

ESG-nyheters påverkan på företags aktievärden

En eventstudie kring hur företagsspecifika ESG-nyheter påverkar berörda företags aktievärden på den svenska aktiemarknaden.

Av: Malte Liebler & Maria Munther

Handledare: Lars Vigerland
Södertörns högskola | Institutionen för samhällsvetenskap
Kandidatuppsats 15 hp
Finansiering | Vårterminen 2024
Programmet för Logistik och Ekonomi



SÖDERTÖRNS HÖGSKOLA | STOCKHOLM
sh.se

Förord

Vi vill rikta ett stort tack gentemot vår handledare Lars Vigerland som under hela arbetets gång breddat våra perspektiv samt bidragit med konstruktiv kritik och feedback. Vi vill även uttrycka vår tacksamhet till våra opponenter för de givande diskussionerna, den gedigna feedbacken samt det stöd vi har fått under hela processens gång.

Maria Munther

2024-06-05

Malte Liebler

2024-06-05

Abstract

This study examines how ESG news affects companies' share values, as well as how the ESG categories individually affect share values. The study focused on Swedish listed companies and covers a total of 150 news articles from the period 2021-2024. This led to share values for 74 different companies being analyzed. The news articles were selected from Dagens Industri and the share values were taken from Avanza. The study was conducted with an event study to examine how specific events affect share values. In accordance with previous studies, a measurement period of 11 days per event was chosen. Four pairs of hypotheses were formulated and tested with two-tailed t-tests. The results showed that ESG news affects companies' share values, especially news within the environmental and governance categories. These categories were found to have a significant impact and created greater market reactions than the social news.

Keywords: *Abnormal returns, ESG, Event study, News, Sustainable Development Goals, Stockholm Stock Exchange*

Sammanfattning

Denna studie undersökte hur ESG-nyheter påverkar företags aktievärden samt hur de enskilda kategorierna inom ESG var för sig påverkar aktievärdena. Undersökningen fokuserade på svenska börsnoterade företag och omfattade totalt 150 nyhetsartiklar under perioden 2021–2024. Detta ledde till att aktievärden för 74 olika företag analyserades. Nyhetsartiklarna hämtades från Dagens Industri och aktievärdena från Avanza. Studien genomfördes med en eventstudie för att undersöka hur de specifika händelserna påverkade aktievärdena. I enlighet med tidigare studier valdes en mätperiod på 11 dagar per händelse. Fyra hypotespar formulerades och testades med tvåsidiga t-test. Resultaten visade på att ESG-nyheter påverkar företagets aktievärden. Detta gällde särskilt nyheter inom kategorierna miljö och styrning, som visade sig ha en signifikant påverkan och väckte större marknadsreaktioner än sociala nyheter.

***Nyckelord:** ESG, Eventstudie, Globala målen, Nyheter, Onormal avkastning, Stockholmsbörsen*

Innehållsförteckning

1.	Inledning	1
1.1	Bakgrund.....	1
1.2	Problemdiskussion	3
1.3	Syfte	4
1.4	Frågeställning.....	4
1.5	Avgränsningar.....	5
1.6	Disposition	6
2.	Teoretisk referensram	7
2.1	Effektiva Marknadshypotesen	7
2.2	Behavioral Finance	7
2.3	Intressentmodellen	8
2.4	Aktieägarteorin	9
2.5	Signaleringsteorin och informationsasymmetri	10
2.6	Tidigare forskning.....	10
2.6.1	Värdet av ESG rapportering.....	11
2.6.2	ESG-nyheter och aktiemarknadens reaktion.....	11
2.6.3	Relevans av CSR-nyheter på aktiemarknaden.....	12
2.6.4	De globala målen kategoriserade efter ESG-pelarna	12
2.7	Teorisyntes.....	13
2.8	Hypotesformulering	14
3.	Metod	16
3.1	Kvantitativ metod.....	16
3.2	Undersökningsdesign.....	16
3.3	Forskningsansats och strategi	17
3.4	Urvalsmetod och population	18
3.5	Bortfall	18
3.6	Eventstudie.....	19
3.6.1	Händelseperiod	19
3.6.2	Händelseuppskattning	20
3.6.3	Marknadsmodellen.....	21
3.6.4	Onormal Avkastning (AR).....	21
3.6.5	Genomsnittlig Onormal Avkastning (AAR).....	22
3.6.6	Kumulativ Genomsnittlig Onormal Avkastning (CAAR)	22
3.6.7	Avvägt T-test	23
3.7	Kategorisering av nyhetsartiklar	24
3.8	Operationalisering.....	25

3.9 Studiens kvalitet.....	25
3.9.1 Reliabilitet.....	25
3.9.2 Replikerbarhet.....	26
3.9.3 Validitet.....	26
3.10 Metodkritik	27
3.10.1 Kritik mot eventstudier	27
3.10.2 Skribenternas kritik mot vald metod samt begränsningar.....	28
4. Empiri & Resultat	29
4.1 Grunden för eventstudien.....	29
4.2 Empiriska bevis från eventstudien	30
4.2.1 Eventstudieresultat för de kombinerade nyheterna.....	30
4.3 Eventstudieresultat för respektive kategori.....	31
4.3.1 Miljö.....	32
4.3.2 Socialt	32
4.3.3 Styrning.....	33
5. Analys & Diskussion	34
5.1 Resultaten kopplat till teorierna	35
5.2 Resultaten kopplat till tidigare forskning.....	37
6. Slutsatser	39
Referenslista	40
Bilaga 1	46

1. Inledning

Det första kapitlet inleds med en kort introduktion om nyheter kring hållbarhet och företagsansvar, som blivit alltmer aktuellt genom åren. I takt med detta har intresset för ESG har ökat markant för investerare. Genom att granska relevant litteratur inom ESG och företags hållbarhetsinitiativ med dess koppling till aktiekurssvängningar identifieras en kunskapslucka på den svenska marknaden som vidare leder in på studiens syfte samt frågeställningar.

1.1 Bakgrund

I den moderna informationsåldern som samhället befinner sig i är tillgången till information omfattande och mångsidig, med en uppsjö av källor som är tillgängliga för allmänheten att ta del av. Dessa källor inkluderar bland annat sociala medieplattformar, nyhetsportaler och webbsidor. Den ökande tillgängligheten till information har banat väg för en ständig ström av ny information, vilket i sin tur har gjort det betydligt enklare för människor att följa och hålla sig uppdaterade om aktuella händelser.

Media är en viktig aspekt inom finansmarknaden och ger en bredare insikt i hur marknaden agerar. Trots att nyhetsmedierna ofta framställer sig själva som opartiska observatörer av marknadshändelser är de i själva verket en integrerad del av dessa händelser. Media har däremot en tendens, likt människor, att överreagera på negativa nyheter och dramatiska händelser. (Shiller 2015, s. 101). De Bondt och Thaler (1985) antog att denna överreaktion även återspeglas i aktiemarknadens avkastning. Signifikanta marknadshändelser tenderar vanligtvis att endast inträffa när det finns ett liknande tankesätt bland stora grupper av människor (Shiller 2015, s. 101–102). Historiskt kan det däremot konstateras att företag mestadels klarar sig relativt bra på marknaden trots den negativa press som skrivs om dem (Capelle-Blacard & Petit 2019).

Att förutspå aktiemarknaden är en utmanande uppgift som kräver expertis och noggrann analys. Investeringar är alltid förenade med risker och felaktiga beslut kan leda till betydande ekonomiska förluster (Rieg 2012; Capelle-Blacard & Petit 2019). På grund av dessa risker förlitar sig investerare på en mängd olika verktyg och strategier för att göra välgrundade beslut om sina portföljer och tillgångar. Granskning av nyheter utgör en vanlig metod för att få insikter i företags prestationer, branschtrender samt makroekonomiska händelser som kan komma att påverka aktievärdena (Shah, Isah & Zulkermine 2018).

I den moderna ekonomiska och finansiella världen har begreppet Environmental, Social, and Governance (ESG) blivit alltmer betydelsefullt. ESG-faktorer, som relaterar till ett företags miljöpåverkan, sociala ansvar och styrning, har visat sig ha en växande inverkan på företagsprestationer och investeringsbeslut (Lykkesfeldt & Kjaergaard 2022, s. 29). Detta fenomen kan förklaras av det ökande trycket på företag att integrera socialt ansvarstagande, hållbarhet och goda styrningsprinciper i sin verksamhet. Dessa krav har ökat markant de senaste decennierna i samband med diverse katastrofer som media har rapporterat om som exempelvis barnarbete inom textilindustrin och miljökatastrofer till följd av utsläpp från stora fabriker (Niinimäki, Peters, Dahlbo, Perry, Rissanen & Gwilt 2020).

Corporate Social Responsibility (CSR) är ett område som går hand i hand med ESG och på samma sätt är högaktuellt i dagens samhälle. Detta gäller bland annat hur företag ska drivas på ett så hållbart sätt som möjligt, men även gärna bidra till samhällets utveckling och uppnå samhällets förväntningar när det kommer till exempelvis arbetsförhållanden. Verksamheter behöver beakta detta område i och med dess betydelse på marknaden samt för samhället som en helhet (Ender & Brinckmann 2019). Dessutom påverkar detta även företagets värde på både kort samt lång sikt (Capelle-Blacard & Petit 2019). Genom att beakta ESG-faktorer får investerare en mer holistisk bild av de företag de stödjer. Detta bidrar vidare till att investerare kan identifiera möjligheter hos företag samt minimera potentiella risker vid val av investeringar (Drabek 2022; Katzeff 2024).

På senare tid har fokuset riktats alltmer mot områden som traditionellt sett inte fått tillräckligt med uppmärksamhet: miljö, socialt ansvarstagande och god företagsstyrning. Detta har blivit en central aspekt för företag att hantera samt för investerare att noggrant beakta. ESG-kriterierna ger en mätbar indikator på ett företags övergripande hållbarhetsprestanda, vilket sträcker sig långt bortom enbart ekonomiska mått (Lykkesfeldt & Kjaergaard 2022, s. 29). Det reflekterar inte bara hur ett företag driver sin verksamhet utan också dess bredare påverkan på samhället och miljön. Genom att analysera och integrera ESG-faktorer i beslutsprocessen kan företag och investerare både maximera långsiktig lönsamhet och samtidigt främja positiva förändringar för samhället (Lykkesfeldt & Kjaergaard 2022; Niinimäki et al. 2020).

1.2 Problemdiskussion

Forskning som syftar till att undersöka förhållandet mellan företag och socialt ansvar och deras ekonomiska prestanda är ett område som ständigt expanderar. Detta fenomen återspeglar det växande intresset för företagsinitiativ och ansvarsfullt agerande i dagens affärsklimat (Margolis et al. 2009). I en studie av Serafeim och Yoon (2022) undersökte författarna hur aktiemarknaden reagerade på ESG-nyheter och vilket samband det hade till företagens ESG-betyg. Författarna kom fram till att marknaden reagerade positivt till positiva nyheter och negativt till negativa nyheter. Vidare visade studien att ESG-betyget spelade en stor roll för hur mycket priset på aktiemarknaden fluktuerade. Vid ett bra ESG-betyg tenderade företaget att påverkas mindre över nyheter gällande både de negativa samt positiva aspekterna. Vid ett lågt betyg visade denna studie på att marknaden reagerade betydligt starkare i båda riktningarna. Problemet med ESG-betyg är att dessa kan vara subjektiva och därmed svåra att konkretisera, beroende på vad exakt som höjer och sänker betyget. Serafeim och Yoon kom fram till att detta kan bero på att företag med högre ESG-betyg lägger ner ökade resurser samt fokuserar mer på ESG-frågor än företag med låga ESG-betyg. (Serafeim & Yoon 2022).

I en studie av Alshehhi, Nobanee och Khare (2018) undersöktes företags finansiella prestanda i förhållande till deras hållbarhetspraxis. Flertalet länder studerades, bland annat Kina, Taiwan och Spanien, med en huvudsaklig litteratur från USA. Av de 132 utvalda artiklarna från diverse tidskrifter konstaterades det att 78% hade en positiv relation mellan hållbarhetspraxis och finansiell prestanda (Alshehhi, Nobanee & Khare 2018). Detta leder vidare in på en intressant aspekt i att undersöka är hur den geografiska platsen påverkar sambandet mellan miljöprestanda och finansiell prestanda. Horváthová (2010) fann att det finns ett större positivt samband mellan miljöprestanda och finansiell prestanda i "*Common Law*"-länder jämfört med "*Civil Law*"-länder (Horváthová 2010). Exempel på länder som går under *Common Law* är USA och *Civil law* är Sverige och en stor del av övriga Europa. Ali, Frynas och Mahmood (2017) visade även i en undersökning baserad på 76 olika empiriska studier att det finns ett starkt samband hur olika intressenter ställer sig till CSR beroende på vilket land de är verksamma i. Utvecklade länder tenderar att ställa högre krav på hur CSR relaterade frågor hanteras samt kräver mer frekventa uppdateringar från företagen. Olika faktorer som kan ligga till grund för detta kan bland annat vara kultur, intressen och politik (Ali, Frynas & Mahmood 2017). Detta tyder på att den rättsliga ramen och kulturella faktorer kan spela en avgörande roll för hur investerare reagerar på nyheter relaterade till ESG samt de globala målen (Agenda 2030).

Jämfört med övriga världen ligger Sverige i framkant när det gäller de globala målen som innefattar allt från jämställdhet till miljö- och klimatfrågor (Globala Målen 2021). Sverige har själva utsett sig som inofficiella ledare inom Agenda 2030 och värdesätter hållbarhet i alla dess former högt (Eliasson, Wibeck & Schmid Neset 2019). Det tyder därför på att det finns ett stort intresse i Sverige att vara engagerade i frågor relaterade till hållbarhet. Det som bidrar till skribenternas intresse att undersöka ESG-kriteriernas koppling till aktievärden på den svenska marknaden grundas i att forskningen inom specifikt denna marknad är bristfällig, till skribenternas vetskap. Som tidigare nämnt finns ett växande intresse för forskare att undersöka alla former av hållbarhetsfrågor och dess koppling till aktiemarknaden, vilket i sin tur har lett till att en mängd liknande studier inom samma område existerar. Dessa är dock baserade på andra marknader och länder. Detta lämnar en kunskapslucka när det gäller hur den svenska marknaden reagerar på nyheter rörande ESG med en koppling till de globala målen. Genom att analysera hur svenska företag påverkas på aktiemarknaden av ESG-relaterade nyheter skapas en djupare förståelse för sambandet mellan hållbarhetsåtgärder och aktievärden. Med ökad medvetenhet om miljö-, sociala och styrningsfrågor i företagsstrategier, är det av allt större vikt att förstå hur nyheter och andra informationstillkännagivanden rörande dessa frågor kan påverka företagets aktievärden. ESG kommer fortsättningsvis att benämnas som en helhet eller uppdelat i kategorierna miljö, socialt och styrning.

1.3 Syfte

Studiens huvudsakliga syfte är att undersöka om företagsspecifika nyheter relaterade till ESG påverkar aktievärdet för svenska företag verksamma på den svenska aktiemarknaden. Denna studie undersöker även om det råder någon skillnad i hur mycket aktievärdet påverkas beroende på innehållet av nyhetsartikeln, kopplat till kategorierna miljö-, sociala och styrningsfrågor.

1.4 Frågeställning

För att besvara studiens syfte har följande frågeställningar formulerats:

- Reagerar den svenska aktiemarknaden på olika sorters företagsspecifika nyheter relaterade till ESG?
- Reagerar den svenska aktiemarknaden olika på företagsspecifika nyheter relaterade till miljö-, sociala eller styrningsfrågor?

1.5 Avgränsningar

För att skapa en väldefinierad forskningsram för denna uppsats har tydliga avgränsningar gjorts. Dessa avgränsningar är avgörande för att säkerställa att forskningen är fokuserad och riktad mot specifika mål. Inledningsvis har en avgränsning gjorts till svenska börsnoterade företag. Genom att fokusera på företag på den svenska marknaden kan det säkerställas att resultaten är tillämpbara på specifikt denna marknad. Detta kommer att möjliggöra mer precisa slutsatser gällande företag som verkar inom denna kontext. Vidare blir det även möjligt att hämta all data som är nödvändig för studien från Avanza. Fortsättningsvis har även en avgränsning gjorts från att inte ta respektive företags ESG-betyg i beaktning. Detta på grund av komplexiteten detta innefattar för undersökningen samt att skribenterna inte har valt att fokusera på denna aspekt.

Vidare har tidsperioden begränsats och de nyhetsartiklar som har hämtats är från ett tidsspänn på drygt 3 år. Detta är inom åren 2021–2024 för att få med så pass relevant och ny information som möjligt för undersökningen. Skribenterna har även valt att begränsa sig till att enbart använda Dagens Industri som källa till nyhetsartiklarna. Detta beror på att DI är en ledande svensk affärstidning som fokuserar på ekonomi, finans, näringsliv och aktiemarknaden och anses därmed att vara en trovärdig källa.

Uppsatsen avgränsar sig också från att vidare kategorisera nyhetsartiklarna utifrån CSR. Däremot kommer tidigare forskning presenteras inom CSR som bidrar till en djupare förståelse över hur hållbarhetsnyheter inom såväl CSR som ESG påverkar företags aktievärden på kort sikt. Genom att implementera dessa avgränsningar kan det säkerställas att studien blir såväl relevant som användbar för uppsatsens syfte.

1.6 Disposition

I detta kapitel har bakgrunden till studien introducerats tillsammans med problemdiskussionen, syftet och forskningsfrågorna. Tidigare forskning inom ESG och CSR med koppling till aktievärden har presenterats som vidare kommer att byggas på i kapitel två. I följande kapitel presenteras ytterligare forskning tillsammans med relevanta teorier för studien som vidare kommer att användas i analysen. Kapitel två introducerar även vikten av de globala målen (Agenda 2030) samt dess relevans för hur nyhetsartiklarna kommer att kategoriseras utefter olika hållbarhetsmål. I metodavsnittet presenteras eventstudien som är den valda metoden för undersökningen samt hur datainsamlingen genomförs och hur de insamlade värdena kommer att analyseras. Efter dessa mer teoretiska delar som till största del bygger på tidigare forskning presenteras skribenternas insamlade empiri och resultat från hypotesprövningen i kapitel fyra. Detta analyseras och diskuteras vidare i kapitel fem. Slutligen presenteras studiens slutsatser i kapitel sex.



Figur 1 – Egen illustration av dispositionen för uppsatsen

2. Teoretisk referensram

I följande avsnitt presenteras de valda teorierna för detta arbete. Dessa innefattar bland annat EMH, Behavioral Finance och Informationsasymmetri. Vidare presenteras tidigare forskning med relevans till ESG, CSR, FN:s Globala mål samt aktiemarknaden. Sammanfattningsvis ger detta avsnitt en teoretisk grund för att förstå de dynamiker och samband som undersöks i denna studie.

2.1 Effektiva Marknadshypotesen

Aktiemarknaden är volatil, vilket innebär att svängningar i aktievärden kan ske snabbt i både positiv och negativ riktning. Vad som faktiskt påverkar dessa svängningar kan variera mycket. Fama (1970) menar att det är all information som finns tillgänglig om företaget som påverkar aktievärdet. Enligt teorin går information att kategorisera i tre olika nivåer. Den första är svag, som innefattar information i form av historiska data. Nivå två är den semistarka informationen, vilket klassas som publik information som exempelvis årsredovisningar. Stark information är den sista nivån som exempelvis är insiderinformation, som bara ledningen eller andra insiders har tillgång till. (Fama 1970)

Med denna teori påstår Fama att det är omöjligt att överträffa marknadens avkastning genom aktiv förvaltning (Fama 1970). I och med detta går det heller inte att påstå att marknaden fullständigt återspeglar exakt rätt marknadspris utefter all tillgänglig information som finns. För att det ska fungera behövs även ytterligare parametrar. Exempelvis ska all information vara tillgänglig och gratis. Det ska inte heller finnas några transaktionskostnader samt att alla investerare ska vara eniga. Detta innebär dock inte att marknaden är ineffektiv. Marknadspriset återspeglar kombinationen mellan all tillgänglig information och hur marknaden väljer att reagera på samma information. (Fama 1970).

2.2 Behavioral Finance

Effektiva marknadshypotesen och Behavioral Finance teorin har gemensamt varit de ledande teorierna för att förklara hur en aktie värderas (Shiller 2003). Båda teorierna försöker besvara samma fundament, däremot är de helt skilda i hur en aktie faktiskt värderas på marknaden. Behavioral Finance teorin menar att priset reflekterar hur aktörerna på marknaden reagerar på den tillgängliga informationen (Fakhry 2016). För att kunna förstå varför en aktie har det värde den har behöver andra aspekter tas in i beaktning. Detta innefattar att alla människor är olika med varierande tankar och åsikter. Dessa faktorer kan påverkas när investerare ska ta sina investeringsbeslut och därefter påverka värdet av en

aktie. I och med att människan inte är helt rationell kan irrationella beslut tas baserade på känslor vilket i sin tur kan påverka aktiemarknaden. (Kapoor & Prosad 2017; Goldberg & Nitzsch 2001).

En av de centrala idéerna som betonas i teorin är vidare hur överdriven optimism och pessimism kan leda till över- eller undervärdering av tillgångar, vilket i sin tur kan ge upphov till bildandet av bubblor eller krascher på marknaden. I boken *Behavioral Finance* illustrerar Goldberg och Nitzsch (2001) hur investerare, påverkade av känslor och grupptänkande, tenderar att överskatta eller underskatta tillgångars verkliga värde, vilket kan leda till extrem prisvolatilitet och icke-rationella marknadsrörelser. Finansiella marknader kan vara sårbara för irrationella beteenden och vidare hur dessa beteenden kan påverka investerarnas beslut och marknadens stabilitet. Genom att förstå och identifiera dessa beteenden kan investerare och finansinstitut utveckla mer genomgående strategier för att hantera riskerna med detta och i sin tur dra nytta av prisrörelser som är resultatet av sådana beteenden. (Goldberg & Nitzsch 2001).

2.3 Intressentmodellen

Intressentmodellen (eng: *Stakeholder Theory*) är en företagsekonomisk teori som syftar till att belysa vilka aktörer som innehar intressen i ett företag eller en organisation. Teorin beskriver verksamhetens relationer till sin omvärld. Detta inkluderar även de intressenter som ställer krav på organisationen samt de som organisationen ställer krav på. En intressent i denna fråga är en aktör som har intressen i en viss organisations verksamhet. Kärnan i modellen är att den identifierar och belyser olika aktörer på marknaden som exempelvis ägare, anställda, kunder, leverantörer, samhället och andra berörda parter. Genom att förstå och hantera dessa intressenters behov och krav kan företag skapa en balans för att i sin tur uppnå hållbarhet och framgång. Denna modell belyser vikten av hur intressenterna bör prioriteras för att vidare kunna skapa värde för investerare. (Freeman 1984)

Enligt intressentmodellen är det viktigt att företag bygger upp en bra relation till alla intressenter inom företaget. Företagens syfte är i många att skapa ett större värde för leverantörer, anställda och även samhället omkring. Genom att prioritera andra intressenter kan det även öka värdet för aktieägare genom mer engagerade och produktiva anställda, bättre rykte om företaget och utökade affärer. (Dmytriyevev & Freeman 2017; Donaldson & Preston 1995).

2.4 Aktieägarteorin

Det kan anses som en självklarhet inom finans, redovisning och ledning att det ultimata målet för företag är att skapa det högst möjliga aktieägarvärdet (Rieg 2012). Enligt aktieägarteorin (eng: *Shareholder Theory*) bör ledningens främsta fokus i att maximera aktieägarvärdet. Aktieägarteorin hävdar att detta mål ska prioriteras över ett företags övriga intressenter. Detta i och med att teorins centrala idé är att aktieägarna är de slutgiltiga ägarna av ett företags tillgångar (O'Connell & Ward 2020). Av denna anledning bör en företagsledning och dess styrelse prioritera att såväl skydda som utveckla sina tillgångar. Teorin baserar sig på att aktieägarna värderar tillgångarna utifrån två mätbara mått, aktiekurs och utdelning. Enligt denna teori ska därför ledningen fatta beslut som gynnar en kombination av dessa två mått till förmån till aktieägarna. (O'Connell & Ward 2020). Den traditionella bilden för lång hållbarhet är starkt kopplad till finansiell framgång, andra mjuka värden spelar ingen roll så länge de finansiella värdena går upp. Det bär även en risk att prioritera andra intressenter då det blir svårt för ledningen att prioritera rätt, med detta kan viktiga intressenter känna sig bortprioriterade. Därför är det enklare och viktigare att prioritera aktieägarna för att hålla de nöjda samt fortsätta bygga på det finansiella kapitalet. (O'Connell & Ward 2020).

Inom företagsvärderingar lyfter aktieägare ofta frågor angående företagsbeslut i att prioritera andra ärenden kopplade till företags sociala ansvar (Bento, Mertins & White 2017). Denna reservation grundar sig på observationen att aspekter relaterade till företagets sociala ansvar i allmänhet inte direkt påverkar andra kritiska finansiella nyckeltal. Traditionellt sett har finansiella nyckeltal haft en större positiv effekt på marknadsvärdet och betraktas därmed som betydelsefulla för företagets intressenter (Bento, Mertins & White 2017). Aktieägarteorin bortser däremot från det faktum att aktieägare och företag kan ha olika mål och intressen, som inte enbart är inriktade på finansiella resultat. Redan år 1932 argumenterade Berle och Means för att företag har olika syften och intressen, inklusive främjande av entreprenörskap, innovation och samhällsengagemang (Berle & Means 1932). Detta går även i linje med intressentmodellen. Med detta i beaktning är det för företag av avgörande betydelse att bibehålla goda relationer med samtliga intressentgrupper, och inte uteslutande fokusera på att maximera aktieägarvärdet (Bento, Mertins & White 2017).

2.5 Signalerings teorin och informationsasymmetri

Signalerings teorin är en viktig modell inom ekonomi och styrning som analyserar hur parter i en ekonomisk interaktion kommunicerar och tolkar information (Spence 2002). Den grundläggande idén är att en part, kallad avsändaren, väljer att sända signaler till en annan part, mottagaren, för att påverka deras beslut eller uppfattning (Connelly, Certo, Ireland, & Reutzel 2011). Signalerna kan vara såväl avsiktliga som oavsiktliga och kan vidare bestå av olika former av information som handlingar, ord eller symboler (Spence 2002). Mottagaren tolkar dessa signaler för att kunna dra slutsatser om avsändarens egenskaper, intentioner eller förmågor. Signalerings teorin har blivit ett framträdande verktyg inom olika managementdiscipliner, exempelvis inom strategisk styrning (Connelly et al. 2011). Trots att signalerings teorins användning har ökat, har kärnprinciperna blivit mindre tydliga när de appliceras på organisatoriska problem (Connelly et al. 2011). Forskning inom området indikerar på att det finns betydande brister och obesvarade frågor, vilket pekar på behovet av vidare forskning inom denna teori (Taj 2016).

Informationsasymmetri uppstår när en part i en transaktion har mer eller bättre information än den andra (Bergh, Ketchen, Orlandi, Heugens & Boyd 2019). Detta fenomen är vanligt förekommande vid transaktioner där säljaren besitter mer information än köparen, även om det omvända kan inträffa. Enligt Leland och Pyle (1977) skapar informationsasymmetri en obalans i transaktioner, vilket kan leda till ineffektivitet och i värsta fall marknadsmisslyckanden. I sin forskning lyfter författarna även vikten av att förstå hur signaler kan användas för att minska informationsasymmetri och skapa bättre förutsättningar för effektiva transaktioner. Författarnas arbete belyser betydelsen av att studera både signalerings teorin och informationsasymmetri för att få en mer djupgående förståelse för marknadsdynamik och transaktionsprocesser. (Leland & Pyle 1977).

2.6 Tidigare forskning

I följande del av avsnittet redovisas ett urval av tidigare genomförda undersökningar inom ESG och CSR med samband till aktievärden. Syftet med den tidigare forskningen är att bidra till en utökad förståelse för hur tidigare forskare har gått till väga, samt att redogöra för olika aspekter av studierna som har varit av betydelse för forskningsresultaten. Respektive studie har använt sig av eventstudier som forskningsmetod vilket bidrar till skribenternas intresse till att redogöra för dessa. Vidare presenteras även FN:s globala mål (Agenda 2030), som visar på hur dessa mål kan kategoriseras efter ESG-pelarna.

2.6.1 Värdet av ESG rapportering

Värdet av ESG för företag är något som har undersökts mycket under det senaste decenniet. Resultaten från de olika empiriska studierna har varierat mycket beroende på vart undersökningen har tagit plats samt när den har ägt rum. Majoriteten av studierna visar på att det finns ett litet samband medan vissa studier menar att det inte finns något samband överhuvudtaget (Mervelskemper & Streit 2017). Det har blivit alltmer vanligt för företag att rapportera till sina intressenter i årsredovisningar vilka mål företaget har, samt vad de har åstadkommit inom ESG-kriterierna. Margolis et.al (2009) benämner även att intresset från marknaden växer kring företagsinitiativ, som kallas för integrerad rapportering. Det skapar vidare mer omfattande och kvalitativa rapporter för investerare vilket ger en bättre inblick i företagets verksamhet (Margolis et.al 2009). Mervelskemper och Streit (2017) kom fram till att det finns ett samband mellan integrerad rapportering och marknadsvärde. Den betydande faktorn är i vilken utsträckning företag väljer att rapportera sina framsteg inom ESG. Desto oftare och mer utvecklat ett företag väljer att presentera sina ESG framsteg desto högre värderas ett företags marknadsvärde (Mervelskemper & Streit 2017). Zanatto, Catalão-Lopes, Pina och Carrilho-Nunes (2023) undersökte hur nyheter relaterade till ESG-faktorer påverkade volatiliteten på den portugisiska aktiemarknaden och kom fram till att ESG-nyheter minskade volatiliteten i avkastningen under icke-krisperioder. Dessutom spelade innehållet (positivt eller negativt) i nyheterna en roll när de övervägde perioden före den pågående finanskrisen. Under dessa ekonomiska nedgångar påverkade dock varken mängden eller innehållet i ESG-nyheter volatiliteten. Slutsatsen tyder på att ESG-frågor kanske inte längre är lika betydelsefulla under dessa perioder som världen för närvarande står inför (Zanatto et.al 2023).

2.6.2 ESG-nyheter och aktiemarknadens reaktion

Capelle-Blancard och Petit (2019) undersökte ESG-nyheters påverkan på aktiemarknaden. Undersökningen baserades på cirka 33 000 ESG-nyheter, såväl positiva som negativa. Studien berörde hundra börsnoterade företag under perioden 2002–2010. Något som författarna kunde konstatera med studien var att företag som står inför negativa händelser inom dessa kriterier ser en minskning av sitt aktievärde med ca 0,1 %. Detta till skillnad från att företag i genomsnitt inte vinner något från positiva tillkännagivanden inom samma områden. Capelle-Blancard och Petit påstår även att marknadsaktörer är känsliga för media, men reagerar inte på företagens pressmeddelanden eller icke-statliga organisationers offentliggöranden. Dessutom visar resultaten från studien på att sektorns rykte mildrar förlusten och att kulturell närhet och innehållet i ESG-avslöjanden spelar en betydande roll för omfattningen av påverkan. (Capelle-Blancard & Petit 2019). Alshehhi, Nobanee och Khare (2018)











påvisade även i deras studie att marknaden reagerar på nyhetsartiklar relaterade till ESG i förhållande till företagsaktievärden.

2.6.3 Relevans av CSR-nyheter på aktiemarknaden

En studie som undersökte CSR-relevanta nyheters kortsiktiga påverkan på företags aktievärden var Ender och Brinckmanns studie (2019). Denna studie genomfördes med fokus på aktieägarvärdet, som representerades av företagets aktievärde. Genom en eventstudie studerades företag på ”*Austrian Traded Index*” (ATX) och effekten av nyheternas påverkan på respektive företag mättes. Författarna delade in CSR i kategorierna miljö, samhälle och styrning. Resultaten från studien visade att CSR-relevanta nyheter triggade en statistiskt signifikant onormal avkastning samt genomsnittlig kumulativ onormal avkastning inom en femdagarsperiod (Ender & Brinckmann 2019). Baserat på dessa resultat kunde författarna konstatera att CSR-relevanta nyheter har en betydande påverkan på företagets aktieägarvärde. Ali, Frynas och Mahmood (2017) genomförde även en liknande studie där det påvisas att beroende på vilket land i världen företag verkar i prioriteras frågor kring CSR olika. Utifrån dessa resultat kunde det även härledas att nyheternas effekt på aktievärdet förstärktes av CSR-relevansen i nyheten (Ender & Brinckmann 2019). Författarna hänvisar vidare till flertalet studier inom samma område som undersökt CSR-nyheters relevans på aktiemarknaden, vilket har lett till blandade resultat. Detta kan bero på olika faktorer som exempelvis att undersökningarna har ägt rum på olika marknader samt att händelseperioden har varierat. Studier som fått liknande resultat infattar bland annat Griffin och Sun (2013) och Hannon och Milkovich (1996).

2.6.4 De globala målen kategoriserade efter ESG-pelarna

År 2015 skapade de Förenta nationerna (FN) en global plan, kallad Agenda 2030, för hållbar utveckling av världen. Denna plan inkorporerade 17 olika mål för att världen tillsammans ska kunna skapa ett mer hållbart samhälle för framtida generationer. Enligt Khaled, Ali, Mohamed (2021) har en studie från PWC påvisat att 72% av företag nämner de globala målen i sina publikationer. Däremot är det bara 20% som sätter kvantitativa mål för att uppnå de globala målen. Vidare visade studien på att enbart 8% (1% av total urvalet) av dessa företag rapporterar om deras åtgärder i dessa frågor. Detta kan bero på okunskap inom företagen samt att det inte finns några tydliga ramverk att jobba utefter. (Khaled, Ali, Mohamed 2021). För att underlätta för företagen skulle en kategorisering mellan de tre ESG-pelarna underlätta för företag i framtiden. Detta riktar sig huvudsakligen till företag som arbetar med ESG-betyg och hjälper dem att prioritera sina hållbarhetsinsatser, vilket i sin tur ökar hållbarheten inom verksamheten. (Christie 2024).

Environment		Social		Government	
 6 CLEAN WATER AND SANITATION	SDG 6: Clean Water and Sanitation	 1 NO POVERTY	SDG 1: No Poverty	 9 INDUSTRY, INNOVATION AND INFRASTRUCTURE	SDG 9: Industry, Innovation, and Infrastructure
 7 AFFORDABLE AND CLEAN ENERGY	SDG 7: Affordable and Clean Energy	 2 ZERO HUNGER	SDG 2: Zero Hunger	 11 SUSTAINABLE CITIES AND COMMUNITIES	SDG 11: Sustainable Cities and Communities
 12 RESPONSIBLE CONSUMPTION AND PRODUCTION	SDG 12: Responsible Consumption and Production	 3 GOOD HEALTH AND WELL-BEING	SDG 3: Good Health and Well-being	 16 PEACE, JUSTICE AND STRONG INSTITUTIONS	SDG 16: Peace, Justice, and Strong Institutions
 13 CLIMATE ACTION	SDG 13: Climate Action	 4 QUALITY EDUCATION	SDG 4: Quality Education		
 14 LIFE BELOW WATER	SDG 14: Life Below Water	 5 GENDER EQUALITY	SDG 5: Gender Equality		
 15 LIFE ON LAND	SDG 15: Life on Land	 8 DECENT WORK AND ECONOMIC GROWTH	SDG 8: Decent Work and Economic Growth		
		 10 REDUCED INEQUALITIES	SDG 10: Reduced Inequality		
		 17 PARTNERSHIPS FOR THE GOALS	SDG 17: Partnerships for the Goals		

Tabell från Christie (2024)

2.7 Teorisyntes

Den teoretiska referensramen för denna uppsats integrerar flera viktiga teorier och perspektiv för att belysa värdet av ESG-nyheter på företags aktievärde, som vidare planeras att appliceras på den svenska marknaden för denna undersökning.

Den effektiva marknadshypotesen (EMH) är central för att förstå hur marknaden absorberar information och prissätter tillgångar. I detta sammanhang påvisar den effektiva marknadshypotesen att ESG relaterade nyheter kommer att ha en påverkan på aktievärdet för företag. Av denna anledning kommer det att bli möjligt att se hur den svenska marknaden reagerar på den semistarka informationen, vilket är nyheter och offentliggjord information. Även där går det att se om någon specifik kategori har större påverkan än övriga på aktievärdet.

Behavioral Finance argumenterar för att aktiepriset inte bara återspeglar objektiv information, utan också hur aktörerna på marknaden reagerar på denna information. Genom att ifrågasätta Effektiva Marknadshypotesen (EMH) öppnar denna teori upp för en fördjupad analys av marknadsreaktioner. Detta möjliggör utforskning av potentiella trender och tankemönster i Sverige som kan påverka hur olika nyheter påverkar aktiemarknaden. Genom att integrera Behavioral Finance i undersökningen kan därmed en bättre förståelse skapas samt förklara de dynamiska faktorer som påverkar aktiepriserna på kort sikt.

Intressentmodellen är relevant för att förstå vilka intressenter som påverkas av ESG-nyheter och hur deras agerande kan påverka företags aktievärde. Aktieägar teorin å andra sidan belyser ägarnas roll och intressen i företaget. Genom att ta hänsyn till aktieägarnas incitament och preferenser kan en bättre förståelse skapas kring hur ESG-initiativ kan påverka företags aktievärden.

Signaleringsteorin kan användas för att förstå hur företag använder ESG-åtgärder som signaler till marknaden om deras långsiktiga värdeskapande potential. Genom att investera i ESG-initiativ kan företag signalera till investerare att de tar ansvar för hållbarhetsfrågor och är mer benägna att generera långsiktig lönsamhet. Informationsasymmetri är ytterligare en viktig faktor att beakta, särskilt när det gäller ESG-nyheter. Det kan finnas skillnader i tillgången till information och tolkningen av denna mellan företag och investerare. Detta kan vidare leda till möjligheter för vissa aktörer som kan dra nytta av informationen innan den är fullt reflekterad i marknadspriserna.

2.8 Hypotesformulering

Med hänvisning till tidigare forskning inom området har följande hypoteser utformats som studien avser att undersöka. Hypoteserna har utformats i fyra olika hypotespar. Syftet med det första hypotesparet är initialt att undersöka om den svenska marknaden faktiskt reagerar på ESG-nyheter. Detta har lett till följande hypotespar:

Hypotespar 1

H_0 : Den svenska marknaden reagerar inte alls på företagsspecifika ESG-nyheter

H_1 : Den svenska marknaden reagerar på företagsspecifika ESG-nyheter i någon riktning

För att vidare undersöka om det råder någon skillnad mellan variablerna och om någon av kategorierna påverkar marknaden i större utsträckning har följande hypotespar formulerats:

Hypotespar 2

H_0 : Den svenska marknaden reagerar inte alls på företagsspecifika nyheter relaterade till miljöfrågor

H_1 : Den svenska marknaden reagerar på företagsspecifika nyheter inom miljösammanhang i någon riktning

Hypotespar 3

H_0 : Den svenska marknaden reagerar inte alls på företagsspecifika nyheter relaterade till sociala sammanhang

H_1 : Den svenska marknaden reagerar på företagsspecifika nyheter relaterade till sociala sammanhang i någon riktning

Hypotespar 4

H_0 : Den svenska marknaden reagerar inte alls på företagsspecifika nyheter relaterade till styrning

H_1 : Den svenska marknaden reagerar på företagsspecifika nyheter relaterade till styrning i någon riktning

Det går även att skriva om respektive hypotes matematiskt, vilket ser ut på följande vis:

$$H_0: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 = 0$$

$$H_1: \bar{X}_1 - \bar{X}_2 \neq 0$$

Hypotesprövningen kommer genomföras genom ett tvåsidigt t-test där ett t-värde kommer beräknas för varje hypotespar. T-värdet kommer sedan att jämföras mot en signifikansnivå på 5% för att sedan förkasta eller behålla nollhypotesen. Beroende på utfallet för hypotespar två till fyra kommer sedan det totala CAAR värdet kvadreras för att kunna mäta vilken kategori som har störst påverkan.

3. Metod

I metodavsnittet presenteras den valda undersökningsdesignen för studien med forskningsansatsen och strategin. Avsnittet går djupare in på syftet med en eventstudie och hur den planeras att användas för denna undersökning. Avsnittet avslutas med en djupgående förklaring i hur det tvåsidiga t-testet kommer att genomföras samt hur skribenterna valt att kategorisera ESG-nyheterna.

3.1 Kvantitativ metod

Kvantitativ forskning är en metod som fokuserar på mätbara data och använder numeriska värden för att beskriva och förklara fenomen (Taherdoost 2022). Tillvägagångsättet är att forskare samlar in strukturerade data och vidare analyserar den med hjälp av statistiska metoder. Målet är att ta fram generaliserbara resultat som kan användas för att dra slutsatser över en bredare population (Taherdoost 2022). Taherdoost menar även på att den kvantitativa forskningen används i syfte att kunna mäta och kvantifiera fenomen för att vidare kunna testa hypoteser som leder till en identifiering av mönster (Taherdoost 2022). Denscombe menar vidare att det finns en styrka i antalet och att kvantitativa undersökningar därmed utgör ett kraftfullt verktyg för att skapa övertygande fundament för samhällsforskning (Denscombe 2018, s. 347). Detta grundas i att kvantitativa undersökningar ofta bygger på stora mängder data (Denscombe 2018, s. 347).

3.2 Undersökningsdesign

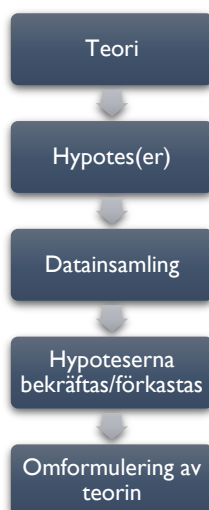
Denna uppsats syftar till att undersöka om, och i sådana fall, vilken kategori av ESG-nyheter som påverkar förändringen i ett företags aktievärde. Tidigare studier har undersökt hur nyheter om ESG och CSR i sin helhet har påverkat aktievärdet på företag, se studier; Perez, Salmones och López-Gutiérrez (2020), Horváthová (2010), Ender och Brinckmann (2019), Zanatto et.al (2023). Till skribenternas vetskap finns det däremot inte studier som visar på att ESG-nyheter om exempelvis specifikt miljörelaterade frågor påverkar aktievärdet i högre eller lägre utsträckning än övriga kategorier.

Tidigare forskning inom detta område har använt sig av en kvantitativ undersökning med eventstudie som metod för att analysera data. Av den anledningen har en eventstudie valts som metod för denna studie då den är betrodd av andra forskare, (se tidigare forskning). Efter att studerat tidigare forsknings metodavsnitt stöttes en gemensam nämnare på, vilket var att majoriteten av alla studier använde

MacKinlay (1997) som primär källa för eventstudier. Av den anledningen har MacKinlay använts som primär källa för metodavsnittet även i denna undersökning.

3.3 Forskningsansats och strategi

För denna undersökning har en deduktiv ansats valts i enlighet med den kvantitativa forskningsmetoden. Bryman och Bell (2017) menar att en kvantitativ metod vanligtvis inleds med teori och tidigare forskning inom området. Detta tyder därmed på ett huvudsakligt deduktivt synsätt på relationen mellan den egna forskningen och teoretiska referensramen (Bryman & Bell 2017, s.167). Den deduktiva forskningsansatsen utgör en strukturerad metod för att formulera och testa hypoteser baserat på teoretiska antaganden (Bryman & Bell 2017, s.42–45). Den deduktiva processen kan illustreras enligt bilden nedan:



Figur 2 – Egen illustration av den deduktiva forskningsprocessen med hänvisning till Bryman och Bell (2017, s. 167)

Studien genomförs utefter dessa steg ovan. Däremot avslutas processen med att slutsatser dras istället för att teorin omformuleras. Detta görs på grund av att studien är av en mindre omfattning och omformulering av teorin inte anses vara genomförbart.

Inledningsvis samlades tidigare forskning in inom aktiemarknaden och ESG-nyheter för att bygga en stabil grund för studien. Detta gjordes i samband med att relevanta teorier togs med för att vidare kunna testa hur väl dessa är applicerbara på denna studie. Därefter utformades hypoteser som skribenterna avser att undersöka för att sedan gå vidare med datainsamlingen. Vidare analyseras resultaten från den

insamlade empirin där hypoteserna kommer bekräftas alternativt förkastas. Slutligen drar skribenterna slutsatser baserat på testresultaten.

3.4 Urvalsmetod och population

När det kommer till urvalsprocesser kan forskare initialt välja mellan två vägar som utgångspunkt, sannolikhetsurval eller icke-sannolikhetsurval (Denscombe 2018). För denna undersökning har ett sannolikhetsurval valts av anledningen att artiklarna har valts ut slumpmässigt, förutsatt att de uppfyller skribenternas kriterier. Ett sannolikhetsurval innebär i korta drag att forskaren gör ett slumpmässigt urval från undersökningens population. Vidare brukar sannolikhetsurval förknippas med och fungera bäst i kvantitativa undersökningar som innefattar stora mängder data (Denscombe 2018). Studiens population är i detta fall börsnoterade företag på den svenska marknaden. Studiens population innefattar därmed 1100 företag (Riksdagen 2023). Urvalskriterierna är vidare att nyhetsartikeln ska inneha en relevans till något av ESG-kriterierna. Med hänvisning till kategoriseringen av nyhetsartiklar (3.7) har liknande begrepp och nyckelord på svenska använts för att ta fram de valda artiklarna till denna studie.

Denna undersökning innefattar totalt 150 stycken företagsspecifika ESG-artiklar som har publicerats under tidsperioden 2021–2024. Samtliga är hämtade från Dagens Industri. Tillsammans har även data gällande företagens aktievärde samt marknadsindex hämtats från Avanza. Marknadsindexet som används för denna studie är OMX Stockholm Large Cap Gross Index, OMX Stockholm Mid Cap Gross Index, OMX Stockholm Small Cap Gross Index. Fördelningen mellan antalet artiklar i undersökningen är vidare jämnt fördelad med 50 stycken av respektive kategori.

3.5 Bortfall

Undersökningen har inte drabbats av något konkret eller fastställt bortfall. Nyhetsartiklar som inte uppfyllde kriterierna exkluderades direkt. Däremot var antalet ogiltiga nyhetsartiklar högt under datainsamlingen, vilket berodde på att många nyheter handlade om företag som inte var börsnoterade alls eller alternativt noterade på andra marknader. Detta inkluderar även svenska företag som Spotify, som är börsnoterat i USA och därför inte kunde tas med i studien. Andra stora företag som inte var relevanta för studien inkluderade bland annat "*the big four*" inom revision (EY, KPMG, PwC och Deloitte). Detta på grund av att dessa antingen inte är börsnoterade på någon marknad eller på den svenska marknaden. Nyhetsartiklar om finansiell rapportering exkluderades också direkt då de inte ansågs relevanta för ESG-kriterierna.

3.6 Eventstudie

Eventstudiemetoden är designad och skapad för att undersöka ett specifikt event och vad det har för effekt på en specifik ekonomisk variabel (Woon 2004). Ett viktigt antagande inom eventstudiemetodologin är att marknaden förutsätts vara effektiv. Detta öppnar upp för möjligheten att se effekterna under en kortare tidsperiod (Woon 2004). De mest förekommande variablerna som undersöks är aktievärden eller marknadsindex. Händelserna omfattar i vanliga fall när information når ut till diverse intressenter. Syftet med metoden är att undersöka om dessa händelser skapar en onormal avkastning. Det återspeglar om det finns någon skillnad mellan det förväntade värdet och faktiska värdet (Park 2004).

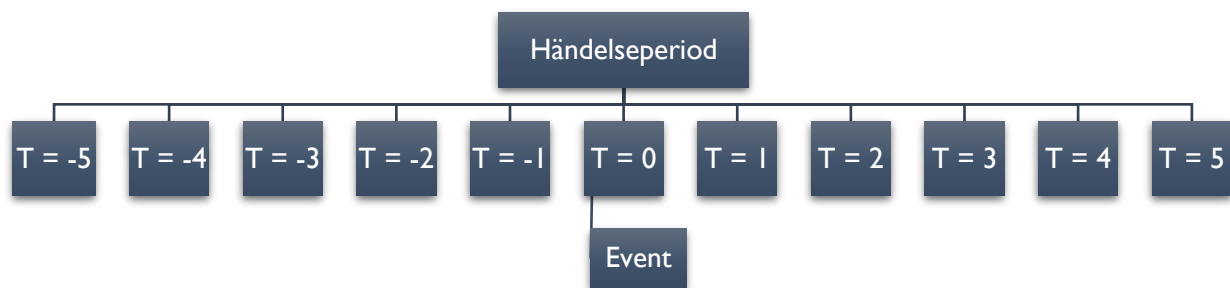
Enligt MacKinlay (1997) är processen för att genomföra en eventstudie inte unik. Däremot finns det ett flöde som bör följas. Första steget är att definiera vilken händelse som är av intresse för studien samt identifiera perioden från där värdena kommer att hämtas. Det viktigaste är att hämta värden från exakt den dagen händelsen sker, men även några dagar innan samt efter för att kunna analysera perioden kring händelsen och effekten. Nästa steg är att fastställa kriterier för populationen som kommer att analyseras, detta centreras oftast kring vad för information som finns tillgänglig. Dessutom bör populationen ha någon gemensam faktor som exempelvis samma marknad eller bransch. (MacKinlay 1997).

3.6.1 Händelseperiod

För att kunna analysera en händelse måste tidsramen för perioden definieras. Tillfället när själva händelsen sker definieras som t_0 (MacKinlay 1997). I detta fall kommer t_0 att vara dagen då nyheten offentliggörs. Om enbart perioden direkt efter t_0 analyseras ökar risken att missa effekterna av potentiell insidertrading eller rykten som kan påverka värdet av aktien. Offentliggörande av händelser på marknaden kan ske vilken tid som helst på dygnet. För att säkerställa en heltäckande analys och minimera risken för informationsbortfall bör perioden före t_0 också analyseras. Det är rekommenderat att den tidsperioden sträcker sig lika långt både före och efter t_0 . (Perez, Salmones & López-Gutiérrez 2020)

Enligt Perez, Salmones och López-Gutiérrez (2020) reagerar marknaden snabbt på nyheter relaterade till ESG. För att minimera riskerna till att andra faktorer tas i beaktning, exempelvis prishock, har en tidsperiod på 11 dagar valts. I och med detta ges en tydligare bild av händelsens faktiska påverkan (Perez, Salmones & López-Gutiérrez 2020). Detta är den period som skribenterna har valt att använda

i enlighet med de tidigare studierna som publicerats inom ämnet, se Perez, Salmones och López-Gutiérrez (2020). Detta minskar risken för informationsasymmetri samt möjliggör en analys av eftereffekterna av nyheten kontra aktievärdet (Perez, Salmones & López-Gutiérrez 2020). Perioden innan händelsen sker betecknas som t_{-5} och perioden efter händelsen betecknas som t_5 . Groeing och Kanuri (2018) argumenterar för att den optimala händelseperioden är 3 dagar. Detta på grund av att ett längre händelsefönster gör det möjligt att andra påverkande händelser samt övrig information kan påverka aktievärdet (Groeing & Kanuri 2018). Däremot anser skribenterna att fördelarna samt argumenten för ett längre händelsefönster väger tyngre. Detta på grund av vikten att se den nyhetens fullständiga påverkan. Viktigt att poängtera är även att nyheterna kan offentliggöras på helger eller kvällar när börsen är stängd. Med detta i beaktning kan det därför bli en överreaktion när marknaden öppnar, vilket gör det svårt att komma fram till en pålitlig slutsats vid kortare tidsspann.



Figur 3 – Egen grafisk illustration över händelseperioden som används för studien

3.6.2 Händelseuppskattning

För att få ett mer säkert och pålitligt svar från datan påstår MacKinlay (1997) att tiden innan händelseperioden även bör analyseras. Företaget och aktien som kommer att analyseras kan haft en bra eller dålig period innan händelsen, vilket kan påverka hur marknaden reagerar på nyheten som kommer att analyseras. För att kunna använda en marknadsmodell för att få fram det förväntade värdet behöver även tiden innan tas i beaktning för att kunna se vilken påverkan nyheten har haft på aktievärdet (MacKinlay 1997). Detta kommer beskrivas mer noggrant under nästa rubrik.

Vanligtvis brukar en period mellan 90–250 dagar innan händelsen tas med i den initiala analysen enligt MacKinlay (1997). Uppskattad händelseperiod innan händelsen bör vara proportionerlig i relation till händelseperioden som ska analyseras. Den uppskattade händelseperioden ska inte heller överlappa med händelseperioden då detta kan minska trovärdigheten för datan som ska räknas fram. (MacKinlay 1997). Denna studie har fastställt att den relevanta händelseperioden sträcker sig 90 dagar bakåt i tiden från tidpunkten för nyhetspubliceringen. Den valda perioden är strategiskt utvald för att uppnå noggrannheten i att bedöma händelsens påverkan på aktievärdet samtidigt som skribenterna anser den vara i proportion till studiens eventfönster. Denna tidsram ger tillräckligt med utrymme för att fånga upp förändringar i aktievärdet före händelsen och minimerar risken för att händelsen i sig ska snedvrída resultaten. En 90-dagarsperiod möjliggör också en grundlig analys av eventuella marknadsförberedelser eller reaktioner innan nyheten offentliggörs, vilket är avgörande för att förstå dess fulla effekter på aktiekursen.

3.6.3 Marknadsmodellen

Marknadsmodellen är en statistisk modell som beräknar avkastningen på ett värdepapper. Avsikten med modellen är att kunna uppskatta vilken normalitet en portfölj har för att sedan kunna applicera normaliteten på aktierna inom portföljen. Modellen ser ut enligt följande:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

R_{it} = Förväntad avkastning av en aktie för period t

R_{mt} = Avkastning på aktiens index för period t

$\alpha, \beta, \epsilon_{it}$ = Parametrar för marknadsmodellen

Denna modell räknar ut den förväntade avkastningen för en aktie under en viss period med hjälp av ett marknadsindex (McWilliams 1997). Detta kommer möjliggöra en iakttagelse kring hur det förutspådda värdet för en aktie skulle ha sett ut jämfört med hur det verkliga värdet blev påverkat av nyheten.

3.6.4 Onormal Avkastning (AR)

Nästföljande steg i processen är att beräkna den onormala avkastningen med hjälp av den förväntade avkastningen som visades i ovanstående stycke. Detta visar på vilken effekt ny information har haft på en aktie. Detta beräknas genom att subtrahera den förväntade avkastningen från den faktiska avkastningen. (MacKinlay 1997). I detta fall kommer den onormala avkastningen visa på den faktiska effekt nyheten hade på ett företags aktievärde. Den onormala avkastningen kommer även visa på om någon kategori av ESG-nyheter har större påverkan än övriga kategorier. Förutsättningen är att positiva

nyheter kommer påverka aktievärdet positivt och negativa nyheter påverka aktievärdet negativt, se (Perez, Salmones, López-Gutiérrez 2020). Modellen för onormal avkastning ser ut som:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t)$$

En simplifierad modell för att få fram den onormala avkastningen kan se ut så här:



Figur 4 – Egen illustrerad bild för en simplifierad modell för onormal avkastning.

3.6.5 Genomsnittlig Onormal Avkastning (AAR)

För att få en helhetsbild behövs ett genomsnitt för all onormal avkastning, som vidare skapar en möjlighet i att komma fram till ett resultat. Detta betecknas som genomsnittlig onormal avkastning (MacKinlay 1997). AAR är ett viktigt verktyg för att förstå hur en specifik händelse påverkar aktiekurserna för ett urval av företag. Genom att jämföra AAR före och efter händelsen kan forskare dra slutsatser om händelsens inverkan på marknaden (Müller u.å.b). Med ett genomsnitt för varje sorts nyhet blir det möjligt att analysera hela perioden och på så sätt kunna se hur marknaden reagerar. Detta kommer göras med hjälp av modellen nedan:

$$AAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Formel för hur AAR kan beräknas (MacKinlay 1997, s. 24)

3.6.6 Kumulativ Genomsnittlig Onormal Avkastning (CAAR)

För att kunna ta fram ett säkert svar och vidare kunna testa nollhypotesen föreslår MacKinlay (1997) att den kumulativa onormala avkastningen (eng: *Cumulative Average Abnormal Return*) beräknas för en bestämd period. CAAR är en statistisk metod som används för att mäta den totala effekten av en händelse på en grupp av säkerheter över en viss tidsperiod (Müller u.å.a). CAAR-värdet visar summan

av de genomsnittliga onormala avkastningarna (AAR) för varje dag i händelsefönstret. Om CAAR-värdet är positivt, innebär det att händelsen generellt sett har en positiv effekt på säkerheterna. Om motsatsen råder visar ett negativt CAAR-värde på att händelsen generellt sett har en negativ effekt (MacKinlay 1997). En nackdel med CAAR är att när händelser studeras som har varierande effekter på exempelvis olika värdepapper kan användningen av CAAR dölja de heterogena effekterna, vilket kan göra det svårt att identifiera specifika mönster eller trender (Müller u.å.b). För denna studie kan detta däremot vidare generera ett tydligare svar i om någon av respektive kategori utmärker sig och har sett en större påverkan på aktievärdet. Formeln som kommer användas ser ut som nedan:

$$CAAR = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

Formel för hur CAAR kan beräknas (MacKinlay 1997, s. 24)

3.6.7 Avvägt T-test

För att kunna testa hypoteserna kommer ett två sidigt t-test att genomföras. Det tvåsidiga t-testet mäter om det finns en signifikant skillnad mellan genomsnittet av två oberoende grupper. Enligt MacKinlay (1997) är det mest optimala tillvägagångsättet att testa nollhypotesen genom ett tvåsidigt t-test. Då marknadsmodellen har använts är signifikansnivån okänd. (MacKinlay 1997). Formeln ser ut som följande:

$$\frac{CAAR_T}{\text{Var}\sqrt{(CAAR_T)}}$$

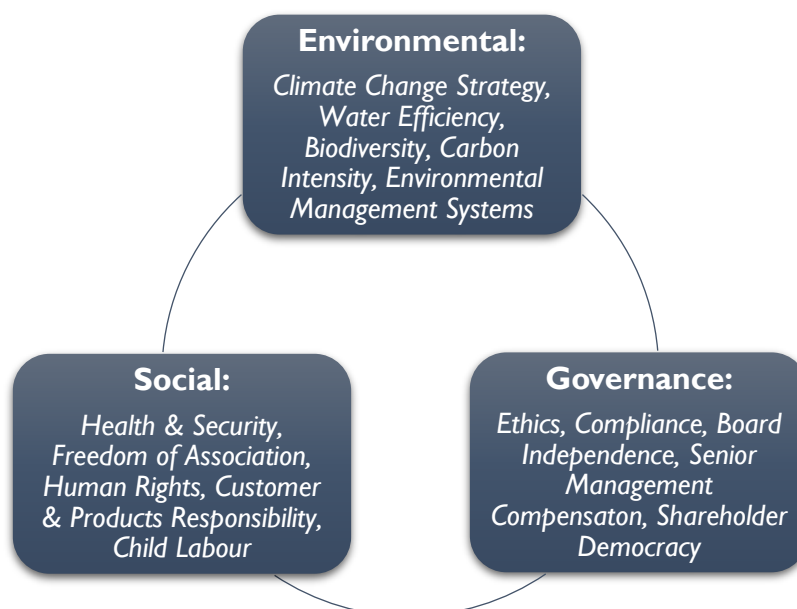
Formel för hur T-testet genomförs (MacKinlay 1997, s. 24)

Traditionellt sett är ett konfidensintervall på 95% det vanliga valet. Skribenterna till denna studie har, i linje med denna praxis, valt att tillämpa samma konfidensintervall. Det innebär att testet kommer att ha en 95% säkerhet till att det stämmer. Det kritiska värdet för testet kommer då att hamna på 1,960 för hypotespar ett vilket innebär att om det beräknade t-värdet över- eller understiger det kritiska värdet förkastas nollhypotesen. Samma princip gäller för hypotespar två till fyra med ett kritiskt värde på 2,009.

3.7 Kategorisering av nyhetsartiklar

För att kunna genomföra eventstudien och vidare jämföra vilken av ESG-pelarna som skapar störst marknadsreaktioner behöver nyhetsartiklarna kategoriseras. Nyhetsartiklarna kommer att delas upp utefter miljö, socialt samt styrning. De tre olika delarna inom ESG berör olika områden som är relevanta i olika delar i hur ledningen väljer att styra företaget. Nyliberalismen anser att det viktigaste för företag är att kombinera kapital och arbetskostnader för att skapa så stort kassaflöde som möjligt åt aktiehallarna. I det långa loppet skapas störst värde om företag samarbetar tillsammans med andra intressenter, vilket i sin tur skapar grunden för ESG (Lykkesfeldt & Kjaergaard 2022, s. 29–30). Det är viktigt att särskilja de olika delarna inom ESG och därför har kategoriseringen av nyhetsartiklarna genomförts enligt bilden nedan.

Kategoriseringen som skribenterna gjort följer Lykkesfeldt och Kjaergaards riktlinjer som ovan hänvisats till. Detta kan även kopplas till den tidigare kategoriseringen som redogjordes för inom de globala målen (Agenda 2030), där målen kategoriserades in efter ESG-pelarna. Båda efterföljer liknande indelningar kring vad respektive område omfattar. Skribenterna erhåller sig även rätten att välja kategori utefter egna kunskaper inom ämnet.



Figur 5 – Egen illustrerad bild över innebörden av ESG i detalj, hämtad från Lykkesfeldt och Kjaergaard (2022, s. 30)

3.8 Operationalisering

Genomförandet för denna studie kommer följa tre olika steg för att sedan komma fram till ett resultat. Första steget innefattar insamlandet av nyhetsartiklar som följer kriterierna för undersökningen. Dessa är att nyhetsartikeln ska vara av relevans till ESG. Artikeln ska handla om ett specifikt företag och inte om marknaden i sin helhet. Detta är viktigt för att kunna analysera nyhetens påverkan på företagets aktievärde. Källan som kommer användas för att hitta artiklarna är Dagens Industri, i och med att DI är Nordens största affärstidning med 288 000 läsare dagligen (Dagens Industri 2024). Artiklarna kommer vidare att kategoriseras utefter innehållet artikeln omfattar (miljö, socialt eller styrning). Steg två i undersökningen blir därefter att samla in data om företagets aktievärden genom Avanza för att sedan kunna följa modellen för eventstudier. Detta kommer att generera ett medelvärde för varje kategori. Värdet visar hur mycket varje kategori har påverkats av det förväntade aktievärdet. Efter genomförda beräkningar kan hypoteserna testas vilket bidrar vidare till en möjlighet att analysera uträkningarna och därefter kunna besvara frågeställningarna. Steg tre är att genomföra en hypotesprövning för att säkerställa resultatet av studien. Detta kommer att genomföras med ett tvåsidigt t-test där t-värdena kommer beräknas på CAAR-värdena. T-värdena kommer sedan att jämföras mot respektive kritiskt värde beroende på vilken hypotesprövning som genomförs.

3.9 Studiens kvalitet

För att mäta en studies kvalitet kan forskare använda sig av flertalet olika kvalitetsbegrepp vid en kvantitativ undersökning. Några av de viktigaste kriterierna för dessa att bedöma kvalitén är reliabilitet, validitet och replikerbarhet (Bryman & Bell 2017, s. 68). Dessa kommer nedan att redogöras för samt vidare förklaras hur de appliceras på denna studie.

3.9.1 Reliabilitet

Inom kvantitativ forskning avser reliabilitet graden av konsekvens eller tillförlitlighet i mätningar och resultat (Bryman & Bell 2017, s. 68). Detta är en viktig aspekt av forskningsmetodiken som syftar till att bedöma hur pålitliga och stabila forskningsresultaten är. Reliabilitet innebär vidare att undersökningar är tillförlitliga och att resultaten kan upprepas under liknande förhållanden och med samma mätinstrument (Bryman & Bell 2017, s. 68). En hög reliabilitet indikerar att mätningarna är konsistenta och att forskningsresultaten är trovärdiga och giltiga för att dra slutsatser eller generaliseringar. Att säkerställa reliabilitet i forskningen är avgörande för att garantera att resultaten är pålitliga och att forskningen kan betraktas som trovärdig och giltig inom det valda forskningsområdet (Bryman & Bell 2017, s. 174). För denna undersökning bedöms reliabiliteten som

god. Under hela empiriska forskningsprocessen har objektivitet säkerställts genom att alla aktiekurser bedömts enligt samma kriterier. Urvalet för undersökningen anses även har varit balanserat då fördelningen mellan nyheter inom alla kategorier är jämn. Vidare har även de valda nyheterna varit publicerade inom de senaste åren vilket anses som både trovärdigt och relevant för den genomföra undersökningen.

3.9.2 Replikerbarhet

Replikerbarhet är i stora drag likt begreppet reliabilitet och syftar till i vilken utsträckning en undersökning går att upprepa och producera liknande resultat. En vanligt förekommande anledning till att forskare väljer att replikera en undersökning kan bero på att resultaten från en ursprunglig studie inte stämmer överens med studier av liknande karaktär (Bryman & Bell 2017, s. 68–69). För att en studie ska vara möjlig att replikera är det av stor vikt att forskarna grundligt har beskrivit sitt tillvägagångsätt (Bryman & Bell 2017, s. 69). Inom företagsekonomisk forskning är det dock inte särskilt vanligt med replikationer av studier. Burawoy (2003) menade på att inom akademien kommer de riktiga belöningarna från originalet och inte replikationer av studier, även om de har genomförts inom samma forskningsområde på liknande vis (Bryman & Bell 2017, s.69; Burawoy 2003). Skribenterna anser att denna undersökning är möjlig att replikera förutsatt att nästkommande forskare använder sig av samma kriterier vid undersökningens genomförande. Beroende på vilka nyhetsartiklar som används kan resultatet dock variera. Samma gäller vid ett större urval. Detta kan vidare leda till resultaten ser något annorlunda ut.

3.9.3 Validitet

Validitet är ett begrepp som mäter i vilken grad de resultat och slutsatser som genererats från undersökningen är sammanhängande samt tillförlitliga. Detta kan i många avseenden anses som ett av de viktigaste kvalitetsbegreppen (Bryman & Bell 2017, s. 69). Validitet är ett omfattande begrepp som delas upp i mindre delar. De huvudsakliga validitetsbegreppen som brukar mätas avser *intern validitet*, *begreppsvaliditet*, *extern validitet* samt *ekologisk validitet*. För denna undersökning anser skribenterna att intern- och extern validitet är de delar som är mest lämpande att sträva efter att mäta.

Intern validitet handlar om i vilken utsträckning en studie kan fastställa ett orsakssamband mellan en oberoende variabel och beroende variabel. Måttet brukar vanligtvis kopplas till olika frågor kring kausalitet och i vilken utsträckning det går att säkerställa att det exempelvis är ”x som orsakar y” och inte motsatsen. Extern validitet avser möjligheten att generalisera resultaten av en studie till andra

sammanhang eller populationer utanför den specifika undersökningskontexten. För att få en god extern validitet är det viktigt att se till att generera representativa urval. (Bryman & Bell 2017, s. 69)

För denna undersökning anses den externa validiteten vara låg. Detta grundar sig i att studien enbart undersöker den svenska marknaden och att resultaten kan variera beroende på vilken marknad som undersöks. Däremot anses den interna validiteten som god då orsakssamband kan fastställas mellan beroende och oberoende variabler.

3.10 Metodkritik

Följande del av metodavsnittet avser att visa på skribenternas medvetenhet om brister i den valda metoden samt att ge en ytterligare inblick i vilka begränsningar som uppstått under studiens gång.

3.10.1 Kritik mot eventstudier

Eventstudiemetoden är, liksom andra metoder, kritiserad av olika skäl. McWilliams, Siegel och Teoh (1999) menade på att eventstudier på egen hand är otillräckliga i och med att de enbart visar på den kortsiktiga påverkan för aktieägare och tar inte övriga intressenter i beaktning. Författarna ansåg även att resultaten från eventstudier är känsliga för små förändringar i forskningsdesignen. Detta ledde vidare till motsägande resultat i deras undersökning vid en omfattande undersökning av fem studier kring företags sociala ansvar. McWilliams, Siegel och Teoh (1999) menade därmed på att detta kunde bero på olika utförande samt forskningsdesign i respektive studie. Även Fama (1991) diskuterade problem med eventstudier, särskilt när det gäller att dra kausala slutsatser. Han betonade att marknadseffektivitet gör det svårt att urskilja om förändringar i aktievärden verkligen beror på den undersökta händelsen eller om de beror på andra samtidigt faktorer (Fama 1991). Liknande kritik har framförts av Brown och Warner (1985), som identifierade metodologiska problem med eventstudier som använder dagliga aktieavkastningar. De påpekade att dessa studier kan vara känsliga för specifika antaganden om avkastningens normalitet och att korta tidsperioder kring en händelse kan leda till missvisande resultat på grund av "event-induced variance" (Brown & Warner 1985).

Vidare har även MacKinlay (1997) diskuterat begränsningarna som eventstudier kan medföra. Detta innefattar problem med urvalsbias, där enbart händelser med stora effekter studeras vilket kan leda till en överdriven uppfattning om händelsens genomsnittliga effekt (MacKinlay 1997). Sammanfattningsvis kritiserar eventstudier för svårigheter med kausalitet, användning av förenklade modeller för förväntad avkastning, statistiska problem och urvalsbias. Genom dessa kritiska perspektiv

framgår det att eventstudier, trots sin popularitet, har flera metodologiska och praktiska utmaningar som forskare måste beakta för att kunna dra tillförlitliga slutsatser.

3.10.2 Skribenternas kritik mot vald metod samt begränsningar

Som tidigare forskare menar på är eventstudiemetoden inte felfri vilket även visat sig under denna undersökning. Det första och främsta som skribenterna stötte på var tidsåtgången vid insamlandet av datan för respektive nyhetsartikel samt tidsåtgången till att hitta relevanta artiklar inom respektive kategori. Detta ledde till att det initiala tidsfönstret på tio dagar begränsades till fem dagar innan och efter händelsedagen t_0 i undersökningen. Vidare upptäcktes en problematik i att artiklar och andra nyheter som kan påverka aktiekurser publiceras oregelbundet. Dessa offentliggörande under helger eller kvällar när börsen är stängd ledde till en bristfällighet i att mäta marknadens reaktion i realtid. Detta kan ytterligare leda till förvrängda resultat i eventstudier eftersom marknadens svar till nyheterpubliceringen inte kan fångas upp omedelbart.

Ett annat element att beakta är den höga volatiliteten på finansmarknaderna efter coronapandemins utbrott. Dessa snabba och ibland dramatiska svängningar kan göra det svårt att isolera effekterna av en enskild händelse på aktiekurserna, särskilt om flera händelser inträffar inom samma tidsram. Marknaden har även drabbats av en lågkonjunktur under de senaste åren, som den för närvarande fortfarande står inför. Detta kan i sin tur kan ha påverkat resultaten av undersökningen. Något som även kan inneha en påverkan i utfallet av undersökningen är att flertalet artiklarna är tagna från samma företag. Majoriteten av dessa berört företag som verkat på marknaden för OMX Large Cap Stockholm, som exempelvis H&M och Volvo. Antalet företag som varit med i undersökningen uppgick till totalt 74 stycken (se bilaga 1).

4. Empiri & Resultat

I följande avsnitt presenteras resultaten från den genomförda eventstudien. Fokuset för detta avsnitt ligger på att redovisa hypotesprövningen genom ett systematiskt tillvägagångsätt samt redogöra för de resultat studien gav utslag för.

4.1 Grunden för eventstudien

Som ovan nämnt i metoden har denna studie genomförts i enlighet med MacKinlays (1997) metod för genomförande av en eventstudie. Varje steg i processen har följts noggrant för att säkerställa att resultaten är tillförlitliga. Från identifiering av händelsen och urvalet ur den relevanta tidsperioden, till beräkning av de förväntade avkastningarna och testning av den kumulativa genomsnittliga onormala avkastningen, har varje aspekt av metoden följts enligt MacKinlays riktlinjer. Alla tester och genomföranden har sammanställts i Excel och nedan kommer den mest väsentliga informationen från undersökningen att redogöras för.

För denna observation har 150 stycken nyhetsartiklar hämtats från Dagens Industri med relevans för specifika företag inom ESG. Fördelningen av dessa till respektive kategori inom ESG är jämn med 50 stycken av vardera. Det har säkerställts att artiklarna berör i dagsläget börsnoterade företag på den svenska marknaden samt att det inte har skett något utöver det vanliga i företagets aktie inom en 90 dagars period innan nyheten offentliggjordes i enlighet med MacKinlay (1997). Majoriteten av artiklarna berörde företag som har Large Cap Stockholm som marknad. Anledningen till detta beror troligtvis på att det vanligtvis skrivs mer om större företag på Dagens Industri, vilket vidare leder till att de överlag får mer uppmärksamhet. Dessutom påverkar större företag marknaden mer i sin helhet än mindre företag. Detta ledde till fler observationer kring event om de större företagen på OMX Large Cap Stockholm. Utöver detta har artiklarna tagits från tidsperioden 2021–2024, där majoriteten är från 2023 och 2024 för att vara så uppdaterade som möjligt på marknadens nuvarande läge och reaktioner. Tabellen nedan visar på fördelningen mellan årtalen. Bilaga 1 visar vidare på vilka företag som tagits med i den genomförda studien.

Tabell 1 – Fördelning mellan artiklar och årtal

ÅRTAL	ANTAL ARTIKLAR
2021	14
2022	17
2023	53
2024	66

4.2 Empiriska bevis från eventstudien

I de följande delarna kommer de fyra hypotesparen utvärderas för att se om den svenska marknaden reagerar på företagsspecifika ESG-nyheter, med hänsyn till att marknads reaktion kan variera beroende på vilken aspekt av ESG som nyheten berör. Resultaten för hur marknaden reagerar på dessa nyheter kommer att presenteras löpande för att sedan genom hypotestesten visa på om de antagna hypoteserna kan bekräftas. För att säkerställa ett trovärdigt resultat kommer t-värdet att baseras på CAAR, eftersom detta värde beaktar risker som kan påverka resultatets kvalitet. För att testa det första hypotesparet ska det beräknade t-värdet över- eller underskrida det kritiska värdet på $\pm 1,976$ för att kunna visa på en reaktion. Det kritiska värdet är framtaget med hjälp av en t-distributionstabell för ett tvåsidigt t-test med 95% konfidensintervall för 150 stickprov. För att besvara hypotespar två till fyra måste de beräknade t-värdena för varje aspekt över- eller underskrida det kritiska värdet på $\pm 2,009$, enligt samma principer som för den första hypotesprövningen, men med 50 stickprov. Om H_0 förkastas för hypotespar två till fyra kommer summan av CAAR per kategori att kvadreras och vilket leder till att dessa sedan kan jämföras. Detta för att avgöra om någon kategori påverkar marknaden i högre utsträckning än övriga kategorier. Summan kvadreras för att få ett så rättvist resultat som möjligt, eftersom antalet positiva och negativa nyheter inte är jämnt fördelat.

4.2.1 Eventstudieresultat för de kombinerade nyheterna

För att knyta samman till den första frågeställningen för studien har initialt studiens fullständiga urval studerats. Resultatet kommer att visa på om några avvikelser har skett under den mätta tidsperioden. Vidare kommer resultatet att försöka bevisa om företagsspecifika nyheter med ESG inlag påverkar den svenska marknaden. Detta testas genom det avvägda t-testet där följande hypoteser testas:

Hypotespar 1:

H_0 : Den svenska marknaden reagerar inte alls på företagsspecifika ESG-nyheter

H_1 : Den svenska marknaden reagerar på företagsspecifika ESG-nyheter i någon riktning

Tabellen nedan visar på hur den genomsnittliga onormala avkastningen (AAR) samt den kumulativa genomsnittliga onormala avkastningen (CAAR) förändrats under den mätta tidsperioden på totalt 11 dagar.

Tabell 2 – Förändringen av de sammanslagna AAR och CAAR värdena för alla nyheter under den studerade perioden

Eventdag (t)	AAR	t-värde	CAAR	t-värde
-5	0,3246	0,1638	48,6952	2,006656455
-4	0,3292	0,1650	49,3734	2,020582416
-3	0,3219	0,1632	48,2848	1,998183022
-2	0,3230	0,1634	48,4525	2,001648816
-1	0,3921	0,1801	58,8121	2,205277656
0	0,3251	0,1640	48,7618	2,008027767
1	0,3258	0,1641	48,8728	2,010311929
2	0,3276	0,1646	49,1432	2,015865752
3	0,3278	0,1646	49,1712	2,016440693
4	0,3254	0,1640	48,8101	2,009021457
5	0,3267	0,1644	49,0104	2,013139336

Efter genomfört hypotestest resulterade t-värdet för alla insamlade artiklar i 3,851. Detta värde är signifikant högre än det kritiska värdet på $\pm 1,976$ som är framtagen med en signifikansnivå på 5%. Det innebär att nollhypotesen kan förkastas och det går att bevisa att företagsspecifika nyheter med ESG inslag påverkar aktievärdet. T-värdet är så pass högt att detta även går att bevisa på en lägre signifikansnivå på 1%, vilket ger ett kritiskt värde på $\pm 2,609$ som fortsatt bevisar att nollhypotesen kan förkastas.

4.3 Eventstudieresultat för respektive kategori

Nedan kommer resultatet att försöka bevisa om det råder någon skillnad hur den svenska marknaden reagerar olika på företagsspecifika nyheter beroende på vilken kategori inom ESG nyhetsartikeln tillhör. Nollhypotesen, H_0 , i respektive hypotespar antar att marknaden reagerar likadant oberoende av

vilken kategori ESG-nyheten tillhör. Detta kommer testas genom ett tvåsidigt t-test med en signifikansnivå på 5% där det kritiska värdet ligger på $\pm 2,009$. Tabellen nedan visar på respektive kategoris CAAR-värden samt CAAR-värden kvadrerade för att vara jämförbara med varandra.

Tabell 3 – t-värden CAAR samt CAAR-värdena i kvadrat för respektive kategori

TABELL 3	t-värde CAAR	CAAR ²
Miljö	2,376013573	4660,967818
Socialt	1,983738275	2264,73779
Styrning	2,291644166	4033,380278

4.3.1 Miljö

Den första kategorin som testas är miljö, som undersöker om marknaden reagerar på miljörelaterade nyheter. Hypoteserna som testats genom det avvägda t-testet ser ut som följande:

Hypotespar 2

H_0 : Den svenska marknaden reagerar inte alls på företagsspecifika nyheter relaterade till miljöfrågor

H_1 : Den svenska marknaden reagerar på företagsspecifika nyheter inom miljösammanhang i någon riktning

T-värdet för miljörelaterade frågor hamnade sammantaget på 2,376013573, vilket är högre än det kritiska värdet på $\pm 2,009$. Detta innebär att nollhypotesen kan förkastas och tyder därmed på att marknaden reagerar på miljörelaterade nyheter. Dessutom var CAAR²-värdet för miljö 4660,967818, vilket även det indikerar på att miljönyheter har en betydande påverkan på företags aktievärden.

4.3.2 Socialt

Nästa hypotespar som ska testas är för kategorin socialt, där skribenterna undersöker om nyheter kopplat till sociala frågor påverkar aktievärdet. Hypoteserna som testats genom det avvägda t-testet ser ut som följande:

Hypotespar 3

H_0 : Den svenska marknaden reagerar inte alls på företagsspecifika nyheter relaterade till sociala sammanhang

H_1 : Den svenska marknaden reagerar på företagsspecifika nyheter relaterade till sociala sammanhang i någon riktning

T-värdet för sociala frågor hamnade på 1,983738275, vilket är lägre än det kritiska värdet på $\pm 2,009$. Detta innebär att nollhypotesen accepteras för sociala frågor och tyder på att marknaden inte reagerar avsevärt på sociala nyheter. På en signifikansnivå på 10% kan däremot nollhypotesen förkastas då det beräknade t-värdet överstiger det kritiska värdet på $\pm 1,676$. Detta tas dock inte i beaktning då denna signifikansnivå anses vara för låg för att kunna bekräfta skribenternas hypotes i denna fråga. Det kvadrerade CAAR-värdet för sociala frågor hamnade på 2264,73779, vilket vidare indikerar på att sociala nyheter inte har en lika stor påverkan på aktievärden som övriga kategorier.

4.3.3 Styrning

Den sista kategorin som testas är styrning, som undersöker om marknaden reagerar starkare på nyheter kopplade till styrningsfrågor. Hypoteserna som testats genom det avvägda t-testet ser ut som följande:

Hypotespar 4

H_0 : Den svenska marknaden reagerar inte alls på företagsspecifika nyheter relaterade till styrning

H_1 : Den svenska marknaden reagerar på företagsspecifika nyheter relaterade till styrning i någon riktning

T-värdet för styrning landade på 2,291644166, vilket är signifikant större än det kritiska värdet på $\pm 2,009$. Detta innebär att nollhypotesen förkastas och det kan bekräftas att marknaden reagerar på styrningsrelaterade nyheter. Det kvadrerade CAAR-värdet för styrning landade på 4033,380278, vilket indikerar att styrningsnyheter också har en signifikant påverkan på aktievärden, men inte lika stark som miljönyheter.

5. Analys & Diskussion

I följande avsnitt granskas de framtagna resultaten för att identifiera korrelationer och avvikelser i förhållande till de ställda hypoteserna och den teoretiska referensramen. Analysen syftar till att skapa en fördjupad förståelse och ge värdefulla insikter som kan påverka framtida forskning inom området.

För den genomförda studien har fyra hypotespar presenterats och testats. Gällande hypotespar ett, två och fyra kan nollhypotesen förkastas och därmed skribenternas hypoteser bekräftas. För hypotespar tre behålls däremot nollhypotesen. För uppsatsens första frågeställning går det att bekräfta att den svenska aktiemarknaden reagerar på företagsspecifika nyheter relaterade till ESG, detta bekräftas genom att resultatet från hypotespar ett. Ett tvåsidigt t-test har genomförts då det var av intresse att undersöka om marknaden reagerar både på positiva och negativa nyheter. På grund av att aktiemarknaden präglas av volatilitet, och aktievärden uppvisar frekventa och effektiva fluktuationer valdes det tvåsidiga t-test istället för ett ensidigt test. För den andra frågeställningen i uppsatsen kan det fastställas att marknaden reagerar olika beroende på nyhetskategori. Resultatet från hypotespar två, tre och fyra undersöker om den svenska marknaden reagerar på de tre olika kategorierna miljö, social och styrning. Resultatet för hypotespar två och fyra visar på att marknaden reagerar på företagsspecifika nyheter inom kategorierna miljö och styrning, för hypotespar två behålls nollhypotesen, det innebär att marknaden inte reagerar på företagsspecifika nyheter inom kategorin social. $CAAR^2$ -värdet för kategorin miljö är större kontra $CAAR^2$ -värdet för kategorin styrning, detta innebär att marknaden reagerar starkare på företagsspecifika nyheter inom kategorin miljö kontra styrning. I och med detta kan en parallell dras till att svenska börsnoterade bolag bör prioritera samt fortsätta prioritera ESG-frågor i sin verksamhet. En sådan prioritering kan på sikt öka aktievärdet och främja företagets utveckling samtidigt som en ökad eftertanke för hållbarhet är gynnsam för klimatet, avseende miljöfrågor.

Resultaten för denna studie är begränsade och det finns flertalet aspekter som kunde ha utvecklats om mer tid funnits tillgänglig för att göra en fördjupad studie. Databasinsamlingen begränsades till enbart Dagens Industri, trots att andra nyhetskällor likväl kan påverka den svenska aktiemarknaden på samma vis. Risken som uppstår med detta är att andra nyhetskällor kan ha publicerat ny information som påverkat marknaden innan Dagens Industri, vilket kan ha resulterat i avvikelser i den insamlade datan. Det är även svårt att fastställa vilken nyhetskälla den svenska marknaden har störst förtroende för och vilken som påverkar marknaden mest. Aktievärdet kan även ha påverkats av andra faktorer som inte inkluderades i händelseuppskattningen, vilket i sin tur kan ha påverkat resultaten. Externa faktorer som

Covid-19-pandemin och andra globala konflikter togs inte i beaktande, trots deras potentiella påverkan på den svenska ekonomin och studiens resultat. Användningen av diverse index för att se hur hela marknaden reagerar kan ha dämpat dessa effekter, men det är omöjligt att veta exakt hur marknaden skulle reagera under alla möjliga omständigheter. En annan faktor som inte beaktades i denna studie är företagens ESG-betyg, vilket enligt Serafeim och Yoon (2022) kan påverka hur marknaden reagerar på nyhetsartiklar. Detta kan ha påverkat studiens resultat, även om syftet med studien var att undersöka om marknaden reagerar, inte hur den reagerar.

5.1 Resultaten kopplat till teorierna

Resultaten som har tagits fram i empiriavsnittet indikerar på att marknaden reagerar på all tillgänglig information som finns på marknaden vilket går i linje med den effektiva marknadshypotesen. Artiklarna påverkar företagets aktievärde genom att tillföra ny information om deras verksamhet, vilket bekräftar att all tillgänglig information reflekteras i företagets aktievärde (Fama 1970). Studien understryker vikten för noterade bolag att beakta sin publicitet, särskilt när det gäller nyheter om miljö och styrning. Studiens resultat stödjer även teorin om beteendekonomi (Behavioral Finance), som hävdar att marknaden reagerar olika beroende på individens uppfattningar. Resultaten visar att marknaden reagerar starkast på nyhetsartiklar om miljö och styrning, medan artiklar som berör sociala frågor har mindre påverkan på aktievärdet.

Samtliga t-värden under händelseperioden översteg det kritiska värdet på 1,976, som användes för hypotespar ett. Detta innebär att alla dagar i den mätta perioden är signifikanta för denna studie (se tabell 2). Majoriteten av alla AAR-värden i tabellen hamnade kring 48–49, bortsett för t_{-1} (se tabell 2). Detta är särskilt intressant då det indikerar på att dagen innan nyhetsartikeln publicerade hade störst påverkan på aktievärdet. Kopplat till Famas teori om den effektiva marknaden tyder detta på att insiderinformation, som klassas som nivå 3, har läckts till allmänheten. Nyhetsartiklar klassificeras som publik information (nivå 2), och denna studie bekräftar att sådana artiklar påverkar den svenska aktiemarknaden (Fama 1970). Resultat från undersökningen visar därmed på att Famas effektiva marknadshypotes är giltig, då information på nivå 3 har en större påverkan.

Att försöka sig på att besvara varför marknaden reagerar som den gör är svårt. Några antaganden som kan göras är däremot att den svenska marknaden prioriterar och värdesätter frågor om miljö och styrning högre än sociala frågor. Detta bevisades genom hypotesprövningen som även går i linje med de valda teorierna för undersökningen. Det går även rikta kritik mot detta då nyhetsartiklarna som

berörde sociala frågor i studien inte nödvändigtvis avsåg lika stora nyheter som för övriga kategorier. Detta kan i sin tur potentiellt ha gett missvisande bild. Nyheterna i detta fall berörde inte några större katastrofer, vilket kan ha bidragit till att resultat blev som det blev. Gällande miljönyheter fanns det däremot nyheter som berörde större kriser inom företag som exempelvis att Cloetta nyligen stoppat hundratals ton med godis som misstänktes innehålla förorenad palmolja. Detta kan i sin tur även påverkat resultatet.

Med stycket ovan och resultatet från studien visar även på att det är viktigt i dagens marknad att beakta övriga intressenter för företag för att därmed skapa ett högre aktievärde, som intressentteorin tyder på. Nyhetsartiklarna som har använts för studien berör inte det traditionella som en aktieägare är intresserad att läsa om, exempelvis som nya projekt, resultat, framgång och liknande. Artiklarna berör effekter som påverkar övriga intressenter i samhället och inom företaget. Intressentteorin påvisar att företag bör prioritera de övriga intressenterna för att bygga ett högre aktievärde (Freeman 1984). Teorin kan även bekräftas då aktievärdena påverkades såväl negativt som positivt av nyhetsartiklarna i denna studie.

Gällande aktieägarteorin går resultatet däremot i motsatt riktning mot vad teorin hävdar. Enligt aktieägarteorin bör företag prioritera sina aktieägare för att öka aktievärdet. Trots detta visar resultaten att företag kan gynna andra intressenter framför aktieägarna och ändå uppnå ett högre aktievärde. Inom företagsstyrning är ESG inte ett ämne som direkt påverkar hur företag hanterar sina tillgångar. Enligt aktieägarteorin är aktieägarna de faktiska ägarna av företagets tillgångar (Rieg 2012). Studiens resultat ifrågasätter delvis aktieägarteorins påståenden genom att visa att företag som prioriterar andra intressenter och mjuka värden ändå kan skapa ett högre aktievärde. Dock är det inte alltid den optimala vägen att gå, eftersom det även kan ha negativ påverkan på företagets aktievärde.

Signaleringsteorin betonar vikten av hur noterade företag kommunicerar på marknaden. Resultaten från denna studie understryker samma aspekt och visar hur avgörande det är för företag att interagera med övriga marknadsaktörer. Studien har specifikt fokuserat på nyhetsartiklar som publiceras av tredje part, vilket skapar en utmaning för företagen när de väljer vilken information de ska förmedla till marknaden och intressenterna. Risken för informationsasymmetri ökar eftersom journalister möjligen inte har fullständig information när de skriver artiklarna som sedan publiceras kort inpå. Detta kan leda till att artiklarnas påverkan på aktievärdet blir missvisande och att fluktuationerna ökar. Därför är det viktigt för företagen att kontinuerligt publicera information via egna kommunikationskanaler för att minimera informationsasymmetrin.

5.2 Resultaten kopplat till tidigare forskning

Den tidigare forskningen som har använts för denna studie visar på liknande resultat som skribenterna för denna studie har kommit fram till. Horváthová (2010) nämner i sin studie att det finns ett samband mellan miljöprestanda och finansiell prestanda beroende på vilket land som analyseras, vilket går i linje med denna studies resultat. Capelle-Blancard och Petit (2019) gjorde en liknande studie på den franska aktiemarknaden där författarna kom fram till att det ett samband fanns mellan CSR-nyheter och aktievärden. Ender och Brinckmann (2019) genomförde en liknande studie på den österrikiska aktiemarknaden där resultatet även visade på ett samband mellan CSR-nyheter och företags aktievärde. Detta är något som denna studie inte kunde påvisa inom de sociala aspekterna. Studien av Perez, Salmones och López-Gutiérrez (2020) användes främst för att komplettera och lägga grunden för metodavsnittet. Däremot undersökte även denna studie hur den spanska aktiemarknaden reagerade på CSR-nyheter där resultatet som kunde konstateras var att aktievärdet påverkas av nyhetsartiklar med denna omfattning. Ali, Frynas och Mahmood (2017) benämnde att olika länder reagerar olika på frågor gällande ESG. Detta kan bero på olika faktorer som kultur, politik och intressen. Dessa studier som respektive har genomförts på olika europeiska marknader har haft liknande resultat till varandra och styrker även skribenternas resultat kring den svenska marknadens reaktioner. Resultaten går dock emot Zanatto et.al (2023) som antog att ESG-faktorer inte är av att lika högt värde under krisperioder, vilket världen för närvarande fortsatt står inför. Den svenska marknaden påverkas i hög grad av övriga marknader och skribenterna kan påvisa att ESG-nyheter påverkar den svenska marknaden trots alla omvärldsfaktorer. I synnerhet är miljönyheterna signifikanta vilket stärker skribenternas antaganden om att dessa faktorer påverkar investerares beslutstaganden.

Fortsatt inom miljöfrågor påpekade Eliasson, Wibeck och Schmid Neset (2019) att Sverige är ledande inom detta område och har generellt sett ett stort intresse för ESG och hållbarhet. I linje med den tidigare forskningen visar även denna studie på att miljöfrågor är den kategori som har störst påverkan på aktievärdet när de kvadrerade CAAR-värdena jämfördes med varandra. Resultatet av denna studie, jämfört med tidigare forskning, visar på att Sverige är ett framåttänkande land och prioriterar ESG relaterade frågor högt. Det som skiljer denna undersökning åt mot den tidigare forskningen är att skribenterna även har tagit fram vilka kategorier inom ESG som påverkar aktievärdet som mest. Detta ledde till att nyheter gällande miljöfrågor har störst påverkan på aktievärdet samt att styrningsfrågor även påverkar även aktievärdet. Till skillnad från den tidigare forskningen gick kategorin socialt däremot inte att bekräfta kring dess faktiska påverkan på företags aktievärde. Kommande forskare

inom samma ämne kan till fördel undersöka om detta går att påvisa med hjälp av större nyheter eller katastrofer rörande de sociala aspekterna, vilket i sin tur kan leda till andra resultat.

De globala målen är högaktuella i dagens samhälle och är något som gemene man blir påmind om dagligen av bland annat medier och politik. Som Khaled, Ali, Mohamed (2021) benämner är företag på den svenska marknaden bristfälliga på att jobba utefter dessa mål, samt applicera konkreta lösningar för att uppnå målen inom deras verksamhet. Resultatet av denna studie visar även på att investerare på den svenska marknaden värdesätter frågor inom miljö och styrning, vilket i sin tur påverkar aktievärdet på företagen. I framtiden kan det ligga i företagens intressen att börja arbeta mer för att uppnå de globala målen och konkretisera samt rapportera vad de faktiskt tar för initiativ för att uppnå målen. Detta kan vidare ha en positiv effekt på företag verksamma på den svenska marknadens aktievärden såväl långsiktigt som kortsiktigt.

6. Slutsatser

I detta avslutande avsnitt summeras diskussionen och analysen till konkreta slutsatser samt diskuterar hur kommande forskare kan ta vid i liknande studier.

Denna studie genomfördes med ett urval av 150 nyhetsartiklar från 74 olika företag under perioden 2021–2024. Artiklarna var jämnt fördelade med 50 per kategori. Datainsamlingen skedde genom att insamla samtliga nyhetsartiklar från Dagens Industri. Dessa artiklar kvantifierades och jämfördes sedan med ett kalkylerat aktievärde, beräknat med hjälp av index, mot det faktiska aktievärdet.

Studiens slutsatser pekar på att det finns ett betydande samband mellan företagsspecifika nyhetsartiklar relaterade till ESG och företagets aktievärde efter genomförda test. När kategorierna jämfördes visade det sig specifikt att nyhetsartiklar med fokus på miljöfrågor har den största effekten på aktievärdet, medan artiklar om styrningsrelaterat innehåll också påverkar men i en något lägre utsträckning. Slutligen visade sig nyhetsartiklar som behandlar sociala frågor inte ha någon signifikant påverkan på aktievärdet på den svenska marknaden. Resultaten antyder trots detta att den svenska marknaden i allt större utsträckning prioriterar frågor relaterade till ESG, vilket understryker vikten för företag att anpassa sig till denna utveckling. Undersökningen bekräftar att de teoretiska ramverk som använts fortfarande är relevanta och tillämpbara inom modern forskning. Däremot visar resultaten på att aktieägar teorins perspektiv inte går i linje med denna studies fynd.

För framtida forskning rekommenderas en utvidgning av datainsamlingsramarna för att undersöka om nyhetsartiklar från andra nyhetskällor har en liknande påverkan på företagets aktievärden. En komparativ analys av olika nyhetssidor skulle kunna genomföras för att avgöra vilken nyhetskälla som har störst påverkan. Dessutom bör framtida studier inkludera en större mängd data för att säkerställa hypotesernas validitet och robusthet. För kommande forskning inom ämnet är det även av vikt att se över innehållet noggrant i nyhetsartiklarna inom respektive kategori för att säkerställa att dessa är mer jämförbara i förhållande till dess påverkan inom företaget samt för samhället. Genom att göra detta kan man bättre förstå hur olika aspekter av ESG-rapportering påverkar marknaden och bidra till en djupare insikt i hur företagets kommunikation i dessa frågor uppfattas av investerare.

Referenslista

- Ali, W., Frynas, G. J. & Mahmood, Z. (2017). Determinants of Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure in Developed and Developing Countries: A Literature Review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24 (4), s. 273-294. DOI: 10.1002/csr.1410
- Alshehhi, A., Nobanee, H. & Khare, N. (2018). The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential. *Sustainability*. 10(2). DOI: <https://doi.org/10.3390/su10020494>
- Bento, R., Mertins, L. & White, L. (2017). Ideology and the Balanced Scorecard: An Empirical Exploration of the Tension Between Shareholder Value Maximization and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*. 142(4). s. 769-789. DOI: 10.1007/s10551-016-3053-6
- Bergh, D., Ketchen, J. D., Orlandi, I., Heugens, P. & Boyd, K. B. (2019). Information Asymmetry in Management Research: Past Accomplishments and Future Opportunities. *Journal of Management*, 45(1), s. 122-158. DOI: 10.1177/0149206318798026
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), s. 3-31. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Uppl. 3. Malmö: Liber.
- Capelle-Blacard, G. & Petit, A. (2019). Every little helps? ESG news and stock market reaction. *Journal of Business Ethics*, 157(2), s. 543-565. DOI: 10.1007/s10551-017-3667-3
- Christie, R. (2024). *ESG Reporting as Sustainability Performance Measurement in Educational Institutions*. Kandidatuppsats, Rhein-Waal University. Kleve: Rhein-Waal University.

Connelly, L. B., Certo, T. S., Ireland, D. R. & Reutzel, R. C. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Encyclopedia of Sustainable Management*, 37(1), s. 1-7. DOI: <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>

Dagens Industri. (2024) Om Oss. <https://www.di.se/nyheter/om-oss/> [2024-04-18]

De Bondt, W. Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact. *The Journal of Finance*. 40(3). S. 793-805. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>

Denscombe, M. & Larson, P. (2018). *Forskningshandboken: För småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*. Fjärde upplagan. Lund: Studentlitteratur

Dmytriiev, S. & Freeman, R. (2017). Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: learning from each other. *Integrated Corporate Social Responsibility*. (1). s. 7-15. DOI: <https://doi.org/10.4468/2017.1.02freeman.dmytriiev>

Donaldson, T. & Preston, E. L. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications *The Academy of Management Review*, 20(1), s. 65-91. DOI: <https://doi.org/10.2307/258887>

Drabek, A. (2022). The Impact of ESG Factors on Company Share Prices in the European Energy Sector. *Studia i Materialy*, 37 (2), s. 4-14. DOI: <https://doi.org/10.7172/1733-9758.2022.37.1>

Eliasson, K., Wibeck, V. & Schmid Neset, T. (2019). Opportunities and Challenges for Meeting the UN 2030 Agenda in the Light of Global Change-A Case Study of Swedish Perspectives. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 11(19), s. 1-17. DOI: 10.3390/su11195221

Ender, M. & Brinckmann, F. (2019). Impact of CSR-relevant news on stock prices of companies listed in the Austrian Traded Index (ATX), *International Journal of Financial Studies*, 7 (3), s. 1-18. DOI: 10.3390/ijfs7030036

Fakhry, B. (2016). A Literature Review of Behavioural Finance. *Journal of Economics Library*. 3(3). DOI: <http://dx.doi.org/10.1453/jel.v3i3.929>

Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, 46(5), s. 1575-1617. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. 25(2), s. 383-417. DOI: <https://doi.org/10.2307/2325486>

Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman

Globala Målen. (2021). *Hur går det för Globala målen i Sverige?* <https://www.globalamalen.se/hur-gar-det-for-globala-malen-to-sverige/> [2024-03-16]

Goldberg, J. & Nitzsch, R. (2001). *Behavioral Finance*. Chichester: Wiley.

Griffin, P. & Sun, Y. (2013). Market Reaction to CSR Newswire Releases. *Journal of Accounting and Public Policy*. 32, s. 93–113.

Groeing, C. & Kanuri, V. (2018). Investor Reactions to Concurrent Positive and Negative Stakeholder News. *Journal of Business Ethics*. 149. s. 883-856. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3065-2>

Hannon, J. & Milkovich, G. (1996). The Effect of Human Resource Reputation Signals on Share Prices. An Event Study. *Human Resource Management*. 3, s. 405–424.

Horváthová, E. (2010). Does Environmental Performance Affect Financial Performance? A Meta-analysis. *Ecological Economics*, 70(1), s. 52-59. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2010.04.004>

Kapoor, S. & Prosad, J. (2017). Behavioral Finance: A review. *Procedia Computer Science*. 122, s. 50-54. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.procs.2017.11.340>

Katzeff, P. (2024). *Environmental, Social and Governance: What Is ESG Investing?*
Tillgänglig: <https://www.forbes.com/advisor/investing/esg-investing/> [2024-03-16]

Khaled, R. Ali, A. Mohamed, E. (2021). The Sustainable Development Goals and corporate sustainability performance: Mapping, extent and determinants. *Journal of Cleaner Production*. 311. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.127599>

Leland, E. H. & Pyle, H. D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*. 32(2), s. 371-387. DOI: <https://doi.org/10.2307/2326770>

Lykkesfeldt, P. Kjaergaard, L. (2022). *Investor Relations and ESG Reporting in a Regulatory Perspective: A Practical Guide for Financial Market Participants*. Flemingsberg: SöderScholar

MacKinlay, C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*. 35(1). s. 13-39.

Margolis, J. D., Elfenbein, H. A. & Walsh, J. P. (2009). Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. *SSRN*, s. 1-68, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1866371>

McWilliams, A., Siegel, D. & Teoh, S. H. (1999). Issues in the Use of the Event Study Methodology. A Critical Analysis of Corporate Social Responsibility Studies. *Organizational Research Methods* 2. s. 340–365. DOI: 10.1177/109442819924002

McWilliams, A. (1997). Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. *Academy of Management Journal*. 40(3). s. 626-657. DOI: 10.5465/257056

Mervelskemper, L. & Streit, D. (2017). Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise? *Business Strategy and the Environment*, 26(4), s. 536-549. DOI: <https://doi.org/10.1002/bse.1935>

Müller, S. (u.å.a) *Introduction*. Tillgänglig: <https://eventstudy.de/statistics/introduction.html> [2024-03-22]

Müller, S. (u.å.b) *Significance Tests for Event Studies*. Tillgänglig: <https://www.eventstudytools.com/significance-tests> [2024-05-22]

- Niinimäki, K. Peters, G., Dahlbo, H., Perry, P., Rissanen, T. and Gwilt, A. (2020). The Environmental Price of Fast Fashion. *Nat Rev Earth Environ* 1. s. 189–200. DOI: <https://doi.org/10.1038/s43017-020-0039-9>
- O’Connell, M. & Ward, A.M. (2020). Shareholder Theory/Shareholder Value. *Encyclopedia of Sustainable Management* 1, s. 1-7. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-030-02006-4_49-1
- Park, N. K. (2004). A guide to using event study methods in multi-country settings. *Strategic Management Journal*. 25(7), s. 655-668. DOI: 10.1002/smj.399
- Perez, A., Salmones, C. & López-Gutiérrez, M. (2020). Do all CSR News Affect Market Value Equally? *Social Responsibility Journal*, 16(8), s. 1107-1123. <https://doi.org/10.1108/SRJ-03-2019-0116>
- Pérez, A., García de los Salmones, M.d.M. & López-Gutiérrez, C. (2020). Market reactions to CSR news in different industries. *Corporate Communications: An International Journal*. 25(2), s. 243-261. <https://doi.org/10.1108/CCIJ-05-2019-0056>
- Rieg, R. (2012). Dynamics of value-based management: does shareholder value cause short-termism?, *Journal of Management Control*, 26(2), s. 193-224. DOI:[10.1007/s00187-015-0211-4](https://doi.org/10.1007/s00187-015-0211-4)
- Riksdagen (2023). *Aktiemarknaden*. Tillgänglig: https://www.riksdagen.se/sv/dokument-och-lagar/dokument/motion/aktiemarknaden_hb02457/ [2024-05-27]
- Serafeim, G. & Yoon, A. (2022). Stock Price Reactions to ESG news: The Role of ESG Ratings and Disagreement. *Review of Accounting Studies*. 28(3). DOI: 10.1007/s11142-022-09675-3
- Shah, D., Isah, H. & Zulkernine, F. (2018). Predicting the Effects of News Sentiments on the Stock Market. *IEEE International Conference on Big Data*. s. 4705-4708. DOI: 10.1109/BigData.2018.8621884
- Shiller, R.J. (2015). *Irrational Exuberance*. Revised and Expanded Third. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

Shiller, R.J. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1), s. 83-104. DOI: 10.1257/089533003321164967

Spence, M. (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *American Economic Review*, 92, s. 434-459. DOI: 10.1257/00028280260136200

Stobierski, T. (2021) *What Is Corporate Social Responsibility? 4 Types*. Tillgänglig: <https://online.hbs.edu/blog/post/types-of-corporate-social-responsibility> [2024-03-17]

Taherdoost, H. (2022). What are Different Research Approaches? Comprehensive Review of Qualitative, Quantitative, and Mixed Method Research, Their Applications, Types, and Limitations, *Journal of Management Science & Engineering Research*, 5(1), s. 53-63, DOI: <https://doi.org/10.30564/jmsr.v5i1.4538>

Taj, S. A. (2016). Application of signaling theory in management research: Addressing major gaps in theory. *European Management Journal*, 34(4) , s. 338–348. DOI: 10.1016/j.emj.2016.02.001

Woon, W. S. (2004). Introduction to the event study methodology. *Singapore Management University*. 4(7). S. 1-12.

Xu, N., Liu, J. & Dou, H. (2022). Environmental, Social, and Governance Information Disclosure and Stock Price Crash Risk: Evidence from Chinese listed companies. *Frontiers in Psychology*, 13, s. 1-15. DOI: 10.3389/fpsyg.2022.977369

Zanatto, C., Catalão-Lopes, M., Pina, P. J. & Carrilho-Nunes, I. (2023). The impact of ESG news on the volatility of the Portuguese stock market—Does it change during recessions? *Business Strategy and the Environment*, 32 (8), s. 5821–5832. DOI: 10.1002/bse.3450

Bilaga 1

ABB	Björn Borg	Ework	Lime technologies	SSAB
Afry	Boliden	Fabege	Lundbergs	Stockwik
Agtira	Boozt	Fastator	Mindark	Stora enso
Alimak	Bravida	Garo	FM Mattsson Mora	SWECO
Alzecure pharma	Castellum	Getinge	Nordea	Swedbank
Astra Zeneca	Catella	Gränges	Peab	Telia
Atlas Copco	Clas Ohlson	H&M	Q-linea	Vestum
Atrium ljunberg	Cloetta	Handelsbanken	SAAB	Viaplay
Attendo	Dedicare	Hansa biopharma	Sandvik	Volvo
Avanza	Dustin	Hexagon	SAS	Volvo Car
Axfood	Electrolux	Husqvarna	SCA	
Bactiguard	Eniro	Indutrade	Scania	
Bahnhof	EQT	Instalco	SEB	
Beijer ref	Ericsson	Intrum	Skanska	
Bilia	Essity	Investor	SKF	
Billerud	Ewolution	JM	Skistar	

Egen tabell på företag som var med i studien