The Good, the Bad & the Profitable

En studie om kontroversiella och hållbara företags prestation på börsen.

Av: Leart Baca & Ali Badumé

Handledare: Ogi Chun

Södertörns högskola | Institutionen för Samhällsvetenskaper

Kandidatuppsats 15 hp

Företagsekonomi inriktning finans VT-2018

Sammanfattning

Titel: The Good, the Bad & the Profitable – En studie om kontroversiella och hållbara företags prestation på börsen
Ämne: Företagsekonomi inriktning finans
Författare: Leart Baca & Ali Badumé
Handledare: Ogi Chun
Bakgrund: Kontroversiella företag är företag verksamma i branscher som anses skada samhället och individer. Det kan därför vara motsägelsefullt för dessa att vara socialt ansvarsfulla som företag och kan även påstås vara omöjligt att vara socialt hållbar. Det finns även socialt hållbara företag och studier som visar att deras socialt hållbara arbete leder till ökat företags värde, samtidigt finns det studier som visar att kontroversiella företag ger en abnormt högre avkastning.
Syfte: Syftet med denna studie är att undersöka ifall det finns ett samband mellan högt rankade hållbara företag och högre avkastning. Detta för att ta reda på ifall hållbara företagens CSR – arbete har en påverkan på avkastningen.
Metod: Denna studie använder sig av en kvantitativ metod där sambandet mellan avkastning och hållbarhet undersöks. Hållbarheten bestäms genom Folksams index för hållbara företag och en regressionsanalys görs över åren 2009–2013.
Slutsats: Slutsatsen i denna studie är att kontroversiella företag presterar bättre än hållbara företag.
Nyckelord: CSR, kontroversiella företag, Folksam, avkastning, börsen.

Abstract

Title: The Good, the Bad & the Profitable – A study about controversial and sustainable companies' performance on the stock market.
Subject: Bachelor's thesis in Business administration
Authors: Leart Baca & Ali Badumé
Supervisor: Ogi Chun
Background: Controversial firms are firms active in industries that are considered harmful to society and individuals. It can therefore be contradictory for these companies to be socially sustainable and can even be considered impossible to be socially sustainable. There are on the other hand socially sustainable companies and studies show that their sustainability leads to increase firm value. At the same time, studies show that controversial firms earn abnormal high returns.
Aim: The aim of this study is to examine which of these two categories of firms performs best on the stock market. Also, if the performance is due to sustainability of the companies.
Method: The study is conducted in a quantitative way, where the correlation of stock market return and sustainability is examined. The sustainability ranking is determined by Folksams index for sustainable companies and a regression analysis is conducted over the years 2009-2013.
Conclusion: The conclusion in this study is that controversial stocks perform better than sustainable companies and that there is a negative correlation with being sustainable and return on stocks.
Key Words: CSR, controversial companies, Folksam, return, stock market.

Begreppsförklaring

CSR: Corporate social responsibility – Företagens sociala ansvar
Sin/vice/controversial stocks: Kontroversiella branscher/företag:
FIFAF: – Folksams index för socialt ansvarsfullt företagande
SRI: Socially Responsible Investment
KLD: Kinder, Lydenberg & Domini

Innehållsförteckning

1. Inledning 7

1.1 Bakgrund 7

1.2 Problemdiskussion 10

1.3 Forskningsfråga 12

1.4 Syfte 12

1.5 Avgränsning 13

2. Teoretisk referensram 14

2.1 Teori – CSR 14

2.1.2 Tidigare forskning – CSR 15

2.2 Intressentteorin 16

2.3 Kontroversiella branscher 17

2.3.1 CSR i Kontroversiella branscher 19

3. Metod 21

3.1 Forskningsstrategi 21

3.2 Datainsamling 22

3.3 Population och urval 23

3.4. Bortfall 24

3.5 Operationalisering 24

3.5.1 Operationalisering av CSR 24

3.5.2 Operationalisering av kontroversiella företag 25

3.5.3 Avkastning 26

3.5.4 Standardavvikelse 26

3.5.5 P/E-tal 26

3.6 Regressionsanalys 27

3.6.1 Bivariat regression 27

3.6.2 Multipel regression 27

3.6.3 Kontrollvariabler 27

3.6.4 Risk 28

3.6.5 Storlek 28

3.7 Reliabilitet 28

3.8 Validitet *29*

3.9 Kritisk granskning av metod *29*

4. Resultat **31**

4.1 Resultat avkastning *32*

4.2 Resultat regression *33*

5. Analys **37**

6. Diskussion **42**

6.1 Implikationer *43*

6.2 Förslag till vidare forskning *43*

7. Slutsats **45**

8. Referenser **46**

9. Bilagor **50**

9.1 Månadsavkastning för alla företag *50*

9.2 Totala avkastningen alla företag *51*

9.3 Totala avkastningen endast spelbolag *52*

9.4 Månadsavkastningen endast spelbolag *53*

1. Inledning

I det inledande kapitlet beskrivs bakgrunden till problemet som skall undersökas, vidare diskuteras varför det är ett problem. Kapitlet avslutas med forskningsfråga, syfte och avgränsning.

1.1 Bakgrund

Corporate Social Responsibility (CSR) har under det senaste årtiondet blivit en viktig och dominant fråga bland företag (Ding, Ferreira & Wongchoti, 2016) men är som koncept inget nytt inom varken företagande eller hos forskare, utan började utvecklas redan under 1950-talet och definierades mer tydligt under 1960-talet. Under 1980-talet ökade studierna i form av mer empiri och framväxten av tillhörande teorier som till exempel Corporate Social Performance (*CSP), stakeholder theory* och *business ethics* (Carrol, 1999). Till en början dominerades CSR-forskningen av managementlitteratur men så småningom tillkom även CSR-forskning inom revision samt ringa forskning på finansfältet (Malik 2014).

Det finns idag ingen exakt definition av vad CSR är, till exempel skriver Dahlsrud (2006) om 37 olika definitioner av CSR och meningen av dessa. Malik (2014) förtydligar avsaknaden av en entydig definition när han skriver att avsaknaden av en exakt beskrivning av CSR också leder till en avsaknad av ett exakt sätt att mäta det på. Men i grunden handlar CSR om att företag ska agera hållbart på flera nivåer samt agera hållbart utöver det som lagen kräver. Till exempel gjorde Carroll (1991) en pyramid för olika grader av CSR ett företag kan jobba gentemot. Dessa består av, med början nedifrån, det ekonomiska-, det rättsliga-, etiska- och filantropiska ansvaret (ibid.).

Med ökat antal investeringar i socialt ansvarsfulla företag och ökat antal publicerade akademiska artiklar har CSR under de två senaste årtiondena blivit ett växande ämne och diskussionen om vilken roll CSR bör ha i ett företag har växt (Malik 2014; Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang & Yang 2012). Det ökade intresset för CSR syns även i hur företag börjat engagera sig mer i ämnet genom att rapportera sitt CSR-arbete i årsredovisningar, på hemsidor och i marknadsföring (Cai, Jo & Pan, 2012). Till exempel var det i början av 1990-talet cirka 100 företag som publicerade enskilda CSR-rapporter tillsammans med årsredovisningen. Idag har denna siffra ökat till över 1000 (Dhaliwal et al., 2012; Ding et al., 2016).

Riksdagen beslutade 2016 att företag som uppfyller ett antal krav enligt EU-direktiv ska upprätta en hållbarhetsrapport. Syftet med rapporten är att öka transparensen gällande hur företag arbetar med hållbarhetsfrågor. Information som ska redovisas är hur företaget arbetar med miljö-, sociala- och personalfrågor, mänskliga rättigheter samt motverkande av korruption. Utöver detta har det även skett en ändring i årsredovisningslagen. Ändringen innebär att företag vars värdepapper är noterade på en reglerad marknad ska tillämpa en mångfaldspolicy i styrelsen. (PWC, 2016)

Samtidigt som CSR tar större plats hos företag och krav på hållbarhetsrapporter införs ökar även antalet företag som verkar inom så kallade *kontroversiella branscher*. Dessa branscher utgörs av företag som genererar sin omsättning och vinst från produkter eller tjänster som anses vara en "synd" (Hong & Kacperczyk 2008). Exempel på detta är alkohol, tobak, pornografi och hasardspel (ibid.). De kontroversiella företagen kallas bland annat för “sin stocks”, “vice stocks”, “controversial stocks” och “unethical stocks” (Blitz & Fabozzi 2017; Hong & Kacperczyk 2008). Dessa företag diskrimineras ofta av större institutionella investerare på grund av dess verksamhet. Deras produkter och tjänster anses vara skadliga av den orsaken att de är beroendeframkallande samt på grund av de sociala konsekvenser som medföljer. Samtidigt som SRI (Social Responsible Investment) växer, faller de kontroversiella företagen utanför denna kategori och därmed även utanför de investeringar som görs av institutionella investerare som specialiserar sig på SRI (Hong & Kacperczyk 2008). Det är dock inte bara hos institutionella investerare som kontroversiella företag nedvärderas. Även konsumenterna innehar en roll i frågan om företagens hållbarhet (Przychodzen & Przychodzen 2013). Varje år genomförs enkäter på konsumenternas synpunkter på företag och sammanställs sedan i en lista. År 2017 hamnade två av Sveriges största spelbolag, Unibet och Betsson, längst ner på denna lista (Sustainable Brand Index 2017).

Figur 1: Summan av socialt hållbara investeringar i Europa mellan åren 2005–2013 (European SRI study, 2015)

Generellt påstås det att företag med en stark CSR-framförhållning ökar företagets värde på lång sikt, det visar en majoritet av studierna i ämnet. CSR-arbete kan förbättra olika segment i företag som ökad produktivitet, förbättrad riskhantering samt earnings quality, Investeringar i hållbara företag kan även ge abnormalt högre avkastning. Däremot finns det flertalet studier som visar det motsatta. (Malik 2014; Mollet, von Arx & Ilic 2012). Orsaken till att studier presenterar olika resultat kan bero på hur CSR mäts och vilka länder som inkluderas i studien (Cai et al., 2012; Dhaliwal et al., 2011). Därför finns det vissa metodologiska problem med studier gällande CSR och dess påverkan på ett företag (Servaes & Tamayo 2013).

Yani-de-Soriano, Javed & Yousafzai (2012) menar att företag som är verksamma i kontroversiella branscher aldrig kan uppnå en högre CSR-nivå, eftersom produkten i själva verket skadar samhället vilket är det CSR ska motverka. Cai et al., (2011) visar däremot att kontroversiella företag som engagerar sig i CSR påverkar företagets värde positivt. Studier visar även att kontroversiella företag generellt genererar en abnormt högre avkastning på aktier än andra företag på börsen (Hong & Kacperczyk 2008; Blitz & Fabozzi 2017; Fabozzi, Ma & Oliphant 2008; Salaber 2009). Detta kan anses vara motsägelsefullt, varför det blir intressant att studera hur dessa två separata kategorier av företag faktiskt presterar på börsen och ifall hållbara företag presterar bättre än kontroversiella.

1.2 Problemdiskussion

Forskning kring CSR och hur det påverkar företagens värde är bred samt utvecklad och de flesta studier visar att CSR-aktiviteter kan spela stor roll när det kommer till att öka ett företags värde (Malik 2014). Utöver företagens strävan efter att bli mer hållbara, stiftar styrande organ lagar och regler i syfte att öka transparensen gällande företagens arbete mot hållbarhet samt den skada företagen kan medföra samhället (PWC, 2016). I dagsläget upplever även företag att det finns påtryckningar från allmänheten att företag ska redovisa aktiviteter som påverkar samhället samt att de ska vara mer transparenta (Pérez, Lopez & Garcia-De los Salmones 2017).

En enkät som besvarades av VD:ar visade att en stor majoritet anser att CSR kan förbättra ett företags konkurrenskraft och är ett kritiskt element för ett företags framtid (Flammer 2015), detta förstärks även av forskning gjord på området. Studier visar att det finns ett positivt samband mellan CSR och finansiell prestation, ett företags värde och att investeringar i hållbara företag kan generera en abnormt högre avkastning (Mollet et al., 2012; Flammer, 2015). Przychodzen & Przychodzen (2013) visade att en investeringsstrategi där investeraren köper aktier i företag som uppnådde vissa kriterier gällande hållbarhet skulle generera en abnorm avkastning på 7,4 %. Vad gäller sambandet mellan CSR-arbete och dess positiva effekt på ett företags värde exemplifierar Flammer detta genom att visa på hur detaljhandelskedjan Marks & Spencer på fem år ökade sin omsättning med hjälp av ett CSR-program.

För företag verksamma i kontroverisella branscher visar forskning på att dessa inte kan uppnå fullständig CSR på grund av deras produkt eller tjänst (Yani-de-Soriano et al., 2012) och därmed ser deras CSR-arbete annorlunda ut. Yani-de-Soriano et al. (2012) exemplifierar i sin studie argument för varför spelbolag inte kan uppnå fullständig CSR på grund av deras produkt eller tjänst. Den skada spelbolag för med sig är tillräckligt stor för att påverka kundens mentala och fysiska hälsa, relationer samt akademiska prestationer på ett negativt sätt. På grund av detta menar författarna (ibid.) att spelbolag, trots deras aktiva arbete med CSR-frågor samt försök att minimera skadan deras produkt medför, inte kan nå högre nivåer med sitt CSR-arbete. Cai et al. (2012) visar dock att det samband som finns mellan CSR-arbete och ett företags värdeökning även gäller för kontroversiella branscher, detta alltså trots deras bristande legitimitet på området. Dessutom kan spelbolag trots dess påvisade negativa

effekter uppnå en viss legitimitet inom CSR, men för att bibehålla denna krävs ett fortsatt lagligt, etiskt och transparent agerande (ibid.).

Konsumenter dras till företag vars värderingar och normer stämmer överens med ens egna. Yoon, Gurhan-Canli & Schwarz (2006) undersöker hur konsumenter uppfattar CSR-initiativen från företag med dåligt rykte, däribland kontroversiella företag. Oftast finns en misstro till dessa företag när de ska genomföra något gott för samhället då det inte uppfattas vara genuint. Författarna kom fram till att konsumenter gjorde antagandet att CSR-aktiviteter genomförs på grund av de fördelar som företaget får i form av god publicitet. Vidare blev konsumenterna mer misstänksamma mot företagets intentioner beroende på var de fick informationen ifrån, där de var mer misstänksamma ifall de fick informationen från företaget själva. (Yoon et al., 2006)

Blitz & Fabozzi (2017) menar att kontroversiella företag inte är de hållbara företagens motpol då etik är något som varje individ avgör själv. Blitz & Fabozzi (2017) tar exempelvis upp Mcdonald's som inte ses som ett kontroversiellt företag men som skulle kunna bli det då de tjänar på samhällsskada genom att sälja produkter som medverkat i att skapa en fetmaepidemi.

Tre av de fyra områden vi avgränsat oss till levererar produkter som är beroendeframkallande samt är påvisat negativa. Tobak har en rad negativa effekter, inte bara på konsumenten utan även på passiva konsumenter samt på miljön. Tobaksodling kräver skogsskövling, vilket leder till skador på naturens mångfald samt ökad växthuseffekt. Även vid konsumtionen av cigarreter skadas miljön då närmare en miljard rökare förorenar luften. Men den skada som kanske är starkast förknippad med tobaksrökning är den skada den har på konsumenten. Rökning av cigaretter är idag den största påverkbara orsaken till cancer. (WHO 2017) Även alkohol har effekter som påverkar konsumenten negativt. Det är bland annat en ledande riskfaktor vid sjukdomar samt död. Vidare är det påvisat att alkohol har vid över 50% av alla våldsbrott samt sexualbrott haft en direkt koppling till brottet. Trots dessa negativa effekter som kommer från alkohol har konsumtionen ökat och sedan 1950-talet fördubblats (Brottsförebyggande rådet, 2015).

För hasardspel finns inte de fysiska problem som nämnts med alkohol och tobak men kan fortfarande leda till negativa effekter för spelaren (Yani-de-Soriano et al., 2012). I Sverige idag har cirka 2% av befolkningen spelproblem, och sedan första januari 2018 ingår

spelmissbruk i hälso- och sjukvårdslagen (Folkhälsomyndigheten, 2018). Hasardspel har på senare tid växt explosionsartat och, till skillnad från tobak, även fått en högre social acceptans med en bred konsumtion där majoriteten använder produkten (Yani-de-Soriano et al., 2012). Samtidigt finns det en oro att hasardspel online kan öka spelmissbruk eftersom det låter en att bruka hasardspel utanför det offentliga rummet. Att jämföra med alkohol och narkotika som är svårare att bruka i offentliga rum. (Griffiths & Parke 2002). Yani-de- Soriano et al. (2012) visar även i sin studie att personer som spelar online löper högre risk att hamna i spelmissbruk.

Diskussionen kring CSR och dess påverkan på ett företags värde är motstridigt. Det övervägande argumentet är dock att det påverkar företag positivt ur flera perspektiv samt att det genererar en abnormal avkastning. Det argumenteras däremot för att kontroversiella företag aldrig kan uppnå en högre nivå av CSR och hållbarhet samtidigt som de också menas generera en abnormal avkastning. Kontroversiella företag har en konflikt gällande CSR, hållbarhet och produkterna. Omsättningen, och därmed vinsten ökar ifall konsumenterna missbrukar produkterna och ökar konsumtionen, detta står i konflikt med målet att vara socialt hållbar. Hur ställer sig de kontroversiella företagen mot aktieägarna och vinstmaximering samtidigt som de uppmanar till rimlig konsumtion? Denna studie kommer att placera de kontroversiella företagen verksamma inom tobak, alkohol, hasardspel och vapen mot de hållbara företagen för att se ifall det finns en skillnad i avkastning på aktier. Studien avser att utifrån tidigare teorier se ifall om företag som klassificeras som hållbara med ett aktivt CSR-arbete genererar en högre avkastning än kontroversiella företag.

1.3 Forskningsfråga

Genererar företag som är högt rankade inom hållbarhet en högre avkastning än företag verksamma i kontroversiella branscher?

1.4 Syfte

Syftet med denna studie är att undersöka ifall hållbara företag presterar bättre än kontroversiella företag. Detta för att ta reda på ifall de hållbara företagens CSR – arbete har en påverkan på avkastningen.

1.5 Avgränsning

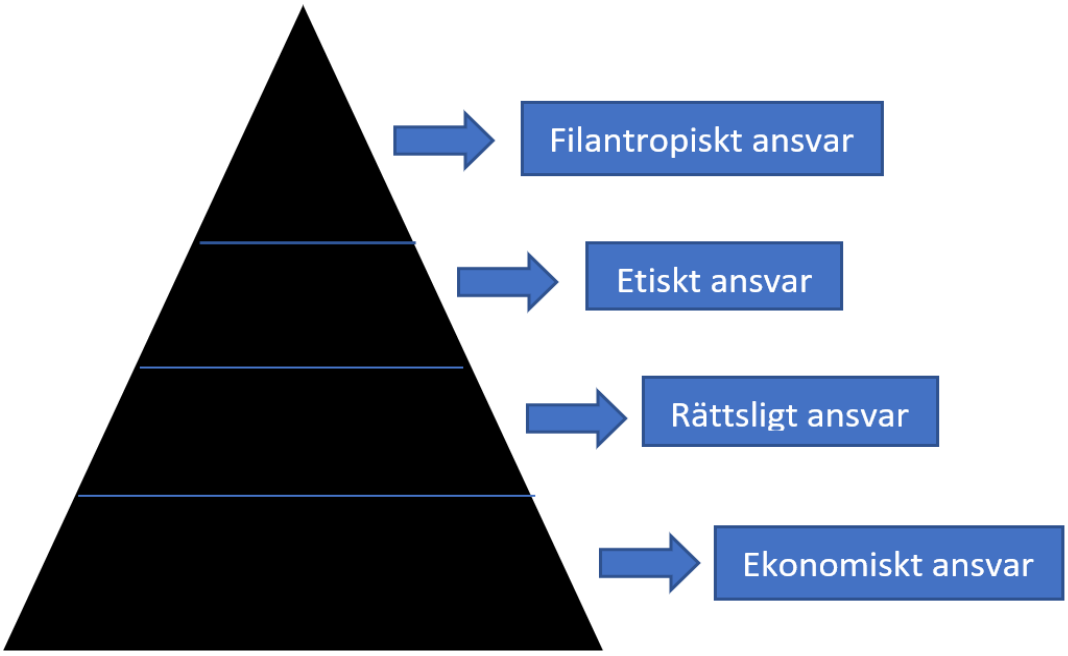
Studien kommer att avgränsas till Sverige. Inom kontroversiella branscher kommer alkohol, tobak, vapen och hasardspel tas i beaktning. Sverige har näst högst årlig avkastning på kontroversiella företag med mindre än en procentenhet efter USA (Fabozzi et al. 2008). Pornografi och marijuana kommer att uteslutas då mängden pornografiföretag och marijuana är obefintliga och när det kommer till marijuana finns det hittills inga studier som har inkluderat det.

2. Teoretisk referensram

Detta avsnitt kommer att framföra teorier och modeller som beskriver vad CSR är samt betydelsen av CSR för företag. Vidare kommer det även presenteras för teorier som klassificerar kontroversiella branscher samt deras roll inom CSR-arbetet.

2.1 Teori – CSR

Under CSR-forskningens framväxt under tidigt 1960-tal definierades CSR som “seriously considering the impact of the company's actions on society” och vidare “Social responsibility is the obligation of decision makers to take actions which protect and improve the welfare of society along with their own interests" (Carroll 2016). Även idag har CSR ett flertal definitioner och har sedan CSR-forskningens början ändrats och utvecklats med tiden, till exempel tar Dahlsrud (2006) fram 37 olika definitioner för begreppet. Allmänt anses dock CSR vara ageranden från företagen för samhällets bästa.



Figur 2. *Carrolls CSR-pyramid* (Carroll, 2016)

Den mest populära CSR-modellen är Carrolls CSR-pyramid som publicerades i en artikel 1991 (Carroll 2016). Pyramiden består av det ekonomiska, legala, etiska och filantropiska ansvaret. Det ekonomiska ansvaret grundar sig i att företagens roll i samhället är att producera varor och tjänster till en vinst. Ur ett historiskt perspektiv var syftet för företagen att producera varorna och tjänsterna till en acceptabel vinst men ändrades sedan till att maximera

vinsten. Det legala är att företag ska fullfölja målet att maximera vinsten samtidigt som de följer de lagar och regleringar som är stadgade. Det etiska ansvaret är svårt att definiera då det inte är klargjort som lagarna men det är vad samhället anser vara etiskt rätt. Vissa lagar omfattar även det etiska ansvaret och företag skall möta de förväntningarna från samhället för att uppnå nivån av etiskt ansvar. Det filantropiska ansvaret kan inte klassas som ett ansvar då det inte är klart vad som innebär samt att det är utanför företagets verksamhet. Skulle ett företag inte agera filantropiskt skulle det inte anses vara oetiskt (Carroll 1991).

2.1.2 Tidigare forskning – CSR

Tidigare forskning kring CSR och dess positiva påverkan på ett företags värde eller lönsamhet är motstridiga. Vad som kan konstateras av tidigare studier är att det inte finns ett definitivt svar kring huruvida CSR-arbete ger ökad lönsamhet eller värde. Trots att en majoritet av studierna visar att CSR har en positiv påverkan, visar även ett flertal studier det motsatta (Servaes & Tamayo 2013).

Företagens CSR-arbete kan resultera i en förbättring av rykte bland kunder, anställda och investerare och i sin tur tillfredsställa de nämnda parterna (Orlitzky, Schmidt & Rynes 2003). En studie av Valentines & Fleischman (2008) visar hur företag och deras etiska värderingar och standarder har en positiv påverkan på företagets CSR-arbete. Detta anser författarna vara viktigt på grund av de studier som visar att företag som engagerar sig i sociala problem stärker relationen med aktieägarna, samhället och media. Utöver detta kan det även stärka företagets finansiella position (Valentines & Fleischman 2008). Hong och Andersen (2011) visar att socialt ansvarsfulla företag har högre kvalitet på dess finansiella rapportering. Detta menar författarna är viktigt i ett företags värde och framgång då företag kommunicerar med utomstående via finansiella rapporter. De finansiella rapporterna leder i sin tur till att externa aktieägare kan bedöma företagets tillstånd, exempelvis kassaflödet, och sedan investera (Hong & Andersen 2011).

Przychodzen & Przychodzen (2013) menar likt Hong & Andersen (2011) att det finns positiva effekter av CSR-arbete leder till positiva effekter. Przychodzen & Przychodzen (2013) visar att det finns en stark korrelation mellan hållbara företag och abnormal avkastning. Hållbara företag har visats generera en högre avkastning än marknaden. Studien (ibid.) visade att de hållbara företagen genererade en avkastning på 9,57 % årligen under en period över fem år, S&P 500 index genererade samtidigt en avkastning på 0,15% årligen under samma period. Vidare menar författarna att de hållbara företagen även visar på anti-cykliska mönster.

Studien visar att förlusterna ofta är lägre och vinsterna ofta högre för hållbara företag under börskrascher. (Przychodzen & Przychodzen 2013)

Andra fördelar med aktivt CSR-arbete är även att företaget som arbetsgivare blir mer attraktivt (Turban & Greening 1997). Även Caroline Flammer (2015) undersöker sambandet mellan CSR och CFP Specifikt undersöker hon CSR-aktiviteter som föreslås för styrelsen men som godkänns med en knapp marginal. Studien visar att genomförandet av CSR-aktiviteter som röstas igenom med en knapp marginal ger en positiv avkastning samt överlägsen bokförd prestanda, vilket i sin tur ökar värdet på företaget (Flammer 2015). Ding et al. (2016) menar att CSR ökar ett företags värde men endast beroende på hur CSR-arbetet speglar sig. Författarna skriver om hur relativ CSR kan öka ett företags värde, alltså, endast för företag vars CSR-arbete klassas som över snittet kan värdet öka (Ding et al. 2016).

Det finns däremot studier som inte finner bevis för att företagens socialt hållbara arbete leder till finansiellt positiva resultat. Chen & Wang (2011) menar att socialt hållbart arbete leder till att marknadseffektiviteten minskar. Vidare finns studier som menar att det beror på hur CSR-arbetet implementeras i företagets strategi. En studie visade att företag som sakta och under en längre period engagerar sig i CSR och med en början på interna dimensioner, kan då leda till en positiv påverkan på ett företags finansiella prestation (Tang, Hull & Rotheberg 2012).

2.2 Intressentteorin

Intressentteorin kan ge en förklaring till varför det kan ge positiva effekter för företag att engagera sig inom CSR. Teorin handlar om företag och organisationers handlingar och dess konsekvenser gentemot intressenter. Intressenter definierades 1984 av Edward Freeman som grupper eller individer som påverkas eller kan påverka företag och dess mål. Tanken bakom teorin var att om ledningen kan påverka eller påverkas av dessa individer eller grupper ska dessa tas hänsyn till med en separat strategi (Freeman, Wick & Parmar 2004). Perez et al. (2017) menar att flera studier visar att utformningen av CSR-rapporter påverkas av intressenter. Vidare kommer författarna i studien fram till att frekvent rapportering av CSR ökar företagets hållbarhetsrykte. Däremot var det rapporteringen till investerare som gav effekt, rapportering till andra intressenter såsom kunder eller anställda gav ingen effekt alls gällande rykte. (Perez et al. 2017)

Cordeiro & Tewari (2015) finner i sin studie att investerare reagerar positivt när nyheten om att ett företag rankas högt inom CSR, specifikt hållbarhet och miljö. I studien kommer

författarna fram till att företag som aktivt arbetar med CSR blir högt rankade av organisationer gällande hållbarhet och får ett bra rykte. Vidare blir de sedan uppmärksammade av investerare. Investerare räknar med att de högre rankade företagen, kommer på grund av rankingen, öka sitt framtida kassaflöde. De positiva reaktionerna förväntas komma från medvetna kunder, anställda och statliga miljöinspektioner och därmed ökar aktiepriset. Företag som rankades högre gällande hållbarhet och miljö hade högre aktieavkastning än de lägre rankade enligt den listan som användes.

När det kommer till intressenter så görs antagandet att normer spelar en viktig roll (Freeman, Wicks & Parmar 2004). Detta stämmer överens med Hong och Kacperczyk (2008) som menar att kontroversiella företag försummas av institutionella investerare på grund av att sociala normer kan väga tyngre än vinstmaximering. Vidare menar de att detta är uppenbart vid en närmare titt på SRI (Socially Responsible Investing). Pensionsfonder är exempel på institution som aktivt väljer bort kontroversiella företag för att endast satsa på hållbara företag, vilket i sin tur kan medföra en finansiell alternativkostnad. (Hong och Kacperczyk 2008).

2.3 Kontroversiella branscher

Kontroversiella branscher är branscher som av många anses vara syndiga, detta på grund av den beroendeframkallande natur som produkterna eller tjänsterna innehar samt hur det påverkar samhället när produkten eller tjänsten konsumeras alltför mycket. Huvudsakligen omfattar detta hasardspel, tobak och alkohol men innefattar även vapen och pornografi (Hong & Kacperczyk 2008). Som nämnts har även kategorin marijuana tillkommit men på grund av att den inte har inkluderats i någon studie hittills och industrin fortfarande är ringa bortses den i dagsläget från studier där kontroversiella företag inkluderas (Blitz & Fabozzi 2017).

Hong & Kacperczyk (2008) menar att marknaden påverkas av sociala normer och att det idag finns en social norm som säger att det är negativt att stödja kontroversiella företag. Nämnda sociala norm för med sig en oro hos institutionella investerare om att få ett dåligt rykte för stödjandet av kontroversiella företag och anses därför vara grunden till varför sådana investeringar är mer sällsynta i kontroversiella företag än andra. Detta syns bland annat på snittet av institutionellt ägarskap i kontroversiella företag och andra bolag; 23% respektive 28%. Detta påverkar de kontroversiella företagens finansiella prestation eftersom finansieringen i större utsträckning måste ske via lån. Även analytiker försummar kontroversiella företag. I snitt analyseras företag av 1,7 analytiker, för kontroversiella företag är samma siffra 1,3. Kontroversiella företag har även generellt lågt p/e-tal och p/b-tal vilka

anses vara relativt billigare att köpa dessa aktier än andra motsvarande. (Hong & Kacperczyk 2008)

Som nämnts kallas ibland aktier tillhörande företag som verkar i dessa branscher för "sin stocks", "vice stocks" eller "controversial stocks". Tidigare studier har undersökt hur dessa aktier presterar och har kommit fram till att de presterar abnormt högre än index (Hong & Kacperczyk 2008; Blitz & Fabozzi 2017; Fabozzi et al., 2008). Hong och Kacperczyk (2008) studie som sträcker sig över åren 1965-2006, visar att kontroversiella företag hade en abnormal avkastning på 0,25% över motsvarande företag, avkastningen var på en månadsbasis och utan kontrollvariabler. Vid tillägg av kontrollvariablerna storlek, risk och momentum visade regressionen en fortsatt abnorm avkastning på 0,26% (ibid.). Fabozzi et al. (2008) undersöker avkastningen av kontroversiella företag utan att kontrollera för varför. I studien jämförs en portfolio med kontroversiella företag med index där de kontroversiella företagen presterade bättre än index. Under perioden 1970-2007 genererade de kontroversiella företagen i studien en årlig avkastning på 19,02%, att jämföra med index som genererade en årlig avkastning på 7,87% (ibid.). Studien av Blitz och Fabozzi (2017) visar en abnormal avkastning på 0,46% per månad över perioden 1990-2016 utan kontrollvariabler. Blitz och Fabozzi vidareutvecklar variablerna och adderar lönsamhet och investeringar till de tre Hong och Kacperczyk (2008) använde sig av. Resultatet med denna addering blir att det inte finns någon anomali i kontroversiella företag som gör att de presterar bättre, det tillkommer inte heller bevis för en högre avkastning på grund av den specifika risk som kontroversiella företag förknippas med (Blitz & Fabozzi, 2017).

Orsaken till varför kontroversiella företag presterar bättre är delad, Hong & Kacperczyk (2008) menar bland annat att sådana företag systematiskt försummas av investerare för att inte associeras med aktierna vilket leder till en undervärdering aktien. Vidare menar författarna även att de större finansiella institutionerna som avstår från kontroversiella företag betalar en finansiell kostnad för det (Hong & Kacperczyk 2008). Detta är en populär förklaring till aktiernas höga avkastning och de investerare som väljer att investera i kontroversiella företag får då högre avkastning på grund av den riskpremie som är förknippat med kontroversiella företag. Blitz & Fabozzi (2017) menar däremot att deras studie framför orsakerna till de kontroversiella företagens avkastning, som inte är abnormalt högre.

Salaber (2007) genomförde en liknande studie på företag i Europa men från ett perspektiv där religion analyserades som en variabel som påverkar synen på kontroversiella företag.

Resultatet för studien blev att kontroversiella företag kan generera högre avkastning beroende på landet de är verksamma i. Salaber (2007) kom fram till att de faktorer som påverkar detta är religiösa samt legala faktorer. Den religiösa faktorn visade att protestanter i större utsträckning är mer negativt inställda till kontroversiella företag än katoliker. Den legala faktorn visade att kontroversiella företag har en högre risk-justerad avkastning när landet har en högre punktskatt. Vidare kunde man se att kontroversiella företag har en högre risk att hamna i rättsliga tvister. (Salaber 2007)

Kontroversiella företag försöker profilera sig själva som goda företag med påståenden om att de har en etisk framförhållning till sin verksamhet och ett socialt ansvar. Flera tobaksföretag som Philip Morris, Japan Tobacco och Imperial Tobacco har information på sina hemsidor om sitt sociala ansvar och Philip Morris siktar på att bli ett av världens mest socialt hållbara företag för konsumentprodukter (Altria 2017). CSR-aktiviteter hos tobaksföretag har däremot kritiserats och WHO har ifrågasatt om det ens finns en möjlighet för tobaksföretag att vara socialt ansvarsfulla (Palazzo & Richter 2005; Yani-de-Soriano et al., 2012)

2.3.1 CSR i Kontroversiella branscher

Syftet med CSR är att skapa en form av respekt och att förbättra sitt rykte hos allmänheten. För kontroversiella branscher ser inte detta arbete likadant ut som för andra. Palazzo & Richter (2005) visar hur tobaksbolagen kämpar med sitt sociala ansvar på en annan nivå av legitimitet jämfört med andra företag.. Palazzos & Richter (2005) förklarar vidare hur tobaksindustrin är annorlunda än andra. Dels tampas tobaksbolagen med det faktum att tobak onekligen är farligt och beroendeframkallande, detta har forskning visat. Utöver dessa hälsorisker förknippade med tobak menar författarna (ibid.) även att tobaksföretagen förlorat sin trovärdighet på grund av tidigare händelser där tobaksföretagen försummat sitt förtroende. Exempelvis har representanter från företagen manipulerat information samt förnekat risker med konsumtion av tobak. Därför menar författarna att när det kommer till CSR-aktiviteter bland tobaksföretagen är legitimiteten som är den mest sårbara delen. På grund av detta ser CSR-arbetet annorlunda ut för tobaksföretagen och bör därmed enligt Palazzo och Richter (2005) också analyseras annorlunda.
Problemen som dyker upp enligt Palazzo & Richter (2005) delas upp i fyra CSR-kategorier:

- Företagens filantropi
- Samarbete med intressenter
- CSR-rapportering
- Intern självreglering.

Den filantropiska aspekten kan stöta på problem i form av att organisationer helst inte tar emot pengar från tobaksbolagen. Detta gäller även samarbete med intressenter, även där kan ryktet skadas på grund av samhörigheten med tobaksbolag. Andra problem som kan uppstå är att företag har en CSR-strategi som komplimenterar sin verksamhet. Detta kan vara ett problem för tobaksföretagen då det är i direkt konflikt med deras produkt (Palazzo & Richter 2005). I CSR-rapporteringen fokuserar företag på de positiva aktiviteterna med en mindre självkritik och tobaksföretagen gör detsamma(ibid.). Ofta får de kritik för att deras CSR-rapportering döljer skador som produkten medför (ibid.) Syftet med självregleringen för tobaksbolagen påstås vara att minska försäljningen, detta har dock visat sig inte påverkas av självregleringen, varför tobaksföretagen saknar legitimitet (ibid.)

Yani de Soriano et al. (2012) som tittar på spelbolag menar likt Palazzo & Richter (2005) att ett CSR-arbete är något allmänheten förväntar sig av ett företag och att det arbetet för kontroversiella företag ser annorlunda ut (Yani de Soriano et al. 2012). Det stämmer in även på spelbolag. Bland annat visar den ringa forskning som finns på ämnet att spelbolags CSR-arbete saknar faktisk effekt och att deras, likt tobaksbolagens, självregleringar av sin produkt är ineffektiva vad gäller motverkning av missbruk (ibid.). Även Yani de Soriano et al. (2012) menar att produkternas negativa effekter leder till att kontroversiella företag inte kan mäta sig med andra företag vad gäller CSR men att företagen trots detta bör engagera sig i CSR-aktiviteter, iallafall på en transaktionell nivå. Med det menas att företagen alltså ska följa legala- och moraliska regler samt vara transparenta med sina intentioner (ibid.)

3. Metod

Metodkapitlet innehåller information om hur variablerna i studien operationaliseras samt empirin tillsammans med urvalet och bortfall. Vidare beskrivs hur studien skall genomföras och avslutas med en diskussion av kvaliteten på metoden och varför det valdes.

3.1 Forskningsstrategi

Studien ämnar undersöka ifall det råder en skillnad i avkastning på aktier mellan kontroversiella företag och hållbara företag. Studien avser att utgå från befintliga teorier som behandlar teorier inom CSR och kontroversiella företag samt deras avkastning på aktier. Baserat på dessa teorier avser studien fortsätta på tidigare studier gällande företagens prestation på börsen. För att besvara problemformuleringen och komma fram till en slutsats kommer studien utgå från en kvantitativ metod.

Forskningsstrategi handlar om att ha överseende med strategin som används till undersökningen då den ska vara användbar samt ge svar på syftet. Det är särskilt viktigt att metoden som väljs ska vara lämplig för undersökningen. Det valda syftet bör även vara tydligt utformad eftersom forskningsstrategin är studiens utgångspunkt (Eliasson 2013). I denna studie är syftet att genom en empirisk undersökning ta reda på om företag som är högt rankade inom hållbarhet presterar bättre än kontroversiella företag som inte kommer kunna uppnå en högre nivå av CSR. Studien bygger på en deduktiv ansats och kommer använda sig av sekundära kvantitativa data. För att utföra detta har frågeställningen testats genom insamling av befintliga data som sedan analyserades i statistikprogrammet SPSS i avsikt att informationen ska vara användbar till denna undersökning. Resultatet som erhålls efter bearbetning återkopplas till de valda teorierna samt tidigare forskning.

När en metod tillämpas ska tillvägagångssättet som är bäst lämpad för valet av problemformulering och teorier tas i beaktande (Eliasson 2013). Det finns två forskningsmetoder att gå tillväga med, kvalitativ eller kvantitativ. Valet av metod görs utifrån undersökningens uppbyggnad samt vad som avses att granska. I den kvantitativa metoden ligger fokus på insamling och analys av numeriska data (Eliasson 2013). Den kvalitativa metoden fokuserar mer djupgående på det som ska undersökas (Eliasson 2013; Bell & Waters 2015). Vid intervjuer kan verksamhetsutövare enkelt vinkla implementeringen av CSR-arbete till sin egen vinning vilket ger ett inslag av subjektivitet och trovärdigheten för denna studie hade påverkats negativt. Vidare menar vi att insamling av data är objektiv då det är framtagna

siffror utan inslag av personliga åsikter. Även det faktum att studien ämnar till att undersöka ifall företag som är högt rankade inom hållbarhet genererar en högre avkastning än företag verksamma inom kontroversiella branscher talar för valet ett kvantitativt tillvägagångssätt.

Utgångspunkten för valet av metod i denna undersökning var problemformuleringen. Tillämpning av teorier i tidigare studier ska kunna förklara samt möjliggöra utförandet av denna undersökning på bästa sätt. Eliasson (2013) menar att teorin som används bör antingen ha ett betydelsefullt budskap om frågeställningen eller kunna praktiseras på den. Forskningsmetoden valdes utifrån det tillvägagångssätt författarna arbetade i enlighet med. En kvantitativ metod med deduktiv ansats var bäst lämpad för denna undersökning eftersom författarna valde att utgå från befintlig teori och insamling av data som sedan analyserats på statistikprogrammet SPSS (Eriksson & Hultman 2014). Ifall det är viktigt att använda siffror i undersökningen som behövs bearbetas är det bäst att tillämpa den kvantitativa metoden (Eliasson 2013). Den deduktiva ansatsen som tillämpades i denna studie kommer från den positivistiska traditionen vilket är en kunskapsteori där verkligheten är objektiv (Eriksson & Wiedersheim-Paul 2014).

3.2 Datainsamling

Data innebär information i form av ord, siffror ljud och bild (Eriksson & Hultman 2014). När en kvantitativ metod tillämpas är det siffror som är data. Insamlingen av siffror används i undersökningen för att visa data som eftersöks genom diverse tillvägagångssätt är data som ska bringa viktig information (Eriksson & Hultman 2014).

Till denna studie använder sig författarna av kvantitativa sekundärdata som innebär data som är befintlig och har samlats in av andra forskare (Eliasson 2013). För operationalisering av de hållbara företagen samlas sekundärdata från Folksams index för ansvarsfullt företagande, från åren 2009 till 2013 med ett undantag för 2010 och 2012 då Folksam inte publicerade ett hållbarhetsindex. Detta genomförs för att påvisa skillnader mellan kontroversiella företag samt hållbara företag under en längre period. En longitudinell design tillämpas eftersom undersökningen sker över tid där företagen följs upp mellan åren 2009 och 2013. Longitudinella studier innebär samma studieobjekt som följs över en tid (Barmark & Djurfeldt 2015).

Företagens avkastning, storlek samt data till P/E-tal har hämtats från Avanza samt årsredovisningar från respektive företags hemsida, därefter manuellt importerats till Excel. Data för regressionsanalysen hämtades in från Excel för att sedan räknas ut i SPSS.

3.3 Population och urval

Population är alla entiteter som studien ska undersöka (Eliasson 2013). Denna studies population är alla börsnoterade företag i Sverige. Därefter ska urvalet göras där de kontroversiella företagen är alla företag i Sverige vars verksamhet innefattar tobak, alkohol, hasardspel samt vapen. Andra studier har använt sig av Kenneth French för att hitta kontroversiella företag genom SIC koder (Hong & Kaczpersky 2008). Blitz & Fabozzi (2017) har använt sig av Thomson Reuters databas för att hitta de kontroversiella företagen (Blitz & Fabozzi 2017).

De hållbara företag för denna studie är de som enligt FIFAF placeras på topp tio över perioden 2009–2013. Detta för att kunna ställa de mest hållbara företagen mot de kontroversiella. Folksam publicerade ingen studie år 2010 och 2012. Antalet totala företag i indexet skiftar mellan 245 - 251 företag. Tidigare studier har bland annat använt sig av KLD databas för hållbara företag eller Dow Jones Sustainability Index.

Då det är en studie över fyra år valdes de företagen som medverkat i topp tio listan varje gång index publicerats. Antingen på Folksams topp tio gällande mänskliga rättigheter eller topp tio gällande miljö, detta gav ett urval på 11 företag. De kontroversiella företagen omfattas inte av någon gemensam beteckning och fick därför sökas manuellt och registreras. Detta gav ett urval på 21 företag i Sverige, fördelningen visas i tabellen nedan.

Kategori	**Population**	**Bortfall**
Tobak	1	0
Alkohol	2	1
Hasardspel	17	10
Vapen	1	0
Hållbara företag	11	2

Tabell 1 - Bortfall

3.4. Bortfall

Från topp tio listan har alla företag som varje år medverkat tagits med utom två företag. Detta då ena företaget ingick i en fusion 2012 och det andra avnoterades på grund av uppköp. De kontroversiella företagen har ett bortfall på 11 företag eftersom de introducerades relativt nyligen och tillräckliga data inte fanns tillgängligt. Majoriteten av dessa var företag inom spelbolag som har uppkommit på grund av den växande online hasardspel marknaden. Nio av bolagen som förekommer på varje studie som FIFAF offentliggjort från 2009–2013 kommer att användas på denna studie.

3.5 Operationalisering

I en undersökning med kvantitativ forskningsmetod är det viktigt med *operationalisering* av begrepp. Begreppen ska kunna mätas för att det ska vara möjligt att använda i undersökningen. Operationalisering innebär att från teorin framställa och redogöra för begrepp som sätts i fokus i undersökningen (Eliasson 2013). Det är viktigt att endast använda begrepp från teorin som är relevanta för undersökningen. När man utgår från tidigare studier och teorier är det viktigt att klargöra vad begreppen innebär. Begreppen bör förklaras så tydligt som det går och överensstämma med teorin man utgått ifrån (Eliasson, 2013).

3.5.1 Operationalisering av CSR

Tidigare studier visar olika metoder för operationalisering av CSR. För att mäta begreppet CSR har studier använt sig av diverse mått och index, Thomson Reuters är ett av måtten som framgått i tidigare studier. I artikeln av Blitz & Fabozzi (2017) användes Thomson Reuters för att mäta CSR. Hong & Andersen (2011) har med hjälp av data från *Kinder Lydenburg and Domini* (KLD) mätt CSR.

I denna studie har utgångspunkten för mätningen av CSR kommit från ett befintligt index som är framställt av Folksam där den oberoende variabeln CSR i de tillgängliga företagen i studien mäts. Folksams index har publicerats i sju år från år 2006 till år 2013. Przychodzen & Przychodzen (2013) genomförde en studie där författarna mätte avkastningen på hållbara företag. Studien behandlade data över en period på fyra år (Przychodzen & Przychodzen 2013). I denna studie kommer avkastningen på hållbara- samt kontroversiella företag räknas utifrån ett spann på fyra år räknat bakåt från Folksams senaste studie från 2013.

Folksam har mellan 2009 – 2013 kommit fram med studier gällande arbetet för ansvarsfullt företagande. Studien gjordes för att utreda hur de börsnoterade svenska företagens arbete med risker kring miljö och mänskliga rättigheter. Granskning som Folksam har gjort bygger på information som redovisas offentligt. Information i form av hållbarhetsrapporter, årsredovisning samt hemsida.

Folksam som är ledande ägare bland börsbolagen i Sverige har även ett ansvar att undersöka konsumenternas behov och ha en inverkan på bolag där det anses vara relevant. Folksam har en idealbild där trygghet ska finnas bland människor i en hållbar värld och ska efterföljas av bolagsstyrningen och därmed skapa mervärde åt kunderna. Genom att ta hänsyn till kundernas önskemål vid investeringar i form av undersökningar där sociala och miljömässiga aspekter tas upp skapas även ett förtroende (Folksam, 2013). Folksams index för ansvarsfullt företagande (FIFAF) bygger på företag som finns tillgängligt i Stockholmsbörsen OMX där hållbarhetsnivån hos varje företag analyseras.

Utvärderingen på företagen sker utifrån förmågan att arbeta med sociala och miljöaspekter. Analys av mänskliga rättigheter genomförs i avsikt att granska företagens förmåga att hantera verksamhetsrisker som är indelat i följande kriterier, *”Anställdas rättigheter, företaget i samhället och mänskliga rättigheter i leverantörskedjan”* (Folksam, 2013). Analys av miljö utförs i avsikt att granska miljöriskerna i företaget är indelat i följande kriterier, *”Generell bedömning av miljöledningssystem (Miljöledning), Styrning av väsentlig direkt eller indirekt miljöpåverkan (Miljöprestanda)”* (Folksam, 2013).

FIFAF granskade totalt 250 bolag på sin senaste studie som gjordes 2013 och betygsatte företagen utifrån arbetet med miljö och mänskliga rättigheter.

3.5.2 Operationalisering av kontroversiella företag

Företag som anses vara kontroversiella enligt Hong & Kacperczky (2008) är företag som associeras med tobak, alkohol, hasardspel, vapen och pornografi. En underkategori som har tillagts är även marijuana. Marijuana är däremot relativt ny och har inte inkluderats i några empiriska studier gällande kontroversiella branschers avkastning (Blitz & Fabozzi 2017). Det finns även en större skara av kontroversiella företag där vissa menar även att olja, kärnkraft och bioteknik tillhör kategorin kontroversiella branscher (Cai et al., 2012), medan andra menar att det kontroversiella är baserat på etik vilket är individuellt (Blitz & Fabozzi 2017).

Kontroversiella företag kommer i denna studie att inludera alkohol, tobak, hasardspel och vapen. Dessa kategorier av kontroversiella företag har inkluderats i studier av Hong & Kacperczyk (2008), Fabozzi et al. (2008) och Blitz & Fabozzi (2017). Kategorierna har även oftast förknippats med abnormt hög avkastning på aktier (Blitz & Fabozzi 2017).

3.5.3 Avkastning

Avkastning på aktier är ett lämpligt mått för denna studie. Avkastningen avser den procentuella förändringen i pris på aktierna av respektive företag. Tidigare studier som studerat kontroversiella företag har använt avkastningen som ett mått på företagens prestation (Hong & Kacperczky 2008); (Blitz & Fabozzi 2017); (Przychodzen & Przychodzen 2013) Avkastningen i denna studie kommer vara avkastningen på aktierna exklusive utdelning. Studien kommer först och främst visa prestationen av högt rankade hållbara företag genom avkastning samt prestationen av kontroversiella företag genom avkastning. Likt tidigare studier inom detta ämne (Przychodzen & Przychodzen 2013; Hong & Kacperczky 2008; Blitz & Fabozzi 2017) kommer avkastningen beräknas månadsvis samt den totala över alla år.

3.5.4 Standardavvikelse

Standardavvikelse visar hur mycket priset på aktien avviker från medelvärdet vilket visar hur mycket den avviker från det förväntade värdet. En hög standardavvikelse innebär större risk för avvikelser, vice versa med en låg. En standardavvikelse på 0 innebär att det förväntade medelvärdet kommer att inträffa (Tobin 1958). Med avseende på tidigare forskning som denna studie utgått ifrån har forskarna valt att använda standardavvikelse som en metod för att mäta risken. Standardavvikelsen används även som en kontrollvariabel för att säkerställa det resultat studien påvisar. (Przychodzen & Przychodzen 2013)

$\sigma i = \Sigma Rt2\text{-}t*(R)2T\text{-}1$

$\Sigma Rt2$= Summan av avkastningen

R = Avkastningen

R= Genomsnittlig avkastning

T = Tid

3.5.5 P/E-tal

P/E-tal (Price/Earnings) är priset på en aktie dividerat med vinsten. Nyckeltalet visar priset på aktien i relation till vinsten, vilket kan tolkas som antalet år som det kommer ta företaget att

tjäna in den summa som den är värderad till. P/E-tal är ett nyckeltal som kan värdera ett företag samt förklara varför företagets avkastning (Przychodzen & Przychodzen 2013).

Priset per aktie/ Vinst per aktie

3.6 Regressionsanalys

Studien eftersöker att undersöka sambandet mellan avkastning och samt typen av företag som undersöks, dvs hållbara eller kontroversiella. Detta ska visa ifall den beroende variabeln avkastning påverkas av att företaget är hållbart eller inte. Sambandet kan däremot även påverkas av andra variabler och därför tillsätts även kontrollvariabler. Regressionsanalys har använts i tidigare studier som har undersökt kontroversiella företags avkastning på aktier och sambandet med de beroende variablerna. Ekvationen för regressionen är:

$y = B_0 + B_1$Hållbart företag $+ B_1$Storlek $+ B_1$Risk $+ B_1$P/E-tal $+ e_1$

Denna studie presenterar totalt två regressioner. En bivariat där kontrollvariablerna utesluts och sambandet mellan avkastning och hållbart företag visas. Sedan tilläggs kontrollvariablerna för att se ifall de har en påverkan på avkastningen.

3.6.1 Bivariat regression

Bivariat är en enkel regression för att mäta sambandet mellan två variabler där den ena är beroende och den andra är oberoende (Djurfeldt, Larsson, & Stjärnhagen 2018).

$y_t = B_{0\,t} + B_1$Hållbart företag $_t$

3.6.2 Multipel regression

I den multipla regressionen tilläggs kontrollvariabler för att se hur stark påverkan de har på den beroende samt ifall den första oberoende variabeln stärks eller försvagas (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018).

$Y_t = B_{0\,t} + B_1$Hållbart $\text{företag}_t + B_1\text{Storlek}_t + B_1\text{Risk}_t + B_1$P/E-tal$_t + e_1$

3.6.3 Kontrollvariabler

Kontrollvariabler används för att ytterligare förklara sambandet i studien samt att undersöka ifall det finns någon annan faktor som kan förklara sambandet. Det är därför viktigt att

inludera andra faktorer. Blitz & Fabozzi (2017) adderade två kontrollvariabler som inte använts i tidigare studier och kunde därmed, enligt deras studie, förklara varför kontroversiella företag hade en abnormalt högre avkastning (Blitz & Fabozzi 2017).

Tidigare studier där regressionsanalys gjordes användes kontrollvariabler för att undersöka samband dels hur det påverkas av dessa variabler. Tidigare forskning visade diverse variabler i regressionen där exempel på de använda var följande: *storlek, momentum och risk* (Przychodzen & Przychodzen 2013; Blitz & Fabozzi 2017). Kontrollvariablerna *risk* och *storlek* användes på denna studie med avseende att redogöra vilken påverkan de har på avkastningen, även P/E-tal används för att förklara företagens avkastning (Przychodzen & Przychodzen 2013). Detta är i linje med tidigare studier likt (Blitz & Fabozzi 2017; Przychodzen & Przychodzen 2013; Hong & Kacperczyj 2008)

3.6.4 Risk

Då denna studie mäter avkastningen på enskilda aktier och jämt viktade portföljer mellan de två kategorier som ställs mot varandra har standardavvikelse valts som mått för risk.

3.6.5 Storlek

Storlek delades in i tre kategorier, small mid och large cap. Där small är bolag med ett börsvärde mindre än 150 miljoner euro, mid cap har ett värde mellan 150 miljoner och 1 miljard och large cap är alla företag över 1 miljard. Detta är hur företagen delades in i FIFAF.

3.7 Reliabilitet

Begreppet reliabilitet förklarar tillförlitligheten hos en undersökning (Eliasson 2013). Trovärdigheten grundas på genomförandet och resultatet som erhålls i undersökningen. Ifall liknande resultat erhålls vid nya genomföranden innebär det att reliabiliteten är hög (Eliasson 2013). Denna studie utgår från sekundärdata som har samlats mellan 2009 – 2013 från Folksams studier samt respektive företags årsredovisningar. Utförs studien på nytt bör samma resultat erhållas då denna studie använder sig av historiska data. Mätning och samling av data har bearbetats på ett noggrant sätt. Eftersom arbete med siffror kan ge missvisande svar har de kontrollerats ordentligt innan användning för att stärka reliabiliteten. Folksams index för ansvarsfullt företagande användes för operationalisering av CSR. Betygsättningen som Folksam utför grundas på företagens egna hållbarhetsredovisning och rapporter vilket ger en subjektiv bild.

3.8 Validitet

Validitet handlar om det som avses att mätas i undersökningen verkligen mäts (Eliasson 2013). En hög respektive låg validitet i en undersökning beror på diverse faktorer som är kopplade till mätningen. Validiteten i undersökningen kan ökas genom operationaliseringen av begrepp överensstämmer så gott det går med teorin (Eliasson 2013). Operationalisering av den oberoende respektive beroende variabeln har skett genom beräkning av de finansiella måtten där sekundärdata samlats in från Folksams studier och årsredovisningar som sedan bearbetats i SPSS. Lämpligheten hos datamaterialet för att undersöka forskningsfrågan är viktigt för en hög validitet (Denscombe 2014). Denna studie har utgått från forskningsfrågan vid val av metod och använt siffror samt befintliga teorier för att undersöka den ställda frågan. Inmatning av data har genomförts noggrant för att undvika fel samt har ständiga kontroller utförts för att utesluta ett missvisande resultat. Folksams studier har varit utgångspunkt för mätning av CSR vilket kan sänka validiteten. Den externa validiteten i denna studie är låg eftersom urvalet av företag inte skett slumpmässigt. Studien bygger på endast 19 bolag vilket inte är tillräckligt för att kunna generalisera till populationen.

3.9 Kritisk granskning av metod

Metodvalet bestämdes utifrån studiens problemformulering och granskning av tidigare studier. Tillvägagångssättet i denna studie bygger på tidigare forskning, dock finns det skillnader i empirin. Studien bygger endast på börsnoterade hållbara- och kontroversiella företag i Sverige mellan åren 2009 och 2013. Detta påverkar möjligheten att generalisera till populationen eftersom urvalet var icke slumpmässigt. Dessutom var antalet entiteter väldigt få för att kunna säkerhetsställa en fulländad slutsats beträffande avkastningen och vad det beror på.

Studien undersöker avkastningen över åren 2009–2013 bortsett från utdelning. Utdelning bör däremot ha inkluderats för att få en mer rättvis bild av de enskilda företagens avkastning. Dels eftersom vinsten som erhålls av företagen kan komma att återinvesteras i beroende på företagets situation. Företag som har skulder eller är i behov av kapitalsatsning prioriterar finansiering i den egna verksamheten istället för att ge utdelning till aktieägare. Beräkning av utdelningen för varje företag hade av det skälet gett en tydligare bild på företagens finansiella status samt vad avkastningen innebär. Vid köp av aktier tar investerare också hänsyn till utdelningen som aktien ger när avkastning beräknas.

Tidigare studier har använt sig av diverse mått i avsikt att operationalisera den oberoende variabeln CSR och beroende variabeln avkastningen. Malik (2014); Dhaliwal et al., (2011) skriver om svårigheterna med att välja ut ett lämpligt CSR-mått och varför resultaten kan bli olika för olika studier. Przychodzen & Przychodzen (2013) belyser i sin studie vikten av att använda P/E-tal som variabel för värderingen av företag samt ge en förklaring till avkastningen. På grund av det användes P/E-tal som kontrollvariabel till företagens avkastning i denna studie. Folksams index för ansvarsfullt arbete användes för mätning och kvantifiering av den oberoende variabeln CSR. Vid tillämpning av indexet som Folksam presenterar beträffande CSR-arbete kan även kritiseras då chansen att det blir subjektivt finns. Användning av objektiva källor ökar tillförlitligheten på studien mer dock bör användningen av subjektiva källor ske försiktigt snarare än att avfärdas (Eriksson & Wiedersheim-Paul 2014).

4. Resultat

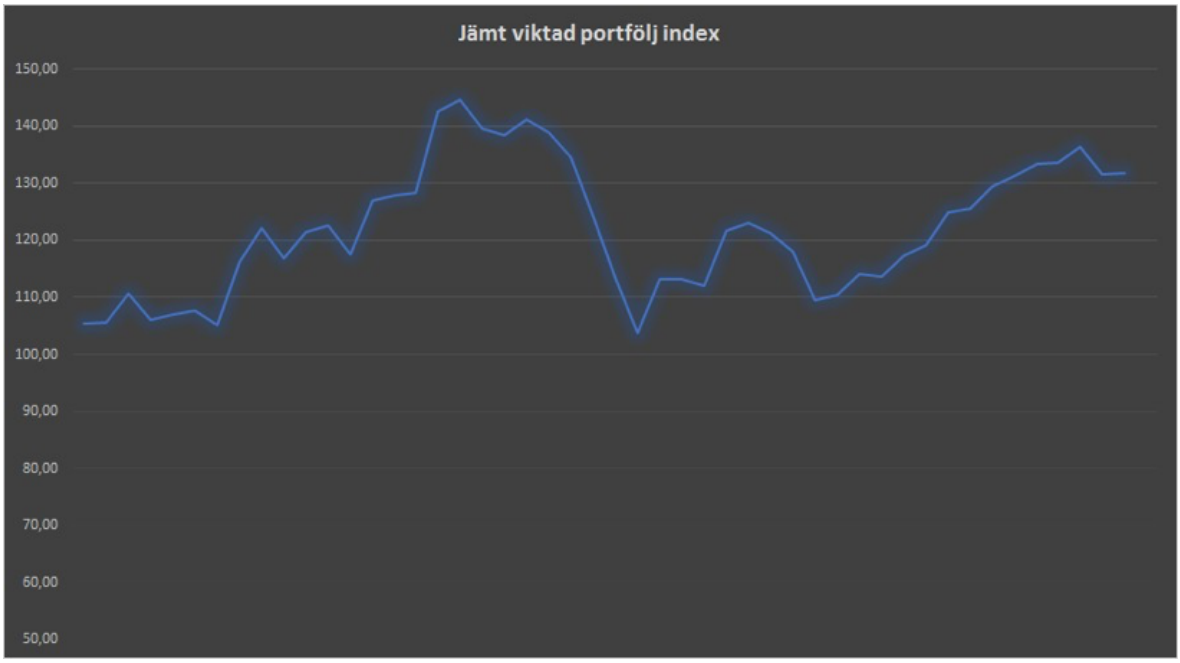
I detta kapitel presenteras resultatet av studien i två olika delar. Det börjar med en förklaring över hur väl de två olika portföljerna presterade och sedan presenteras regressionsanalyserna i två olika delar.

Resultatet kommer bestå av tre olika delar, varav två i regressionsanalysen. Först kommer det presenteras för hur de två olika portföljerna presterar. Ena portföljen innehar jämt viktade aktier av kontroversiella företag och den andra jämt viktade aktier av hållbara företag. Portföljerna kommer att presenteras med ett startvärde på 100. Detta kommer visa hur pass bra de två portföljerna presterar på börsen för den perioden som denna studie behandlar. Vidare kommer en regressionsanalys behandlas och presenteras. Detta kommer förklara varför företagen presterar som de gör samt om det finns någon variabel som påvisar ett samband mellan avkastningen och variabeln. Den tredje delen av resultatet kommer bestå av en regression där tobak, alkohol och vapen har exkluderats.

Den första regressionsanalysen är en regression som visar om det finns en positiv korrelation mellan hållbara företag och månadsavkastningen, därefter tillkommer studiens kontrollvariabler *risk, storlek och P/E-tal.* Den andra regressionen visar densamma som föregående men på totala avkastningen över hela perioden och sedan tillkommer kontrollvariablerna, detta för att kontrollera ifall variablerna påverkar avkastningen och därmed se om det blir en skillnad. Den tredje och fjärde regressionen är densamma som de föregående med undantaget för tobak, alkohol och vapen för de kontroversiella företagen. Kontrollvariabeln risk är standardavvikelsen av aktien. Storlek är en dummyvariabel som består av Small- (0), Mid- (1) och Large Cap (2) och den sista är priset på aktien dividerat med vinst per aktie.

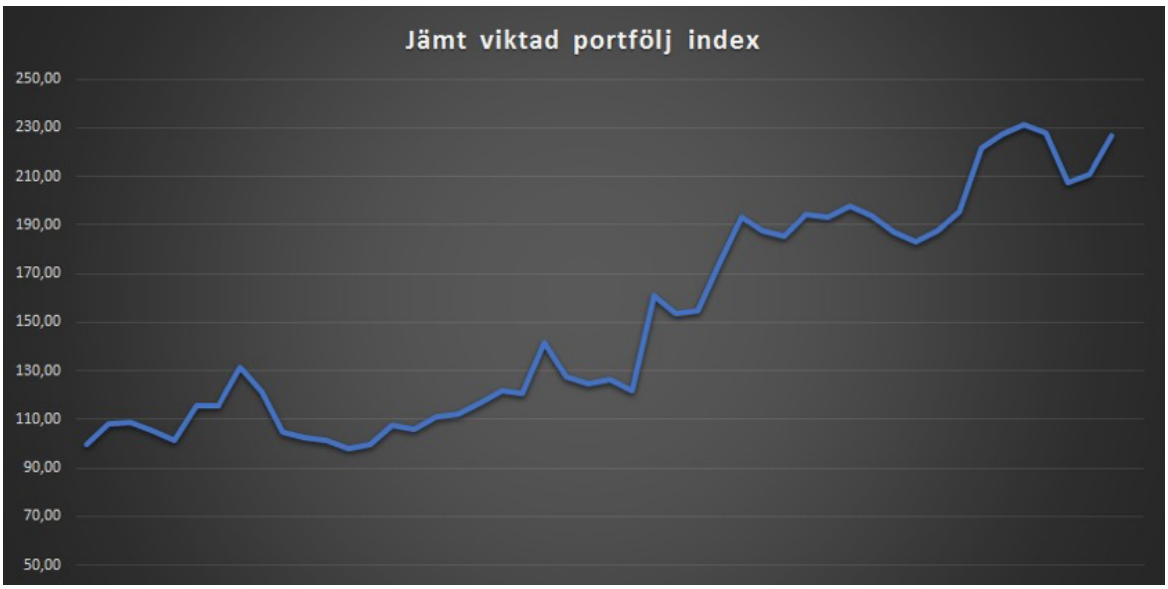
4.1 Resultat avkastning

Den första grafen nedan visar de hållbara företagens månatliga avkastning i en jämnt viktad portfölj över perioden 2009-2013. Portföljen har ett påbörjat värde på 100 och slutar på 131,7.



Figur 3. ***Hållbara företagens månatliga avkastningen i en jämnt viktad portfölj.***

Den andra grafen visar de kontroversiella företagens månatliga avkastning i en jämnt viktad portfölj över perioden 2009-2013. Portföljen har ett påbörjat värde på 100 och slutar på 226,78.



Figur 4. ***Kontroversiella företagens månatliga avkastning i en jämnt viktad portfölj.***

4.2 Resultat regression

Modell 1 visar resultatet av den bivariata regressionen utan kontrollvariablerna och modell 2 visar där alla kontrollvariabler har inkluderats samtidigt. I tabellen specificeras det ifall resultatet är signifikant på 5% samt 10%.

Tabell 1: Regression 2009–2013

Månadsavkastningen för alla företag mellan åren 2009–2013.

	Modell 1 (BIVARIAT)	Modell 2 (MULTIPEL)
Hållbara företag	-0,13*	-0,006**
	(0,005)	(0,009)
Risk		0,37
		(0,041)
P/E		0,000102
		(0,000109)
Storlek		-0,004
		(0,006)
Intercept	0,02*	0,016
	(0,004)	(0,009)
N	19	19
R2 Adj	0,215	0,170

*p <0,05
**p <0,10

I den första tabellen presenteras resultatet för huruvida det finns ett positivt eller negativt samband mellan avkastningen på aktier samt att vara ett hållbart företag. Tabellen nedan, under modell 1, visar en regression med den beroende variabeln avkastning per månad samt den oberoende dummyvariabeln där 1 är ett hållbart företag och 0 för de kontroversiella. I tabellen visas att det finns ett negativt samband mellan hållbart företag och avkastning då koefficienten är -0,13. Den visar även att sambandet är signifikant på 5%.
Modell 2 visar den multipla regressionen, där kontrollvariablerna risk, storlek samt P/E-tal inkluderats. Här minskar det negativa sambandet mellan avkastning och hållbart företag till -0,006. Hållbart företag samt storlek visar ett negativt samband till avkastning medan risk och

P/E-tal visar ett positivt. Den oberoende variabel hållbara företag är signifikant på 10%, de andra är inte signifikanta.

Den andra tabellen visar sambandet mellan den beroende variabeln total avkastningen och hållbart företag men för hela perioden 2009-2013. Det finns ett negativt samband mellan hållbart företag och total avkastning, resultatet är inte signifikant. När kontrollvariablerna inkluderats förstärks resultatet att det finns ett negativt samband mellan hållbara företag och avkastning, dock är ingen av variablerna signifikanta.

Tabell 2: Regression 2009–2013
Totala avkastningen för alla företag mellan åren 2009–2013.

	Modell 1 (BIVARIAT)	Modell 2 (MULTIPEL)
Hållbara företag	-0,839	-1,503
	(0,765)	(0,911)
Risk		-5,833
		(5,372)
P/E		0,006
		(0,019)
Storlek		-0,704
		(1,826)
Intercept	1,1**	2,091**
	(0,526)	(1,018)
N	19	19
R2 Adj	0,011	-0,036

*p <0,05
**p <0,10

I tabellen nedan har tobak, alkohol och vapen exkluderats. Här visas som tidigare sambandet mellan totala avkastningen och hållbara företag. Den visar ett negativt samband mellan variablerna. När kontrollvariablerna inkluderas visar regressionen, som innan ett starkare negativt samband mellan den beroende variabeln och de oberoende hållbara företagen. Risk är också negativt korrelerad medan de resterande variabler visar positivt samband, ingen av sambanden är signifikanta.

Tabell 3: Regression 2009–2013

Totala avkastningen för alla företag mellan åren 2009–2013 exklusive tobak, alkohol och vapen.

	Modell 1 (BIVARIAT)	Modell 2 (MULTIPEL)
Hållbara företag	-0,127	-0,544
	(0,394)	(0,530)
Risk		-1,960
		(2,751)
P/E		0,009
		(0,009)
Storlek		0,210
		(0,880)
Intercept	0,389	0,808
	(0,295)	(0,626)
N	16	16
R2 Adj	-0,063	-0,032

*p <0,05

**p <0,10

Den fjärde regressionen visar månadsavkastningen för alla företag exklusive tobak, alkohol och vapen. Här visas ett negativt samband mellan månadsavkastningen och hållbara företag och denna är signifikant på 5%. När kontrollvariablerna tilläggs är det ett fortsatt negativt samband som är starkare men den är inte längre signifikant. Variablerna risk, P/E-tal och storlek är positiva där risk är signifikant på 10%.

Tabell 4: Regression 2009–2013

Månadsavkastningen för alla företag mellan åren 2009–2013, exklusive tobak, alkohol och vapen.

	Modell 1 (BIVARIAT)	Modell 2 (MULTIPEL)
Hållbara företag	-0,011*	-0,016
	(0,005)	(0,020)
Risk		0,074**
		(0,035)
P/E		0,000118
		(0,000109)
Storlek		0,006
		(0,011)
Intercept	0,018*	0,004
	(0,004)	(0,008)
N	16	16
R2 Adj	0,204	0,282

*p <0,05

**p <0,10

5. Analys

I detta kapitel analyseras resultatet från studien och kopplas sedan till tidigare teorier samt forskning relevant för denna studies syfte och frågeställning.

Studiens syfte var att undersöka ifall hållbara företag eller kontroversiella företag ger högst avkastning på aktier. Studien grundades på frågan om hållbara företag med en stark CSR-framförhållning presterar bättre än kontroversiella företag som anses inte kunna uppnå högre nivåer av hållbarhet. Utifrån dessa premisser gjordes antagandet att kontroversiella företag enbart tjänar syftet av vinstmaximering gentemot aktieägarna och inte intressenterna.

Kontroversiella företag och avkastningen på aktierna har studerats tidigare, i majoriteten av studierna har det visats att de presterar abnormalt bättre, vidare beskriver studierna hur kontroversiella företag inte anses vara som andra företag (Fabozzi et al. 2008; Hong & Kacperczyk 2008; Salaber 2007). Anledningen till den abnormala avkastningen har varit delad, men Hong & Kacperczyk (2008) argumenterar för att aktierna är undervärderade, Fabozzi et al. (2008) menar på att det finns konkurrensfördelar för att de agerar i en monopolistisk konkurrens och Salaber (2007) menar att risken är högre i kontroversiella företag. Utöver tidigare förklaringar till den abnorma avkastningen är även den beroendeframkallande naturen i produkterna som kontroversiella företag producerar en förklaring som ges. Förutsatt att konsumenter ökar konsumtionen av beroendeframkallande produkter för att uppnå samma nytta från produkten (Messinis 1999) går det även att anta att de kontroversiella företagens omsättning ökar successivt från samma konsumenter.

Hållbara företag som arbetar aktivt med CSR, och därmed blir högt rankade inom hållbarhet, har visats förbättra företagets finansiella prestation och även i vissa fall öka avkastningen på aktierna (Przychodzen & Przychodzen 2013; Dhaliwal et al. 2011). Förklaringen till de hållbara företagens förbättrade prestation och abnormala avkastning på aktier har varit ökade marknadsandelar, transparens genom CSR-rapporter samt ökad produktivitet (Dhaliwal et al. 2011; Godfrey 2005; Flammer 2015; Przychodzen & Przychodzen 2013**).** Chen & Wang (2011) menar däremot att det finns ingen speciell fördel med ett CSR-engagemang samt att det minskar markandseffektiviteten. Ding et al. (2016) menar däremot att det beror på exponeringen av företagets CSR-arbete som i slutändan visar om det är positivt eller inte. Ding et al. (2016) skriver hur företag som blev högt rankade, samt blev erkända för det, erhöll

positiva effekter av sitt CSR-arbete medan företag som inte fick det inte kunde uppvisa några positiva effekter.

Kontroversiella företag agerar annorlunda än andra företag på grund av skadliga produkter och kan även uppfattas vara oförmögna att vara hållbara och valdes därmed som antagonister till varandra (Cai et al., 2012). Kontroversiella företag behandlas därefter även annorlunda än andra företag, som Hong & Kacperczyk (2008) skriver i sin studie avstår oftare institutionella investerare att investera i kontroversiella företag.

För denna studie ställdes de två kategorierna av företag mot varandra för att se vilken som skulle generera högst avkastning. Resultatet skulle ge svar på vad som genererar högst avkastning, hållbara eller icke-hållbara företag?

I vår studie finns samtliga börsnoterade företag som är verksamma inom kontroversiella branscher från och med 2009 till 2013. Dessa företag presterade bättre på börsen än de bolag som Folksam rankade som mest hållbara under samma period. I en jämt viktad portfölj med de kontroversiella företagen hade ett startkapital på 100 SEK 2009 växt till 226,78 SEK år 2013. Samma investering i de högst rankade hållbara företagen under perioden resulterat i ett slutvärde på 131,7 SEK. Detta går i samma linje som Hong & Kacperczyk (2008) som visade i sin studie att kontroversiella företag genererar en högre avkastning än index. I deras studie genererade kontroversiella företag en avkastning på 0,25% i månaden mer än index, tidsperioden för studien var däremot 1965-2006 (Hong & Kacperczyk 2008). Något som går emot vårt resultat är studien av Przychodzen & Przychodzen (2013) där hållbara företag jämfördes med index. Där presterade hållbara bättre än index. En investering på 1 SEK hade gett ett slutvärde på 1,59 SEK på fem år, motsvarande avkastning på index hade varit 1,01 SEK (Przychodzen & Przychodzen 2013).

Vår studie mäter sambandet mellan avkastning samt om företaget är hållbart eller inte med hjälp av en regressionsanalys. I den första regressionen inkluderas alla företag i studien för perioden 2009–2013 där avkastningen är månadsvis. Den bivariata regressionen visar då att hållbara företag har ett negativt samband med avkastning jämfört med kontroversiella och är inom studiens angivna signifikansnivå på 5%. När kontrollvariablerna införs förblir sambandet negativt men svagare, och resultatet är signifikant på 10%. Resultatet från denna regression stämmer överens med Blitz & Fabozzi (2017) som kommer fram till att kontroversiella företag genererar en högre avkastning men att avkastningen bland annat

förklaras av risken att investera i kontroversiella företag. Den andra regressionen mäter den totala avkastningen över hela perioden för alla företag och visar även här ett negativt samband mellan hållbara företag och avkastning, både i den bivariata- och multipla regressionen. Här ökar det negativa sambandet när kontrollvariablerna tillkommer men inget av resultaten är signifikanta.

I den tredje och fjärde regressionen har alkohol, tobak och vapen exkluderats kvar lämnas alltså endast spelbolagen. Detta val grundar sig i Fabozzi et al. (2008) undersökning som visade att spelbolagen har högre avkastning än de andra kontroversiella företagen. Samtidigt är svenska spelbolag dominerande i världen som de högst värderade spelbolagen. Vi valde därför att undersöka ifall den starkt växande online-spelbolagsmarknaden dominerade den starka avkastningen. Resultatet, i både den totala och månatliga avkastningen, visar att det finns ett negativt samband mellan hållbara företag och avkastning. Däremot är sambandet svagare än i regressionen där alla företag inkluderades. Detta går emot Fabozzi et al. (2008) då sambandet bör vara större om spelbolagen faktiskt har en högre avkastning. Detta kan bero på det faktum att spelbolagen är i en omogen marknad och även nyligen introducerats till börsen.

Resultatet visar att kontroversiella aktier presterar bättre än aktier som är hållbara enligt vår studie. Vår studie visade även att det finns ett negativt samband mellan hållbara företag och avkastning när kontroversiella företag inkluderades. Resultatet går i linje med studier som visar en abnormal avkastning av kontroversiella företag (Hong & Kacperczyk 2008; Blitz & Fabozzi 2017; Fabozzi et al. 2008) Däremot var inte sambanden signifikanta, som tidigare nämnt beror det på att urvalet av företag väldigt litet.

I tidigare studier (Hong & Kacperczyk 2008; Salaber 2007; Fabozzi et al. 2008) där kontroversiella företag undersöks har kontroversiella företag presterat bättre än index eller jämförande branscher. Fabozzi et al. (2008) studie visade att de kontroversiella företagen en årlig avkastning på 19,02 % medan marknaden genererade en avkastning på 7,87% årligen under tidsperioden 1970-2007. Författarna menar att de kontroversiella företagen är hårt reglerade Salaber (2007) men att de är de minst pris reglerade branscherna vilket för att de, som tidigare nämnt, erhåller monopolistiska vinster Fabozzi et al. (2008). Förklaringen till den abnormt högre avkastningen har berott på risken som kontroversiella företag medför samt att de försummas av institutionella investerare, vilket gör att de undervärderas, samt även den legala risk som tillkommer. Tidigare studier som har undersökt kontroversiella företag har

även poängterat att branscherna de verkar i är anti-cykliska. Vilket innebär att under börskrascher är företagen mer mottagliga och står emot kraschen. Studierna har även undersökt över längre perioder då börskrascher har inträffat (Fabozzi et al. 2008). Även Przychodzen & Przychodzen (2013) menar att hållbara företag är anti-cykliska, däremot omfattande den studien endast fyra år. Vår studies tidsperiod var däremot efter börskraschen 2008 vilket gör det svårt för denna studie att ta det anti-cykliska perspektivet i beaktning.

Det finns även studier som visar att hållbara företag presterar bättre än index. Däremot skriver författarna att det är svårt och alldeles för brett att klassa hållbara företag och att det finns olika tolkningar för det (Mollet et al., 2012); (Przychodzen & Przychodzen 2013). Folksams index för mest hållbara baseras delvis på företagens egna rapporter däremot valdes de företag som klassades som mest hållbara vilket bör stämma överens med Ding et al. (2016) som menar att endast de högst rankade nyttjar fördelarna med CSR. Vidare menar Ding et al. (2016) att även exponering för sitt CSR-arbete är viktigt. Vilket gör det svårt för denna studie att avgöra ifall Folksams index har fått tillräckligt med uppmärksamhet för att företagen ska dra nytta av den höga klassificeringen. Cordeiro & Tewari (2015) menar också att institutionella investerare påverkar hur företaget värderas likt Hong & Kacperczyk (2008). Vidare menar Cordeiro & Tewari (2015) att postiva CSR-rapporter som får uppmärksamhet lockar andra intressenter vilket kan förbättra företagets finansiella position.

Vår studie har endast undersökt ifall kontrollvariablerna risk, storlek och P/E-tal påverkar sambandet mellan avkastning och de olika kategorierna av företag. Variablerna har haft en viss påverkan på resultatet men har fortfarande visat ett negativt samband mellan hållbara företag och avkastning. Förklaringen till varför kontroversiella företag presterar bättre kan, som tidigare nämnt vara att de är undervärderade samt att de agerar i en monopolistisk konkurrens enligt. (Hong & Kacperczyk 2008; Fabozzi et al. 2008).

Przychodzen & Przychodzen (2013) menar att företagen med stark hållbarhet var starkt korrelerade med avkastning samt att de presterade bättre än index.
Det är svårt att dra paralleller till studier där hållbara företag med ett starkt CSR-arbete har presterat bättre än index då index inte inkluderats i vår studie.

Blitz & Fabozzi (2017) visar att kontroversiella företag presterar bättre än jämförande företag som producerar liknande varor och tjänster. Alkoholföretag presterar bättre än företag med andra drycker och spelbolag bättre än företag med annan typ av underhållning. Däremot

lägger de till kontrollvariabler som tidigare inte funnits och ger en förklaring till varför de presterar bättre. Blitz & Fabozzi (2017) menar att när lönsamhet läggs till som en variabel försvinner den abnorma avkastning som kontroversiella företag ger, dock ges ingen förklaring till varför de har bättre lönsamhet. Även momentum är en förklaring till den abnorma avkastningen.

Som tidigare nämnt finns det förklaringar till varför kontroversiella företag presterar bättre. Till exempel en monopolistiska konkurrens som de verkar i. Detta kan även tillämpas i denna studie då de kontroversiella företagen agerar i en monopolistisk marknad men utan monopolistisk prissättning (Fabozzi et al. 2008). Salaber (2009) menar däremot att de genererar en högre avkastning på grund av den legala risk som de är utsatta för. I vår studie är de kontroversiella företagen dominerade av online-spelbolag. Online spelbolagen, tobak, alkohol och vapen uppnår de kriterier som har använts som förklaringar till de kontroversiella företagens abnorma avkastning. De verkar i en monopolistisk marknad på grund av den ringa konkurrens som finns. De har ökad risk för legala konflikter på grund av åldersrestriktioner för konsumering av produkterna. Utöver detta har spelbolagen de senaste åren med IT-utvecklingen haft en stark påverkan på tillväxten.

Studien bekräftade till viss del det andra studier som undersökt kontroversiella har visat. Denna studie jämförde inte med index och hade endast ett mindre urval samt begränsade studien geografiskt till Sverige. Att många av sambanden i studien inte är signifikanta kan vara svårt att tolka då urvalet inte var slumpmässigt och stort. Under 150 entiteter är en signifikans på 10% mer rimlig än 5%, då denna studie inkluderade 19 entiteter blir det problematiskt att hitta en signifikans (Djurfeldt & Barmark 2015).

6. Diskussion

Diskussionen återgår till studiens syfte och frågeställning där egna åsikter uttrycks och kopplas till studien. Vidare diskuteras problem med studien samt förslag till vidare forskning.

Frågan som ställdes när studien påbörjades var ifall högt rankade hållbara företag skulle ge en högre avkastning på börsen än kontroversiella företag. Studien utgick ifrån att de kontroversiella företagen inte kan nå en högre nivå av socialt ansvar på grund av dess destruktiva konsekvenser av konsumtionen av produkterna. Därmed ställdes de kontroversiella företagen mot de hållbara som varandras antagonister trots att det nödvändigtvis inte är ett faktum då etik är något som avgörs av individen.

Det går inte att diskutera emot det faktum att de kontroversiella företagens produkter skadar konsumenterna vid ett missbruk alternativt ett långvarigt bruk. Detta gäller däremot inte vapen men de anses ändå vara kontroversiella på grund av skadan som resulterar. Som tidigare nämnt har tidigare studier skrivit om hur konsumtionen av produkterna skadar konsumenterna fysiskt, socialt och ekonomiskt. Det kan då bli svårt för företagen att engagera sig i socialt arbete och arbeta mot målet att deras konsumenter ska konsumera sunt samtidigt som företagen har ett åtagande gentemot aktieägarna.

Vår studie kan inte göra påståendet att hållbara företag ger en högre eller lägre avkastning än index som Przychodzen & Przychodzen (2013) visade. Studien svarar heller inte på om kontroversiella presterar bättre än index. Vi undersökte inte heller om kontroversiella bolag kan uppnå en högre nivå av CSR, vi utgick endast utifrån tidigare teorier om att kontroversiella företag inte kan uppnå högre nivåer av CSR. Därmed kan vi inte dra en definitiv slutsats om huruvida de kontroversiella presterar bättre på grund av risken som de medför eller om de hållbara företagen presterar bättre på grund av deras hållbarhetsarbete. Endast baserat på tidigare forskning kan vi förklara de kontroversiella företagens avkastning.

Resultatet visade att kontroversiella företag genererar en högre avkastning än de hållbara under perioden som undersöktes. De kontroversiella företagen hade trots allt en högre risk, var nyligen introducerade på börsen, samt att deras verksamhet är i en monopolistisk marknad med nästintill ingen konkurrens men med icke-monopolistisk prissättning. Detta resultat innebär att investerare såväl institutionella som privata inte nödvändigtvis bör ta hänsyn till företagens CSR-arbete när det kommer till avkastning. I alla fall om antagandet görs att

kontroversiella företag inte kan uppnå en högre CSR-nivå. Det kan däremot bero på att hållbara företag med ett starkt CSR-arbete presterar bättre än deras konkurrenter med motsvarande varor på grund av deras arbete med CSR. Vidare diskuterar Blitz & Fabozzi (2017) om investerare kan utnyttja de variabler som exemplevis Blitz och Fabozzi menar är de verkliga anledningarna till de kontroversiella företagens avkastning, genom att fokusera på de kan investerare maximera sin avkastning.

Studiens jämförelse kan vara orättvis och därmed även resultatet. Urvalet av företag var ringa i vår studie och det var även stora skillnader i företagens storlek vilket även speglas i signifikansen i regressionen. Däremot ingick alla börsnoterade kontroversiella företag i Sverige under perioden som studien behandlar vilket reflekterar resultatet för de företagen korrekt för den tiden. Vidare inkluderades även de mest hållbara företagen i Sverige enligt Folksam.

Kontrollvariablerna som användes i de studierna som tidigare refererats till användes även i denna studie till viss del. De variabler som användes i alla studier, storlek, risk och värderingstal som P/E-tal användes även i denna. Variablerna påverkade resultatet i form av att korrelationen mellan avkastning och hållbara företag ändrades.

6.1 Implikationer

De i studien framkomna resultaten visar på att kontroversiella företag presterar bättre och stödjer iden om att kontroversiella företag har en abnormt högre avkastning. Tillförlitligheten i resultatet hade stärkts om fler företag hade inkluderats i studien, dock var detta inte tillgängligt för den geografiska avgränsningen som gjordes i denna studie. Detta innebär att studiens resultat är begränsat i form av generalisering. Vidare är det även ett problem med studier som behandlar CSR samt hållbara företag då måtten på vad som är CSR och hållbara företag skiljer sig från studie till studie samt från land till land.

6.2 Förslag till vidare forskning

Syftet och målet med denna studie uppnåddes i och med att en jämförelse gjordes mellan kontroversiella företag och hållbara, där de hållbara valdes utifrån Folksams hållbarhetsindex. Folksams hållbarhetsindex baseras endast på egna rapportering vilket kan anses inte vara objektivt. Vidare forskning kan vara att ändra operationaliseringen av CSR, det finns flera internationella mätningar som Thomson Reuters och KLD som användes i andra studier och

som kan användas för att genomföra en geografiskt avgränsad studie i Sverige. I framtiden kan företagens hållbarhetsarbete grundas på det nya EU-direktivet vilket ger en enhetlig bild över företagen i Europa och deras hållbarhetsarbete.

Att även inkludera andra kategorier hade varit intressant. Exempelvis att index också jämförs med de kontroversiella samt hållbara företagen. En annan intressant aspekt är att genomföra samma studie fast där länder delas upp. I tidigare studier har Europa sammanslagits men att jämföra kontroversiella med hållbara företag land för land hade varit intressant då varje land har olika lagar och har en stark påverkan på de kontroversiella företagen som är under hot för regleringar. De kontroversiella företagen domineras av spelbolag i denna studie. Spelmarknaden i Sverige har varit oreglerad vilket har inneburit att de utländska spelbolagen som bland annat är börsnoterade på den svenska börsen inte har betalat skatt i Sverige, varken på vinst eller en specifik punktskatt som sätts på produkter som skadar. Från och med 1 januari 2019 omregleras dock spelmarknaden och utöver krav på licens tillkommer även en skatt på 18 %. Konkurrensen kan krympa eftersom mindre spelbolag får det svårare att uppfylla kraven för licens samt minskande marginaler. Marginalerna kommer däremot minska för alla spelbolag där intäkterna genereras från Sverige och på så sätt ge ett sämre resultat för hela bolaget. (Regeringen 2018) Då kan det vara intressant att se ifall regleringarna har påverkat de kontroversiella företagens avkasting.

Tidigare studier har även försökt förklara avkastningen hos antingen de kontroversiella eller de hållbara kontrollerat för diverse variabler, Price/Book-value, momentum och lönsamhet. Vidare forskning kan vara att undersöka mer exakt vad det är som gör att de kontroversiella presterar bättre alternativt undersöka om de hållbara presterar bättre på grund av deras hållbarhetsarbete eller om det finns någon annan förklaring.

7. Slutsats

Det sista kapitlet sammanfattar resultatet samt vad studien kom fram till.

Studien kom fram till att de kontroversiella företagen genererar en högre avkastning, varav risk var en bidragande faktor till detta. Det genomfördes även en uppdelning i regressionen där endast spelbolagen inkluderades på grund av den dominans som spelbolagen har bland kontroversiella företag i Sverige. Resultatet av detta blev att spelbolagen inte var den enda faktorn till de kontroversiella företagens starka avkastning.

Slutsatsen som går att dra ifrån denna studie är om antagandet görs att kontroversiella företag inte kan vara hållbara, bör de inte prestera bättre än de hållbara företagen.?!? Betydelsen av studien blir att, baserat på denna studies urval och geografiska avgränsning, finns det ingen anledning till att ta hänsyn till företagens hållbarhetsnivå om maximerad avkastning är målet. Därmed blev frågeställning besvarat med svaret att hållbara företag inte presterar bättre än kontroversiella företag.

8. Referenser

Altria Corporate Responsibility Progressreport (2017). http://www.altria.com/Interactive/2017CRReport/files/assets/basic-html/page-1.html. (2018-09-20)

Barmark, Mimmi, Djurfeldt, Göran (2015) Statistisk verktygslåda 0: att förstå och förändra världen med siffror. 1. Uppl. Lund: Studentlitteratur

Benson, B. W. & Davidson, W. N. (2010). The Relation between Stakeholder Management, Firm Value, and CEO Compensation: A Test of Enlightened Value Maximization. *Financial Management,* 929-963.

Bento, R. F., Mertins, L. & White, L. F. (2016). Ideology and the Balanced Scorecard: An Empirical Exploration of the Tension Between Shareholder Value Maximization and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 142, 769-789.

Blitz, D. & Fabozzi, J. F. (2017). Sin Stocks Revisited: Resolving the Sin Stock Anomaly. *The Journal of Portfolio Management*.

Cai, Y., Jo, H., & Pan, C. (2012). Doing Well While Doing Bad? CSR in Controversial Industry Sectors. *Journal Business Ethics*, 108(4), 467-480.

Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.

Carroll, A. B. (1999). Corporate social responsibility. *Business and Society*, 38(3), 268-295.

Carroll, A. B. (2016). Carroll´s pyramid of CSR: taking another look. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 1(3), 1-8.

Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate social responsibility and environmental management*, 15(1), 1-13.

Dhaliwal, S. D, Radhakrishnan, S., Tsang, A. & Yang, Y. (2012). Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting Review,* 87(3), 723-759.

Ding, K. D., Ferreira, C. & Wongchoti, U. (2016). Does it pay to be different? Relative CSR and its impact on firm value. *International Review of Financial Analysis*, 47, 86-98.

Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O. (2018). *Statistisk verktygslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder.* Studentlitteratur: Lund

Eliasson, A. (2013). Kvantitativ metod från början. (3. uppl.) Lund: Studentlitteratur.

Eriksson, L. T., & Hultman, J. (2014). Kritiskt tänkande. (2. uppl.) Stockholm: Liber AB.

Eurosif. (2015). *European SRI Study 2014.* Edmond De Rothschild

Fabozzi, J. F., Ma, K.C. Ma. & Oliphant, J. B. (2008). Sin Stock Returns. The Journal of Portfolio Management. 35(1), 82-94.

Flammer, C. (2015). Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. *Management Science*, 1-20.

Folksams. Index för ansvarsfullt företagande. https://www.folksam.se/media/index-2013-11-15_tcm5-19597.pdf
(Hämtad 2018-04-29)

Freeman, E. R., Wicks, A. C., Parmar, B. (2004). Stakeholder Theory and ”The Corporate Objective Revisited”. *Organization Science,* 15(3), 364-369.

Godfrey, C. P. (2005). The Relationship Between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective. *Academy of Management Review,* 30(4), 777-798.

Griffiths, M. D., & Parke, J. (2002). The Social Impact of Internet Gambling. *Social Science Computer Review, 20*(3), 312-320.

Hong, H. & Kacperczyk, M. (2008). The price of sin: The effect of social norms on markets. *Journal of Financial Economics, 93*(1), 15-36.

Hong, Y. & Andersen, M. L. (2011). The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Earnings Management: An Exploratory Study. *Journal of Business Ethics*, 104(4), 461-471.

Malik, M. (2014). Value-Enhancing Capabilities of CSR: A Brief Review of Contemporary Literature. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419-438.

Messinis, G. (1999). Habit formations and the theory of addiction. *Journal of Economic Surveys, Vol. 13(4).*

Mollet, J. C., von Arx, U. & Ilic, D. (2013). Strategic Sustainability and Financial Performance: Exploring Abnormal Returns. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft,* 83(6), 577-604.

Orlitzky, M., Schmidt, F. & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.

Palazzo, G., & Richter, U. (2005). CSR Business as Usual? The Case of the Tobacco Industry. *Journal of Business Ethics, 61*(4), 387-401.

Pérez, A., López, C. & García-De los Salmones, M. D. M. (2017). An Empirical Exploration of the Link Between Reporting to Stakeholders and Corporate Social Responsibility Reputation in the Spanish Context. *Accounting, Auditing & Accountability Journal,* 30(3), 668-698.

Przychodzen, J. & Przychodzen, W. (2013). Corporate sustainability and shareholder wealth. *Journal of Environmental Planning and Management*, 56(4), 474-493.

PWC (2016). Lagstadgad hållbarhetsrapport från 2017. https://www.pwc.se/sv/publikationer/finansiell-rapportering/lagstadgad-hallbarhetsrapport-fran-2017.html (2018-04-29)

Regeringen (2018) Spelmarknaden omregleras - ett licenssystem införs

https://www.regeringen.se/pressmeddelanden/2018/04/spelmarknaden-omregleras---ett-licenssystem-infors/ (2018-08-07)

Salaber, J. (2007). The Determinants of Sin-Stock Returns: Evidence on the European Market. Diss. Paris: *Paris-Dauphine University*.

SB-Index (2018). Sustainable Brand Index. https://www.sb-index.com/about-sweden/ (2018-05-01)

Servaes, H. & Tamayo, A. (2013). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science,* 59(5), 1045-1061.

Tang, Z., Hull, C. E. & Rothenberg, S. (2012). How Corporate Social Responsibility Engagement Strategy Moderates the CSR-Financial Performance Responsibility. *Journal of Management Studies*, 49(7), 1274-1303.

Tobin, J. (1958). Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *Oxford Journals*, 25 (2), 65-86.

Turban, B. D. & Greening, D. W. (1996). Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees. *Academy of Management Journal*, 40(3), 658-672.

Valentine, S. & Fleischman, G. (2007). Professional Ethical Standards, Corporate Social Responsibility, and the Perceived Role of Ethics and Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 82(3), 657-666.

Yani-de-Soriano, M., Javed, U., & Yousafzai, S. (2012). Can an Industry Be Socially Responsible If Its Products Harm Consumers? The Case of Online Gambling. *Journal of Business Ethics, 110*(4), 481–497.

Yoon, Y., Gürhan-Canli, Z. & Schwarz, N. (2006). The Effect of Corporate Social Responsibility (CSR) Activities on Companies With Bad Reputation. *Journal of Consumer Psychology,* (16)4, 377-390.

9. Bilagor

9.1 Månadsavkastning för alla företag

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Procentuella snittavkastningen	,013705	,0133147	19
Hållbara	,47	,513	19
Risk	,115132	,0995064	19
Storlek	1,21	,976	19
P_E	5,7653	26,52814	19

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,509[a]	,259	,215	,0117952
2	,595[b]	,354	,170	,0121319

Coefficients[a]

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	,020	,004		5,351	,000
	HÅLLBARADUM	-,013	,005	-,509	-2,436	,026
2	(Constant)	,016	,009		1,910	,077
	HÅLLBARADUM	-,006	,009	-,241	-,690	,501
	Standardavvikelse	,037	,041	,275	,903	,382
	STORLEKDUM	-,004	,005	-,271	-,693	,500
	P_E	,000	,000	,204	,760	,460

a. Dependent Variable: Procentuella snittavkastningen

9.2 Totala avkastningen alla företag

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Avkastningen	,702632	1,6734623	19
Hållbar_DUM	,4737	,51299	19
Risk	,115132	,0995064	19
Storlek_DUM	,0526	,22942	19
P_E	5,7653	26,52814	19

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,257[a]	,066	,011	1,6640682
2	,441[b]	,194	-,036	1,7033412

a. Predictors: (Constant), Hållbar_DUM

b. Predictors: (Constant), Hållbar_DUM, Storlek_DUM, P_E, Risk

Coefficients[a]

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	1,100	,526		2,090	,052
	Hållbar_DUM	-,839	,765	-,257	-1,097	,288
2	(Constant)	2,091	1,018		2,054	,059
	Hållbar_DUM	-1,503	,911	-,461	-1,649	,121
	Risk	-5,833	5,372	-,347	-1,086	,296
	Storlek_DUM	-,704	1,826	-,096	-,385	,706
	P_E	,006	,019	,087	,292	,775

a. Dependent Variable: Avkastningen

9.3 Totala avkastningen endast spelbolag

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Avkastningen	,316875	,7577046	16
Hållbar_DUM	,5625	,51235	16
Risk	,123619	,1065859	16
Storlek_DUM	,0625	,25000	16
P_E	4,8106	28,87715	16

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,086[a]	,007	-,063	,7813804
2	,493[b]	,243	-,032	,7696001

a. Predictors: (Constant), Hållbar_DUM

b. Predictors: (Constant), Hållbar_DUM, Storlek_DUM, P_E, Risk

Coefficients[a]

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	,389	,295		1,316	,209
	Hållbar_DUM	-,127	,394	-,086	-,324	,751
2	(Constant)	,808	,626		1,292	,223
	Hållbar_DUM	-,544	,530	-,368	-1,026	,327
	Risk	-1,960	2,751	-,276	-,712	,491
	Storlek_DUM	,210	,880	,069	,239	,816
	P_E	,009	,009	,345	1,058	,313

a. Dependent Variable: Avkastningen

9.4 Månadsavkastningen endast spelbolag

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Procentuella snittavkastningen	,011756	,0115435	16
HÅLLBARADUM	,56	,512	16
Standardavvikelse	,123619	,1065859	16
STORLEKDUM	1,19	,981	16
P_E	4,8106	28,87715	16

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,507[a]	,257	,204	,0102968
2	,688[b]	,473	,282	,0097838

a. Predictors: (Constant), HÅLLBARADUM

b. Predictors: (Constant), HÅLLBARADUM, P_E, Standardavvikelse, STORLEKDUM

Coefficients[a]

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	,018	,004		4,673	,000
	HÅLLBARADUM	-,011	,005	-,507	-2,203	,045
2	(Constant)	,004	,008		,508	,621
	HÅLLBARADUM	-,016	,020	-,709	-,780	,452
	Standardavvikelse	,074	,035	,684	2,117	,058
	STORLEKDUM	,006	,011	,500	,526	,610
	P_E	,000	,000	,294	1,080	,303

a. Dependent Variable: Procentuella snittavkastningen

PE: 0,000118