home/tjanster/hallbart-foretagande/rapportera/gri.html>

LSEG. (November, 2023). *About us*.
<https://www.lseg.com/en/about-us>

Nordea. (Oktober, 2023). *Vad är ESG?*
<https://www.nordea.com/sv/nyhet/vad-ar-esg>

Refinitiv. (Maj, 2022). *Company ESG scores*. <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores#company-esg-scores>

Regeringen. (19 juni, 2023). *Nya regler om hållbarhetsredovisning.*

<https://www.regeringen.se/rattsliga-dokument/statens-offentliga-utredningar/2023/06/sou-202335/>

Riksdagen. (26 oktober, 2012). *Företags samhällsansvar (CSR).*

https://www.riksdagen.se/sv/dokument-och-lagar/dokument/skriftlig-fraga/foretags-samhallsansvar-csr_h01178/

TIN Fonder. (2023). *Price-to-Earnings.* <https://tinfonder.se/allt-om-fonder/vad-ar-pe-tal>

VISMA Spcs. (31 maj, 2021). *Tillgång – Vad är tillgångar?*

<https://vismaspcs.se/ekonomiska-termer/vad-ar-tillgang>