



Grön lönsamhet: en studie av sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet i amerikanska bolag

Jonathan Praetorius & Kevin Petersson

Magisteruppsats i Redovisning, 15 hp
Vårterminen 2021
Handledare: Mari Paananen

Företagsekonomiska Institutionen
School of Business, Economics and Law
University of Gothenburg

Abstract

Degree in Business Administration, School of Business, Economics and Law at the University of Gothenburg, Master Thesis (60 Credits), Financial Accounting ST 21

Authors: Jonathan Praetorius and Kevin Petersson

Supervisor: Mari Paananen

Title: Green Profitability: a study of the relationship between sustainability and profitability in US firms.

Background: Studies between the relationship and profitability go far back in time and have produced results in different directions. However, the vast majority of studies have found a positive relationship, which suggest that companies can benefit from becoming more sustainable.

Purpose: The purpose of the study is to gain an understanding of the relationship between profitability and sustainability. Furthermore, the study intends to identify differences between the three dimensions environment (ENV), social (SOC) and governance (GOV) of ESG.

Limitations: The study is limited to observations from larger US public companies during the period 2010 - 2019. Larger companies in this study refer to companies with total assets of more than USD 1 billion. Finally, the industries finance, utilities and real estate have been excluded due to industry-specific characteristics and few observations.

Methodology: A quantitative methodology has been applied to test the hypothesis. The sample of 6202 observations from 1121 unique companies has been tested in four different multiple linear regressions. All data is collected from S&P Capital IQ and Refinitiv Eikon.

Results and conclusions: The results of the study show that there is a significant positive relationship between higher sustainability and profitability. All dimensions of ESG also show significant positive relationships. Thus, the study confirms much of the underlying theory which states that there are financial incentives for companies to become more sustainable. It is worth noting that all relationships are weak with a low degree of explanation, which means that the results of the study should be considered with some caution.

Proposal for further research: Continued research in the field is encouraged but should include new aspects that are underrepresented in current research, such as new geographical regions, a longer time span and smaller companies. Finally, there is a further need to study the relationship between the individual dimensions of ESG (ENV, SOC, GOV) and profitability.

Keywords: Sustainability, profitability, ESG, ROA, US.

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Magisteruppsats, Externredovisning VT21

Författare: Jonathan Praetorius och Kevin Petersson

Handledare: Mari Paananen

Titel: Grön lönsamhet: en studie av sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet i amerikanska bolag.

Bakgrund: Studier mellan sambandet och lönsamhet sträcker sig långt tillbaka i tiden och har producerat resultat i olika riktningar. Den stora majoriteten av studier har emellertid funnit ett positivt samband vilket talar för att företag kan gynnas av att bli mer hållbara.

Syfte: Studiens syfte är att få en utökad känsla och förståelse för sambandet mellan lönsamhet och hållbarhet. Vidare avser studien att identifiera skillnader mellan ESG:s tre dimensioner miljö, socialt och styrning.

Avgränsningar: Studien är begränsad till observationer från större amerikanska publika bolag under tidsperioden 2010 - 2019. Med större bolag avses företag med totala tillgångar på över 1 miljard USD. Slutligen har industrierna finans, allmännyttan och fastigheter på grund av industrispecifika egenskaper och för få observationer.

Metod: En kvantitativ metod har tillämpats för att pröva studiens hypotes. Urvalet på 6202 observationer från 1121 unika företag har prövats i fyra olika regressioner. All data är insamlad från S&P Capital IQ och Refinitiv Eikon.

Resultat och slutsatser: Studiens resultat påvisar att det föreligger ett signifikant positivt samband mellan högre hållbarhet och lönsamhet. Samtliga dimensioner av ESG uppvisar även signifikanta positiva samband. Således bekräftar studien mycket av den bakomliggande teorin som menar att det finns ekonomiska incitament för att bli mer hållbar. Värt att notera är att samtliga samband är svaga med låg förklaringsgrad vilket innebär att studiens resultat ska beaktas med viss försiktighet.

Förslag till vidare forskning: Fortsatt forskning inom området uppmuntras men bör inkludera nya aspekter som är underrepresenterade i nuvarande forskning, liksom nya geografiska regioner, en längre tidsperiod och mindre företag. Slutligen finns ett behov av att studera sambandet mellan ESG:s enskilda dimensioner (ENV, SOC, GOV) och lönsamhet.

Nyckelord: Hållbarhet, lönsamhet, ESG, ROA, USA.

Innehållsförteckning

1. Inledning	5
1.1. Bakgrund	5
1.2. Problemdiskussion	6
1.3. Avgränsningar	7
1.4. Fortsatt diskussion	7
2. Litteraturgenomgång	8
2.1. ESG vs. CSR	8
2.2. Tidigare forskning	9
2.3. Utveckling av hypotes	13
3. Metod	14
3.1. Datainsamling och urval	14
3.2. Variabler och regressionsmodell	17
3.3. ESG	18
3.4. Metodkritik	19
4. Empiri	20
4.1. Deskriptiv statistik	20
4.2. Korrelationsanalys	21
4.3. Multivariat analys och diskussion	22
4.3.1 Uppvisar bolag med en högre hållbarhet en högre lönsamhet?	23
4.3.2 Vilka skillnader kan urskiljas mellan ESG-dimensionerna?	24
5. Slutsats	26
5.1. Begränsningar	27
5.2. Förslag på vidare forskning	27
6. Referenser	28

1. Inledning

1.1. Bakgrund

Klimatfrågan spelar idag en viktig roll i den internationella debatten då effekterna av högre temperaturer utgör ett allvarligt hot mot naturliga ekosystem och ett hållbart sätt att leva (IPCC, 2018). Problemet kring människans negativa inverkan på klimatet beskrivs regelbundet som allvarligt och något som kräver omfattande åtgärder från det internationella samfundet. Sådana krafttag går att observera bakåt i tiden likt Montrealprotokollet (1987), Kyotoprotokollet (2005) och Parisavtalet (2015), men med dessa avtal följer också stora investeringar. Enligt en rapport från New Climate Economy (2015) så kommer årliga investeringar på ungefär 270 miljarder USD krävas fram till 2030 för att uppnå målen gällande lägre koldioxidutsläpp. Vidare menar den europeiska investeringsbanken att samma mål uppskattningsvis kommer kräva årliga investeringar på mellan 220 – 380 miljarder euro för samma tidsperiod (Europeiska investeringsbanken, 2012). Med hänsyn till den höga graden av investeringar och problemets komplexitet kommer internationellt samarbete vara fundamentalt för att lyckas.

Utöver statliga investeringar har även företags roll i klimatfrågan växt fram och blivit en allt mer central fråga för konsumenter och investerare. Denna ökande trend kan exemplifieras tydligt i och med framväxten av marknaden för klimatobligationer (SEB, 2021) och ökade krav på redovisning av icke-finansiell information (2014/95/EU). Något som emellertid anses vara viktigare för omställningen till ett mer hållbart klimat är företags vilja och förmåga att inkorporera hållbarhetsaspekter i sin verksamhet. Trots att det finns hållbarhetsregelverk som sträcker sig långt tillbaka likt ”Tripple Bottom Line” (Elkington, 1994) och ”Corporate Social Responsibility” (Bowen, 1953), så har dessa aspekter varit svårbedömda på grund av att företags arbeten inte gått att kvantifiera och analysera på ett objektivt sätt. Därav kan de också vara svåra att applicera i den vardagliga verksamheten. I en rapport från 2004 introducerades termen ESG (Environmental, Social och Governance) som ett verktyg för att kunna integrera hållbara aspekter i investeringsbeslut. Avsikten var att främja hållbara investeringar och dess introduktion resulterade i etableringen av ett flertal ramverk, fonder och rating-verktyg med måttet som utgångspunkt (Global Compact, 2004). Med denna utveckling följer att termen vunnit mark inom hållbarhetslitteraturen då den möjliggör en mer objektiv kvantifiering av den icke-finansiella sidan i företag än vad tidigare alternativ lyckats med. Termen ESG har vidare vunnit mark inom hållbarhetsområdet då den särskiljer sig från CSR i och med att en ytterligare dimension tillförs i form av hur väl bolaget styrs (G-dimensionen). ESG tar således hänsyn till mer än bara sociala och miljömässiga aspekter (Gerard, 2019).

I och med ovanstående utveckling har trycket och förväntningar på företags hållbarhetsarbete ökat markant. Barton och Wiseman (2014) menar emellertid att företag finner svårigheter i att integrera hållbarhet i verksamheten på grund av ett kortsiktigt vinstfokus från finansiella marknader. Detta styrks av en studie där 67 procent av de intervjuade företagsledarna menar att bolaget inte gör tillräckligt för att möta hållbarhetsmål (Accenture, 2013). Från företag drivs regelbundet argument som menar att en vilja att bli mer hållbara finns hos många företag, men

att övergången inte kan ske på vilken bekostnad som helst. En fråga som således växt fram är; *kan det finnas ett ekonomiskt intresse i att bli mer hållbar?*

1.2. Problemdiskussion

I en studie av Accenture (2013) anser 80 procent av intervjuade företagsledare att hållbarhet är en viktig faktor för att uppnå konkurrensfördelar inom sin industri. Dessa konkurrensfördelar kan enligt Clark, Feiner och Viehs (2015) uppstå inom tre områden: (1) risk, (2) prestation och (3) rykte. För det första kan ett företag reducera finansiella och ryktesmässiga risker genom att integrera ett hållbarhetstänk i affärsverksamheten (Husted, 2005). Detta kan i synnerhet vara lönsamt för bolag inom industrier som är mer känsliga mot miljömässiga och sociala faktorer. För det andra menar Porter och Kramer (2006) att hållbarhet har en potential att öka ett företags vinster och möjligheter att ingå värdeskapande aktiviteter, detta genom att agera som strategisk drivkraft för hållbar innovation. Genom att integrera hållbarhetsaspekter i verksamheten kan bolag således uppnå förbättrade marginaler genom exempelvis högre resurseffektivitet och minskade kostnader som ett resultat av innovation (Eccles & Serafeim, 2013). För det tredje visar studier att ett företags rykte är väsentligt för värdeskapande (Roberts & Dowling, 2002) och att ett bättre rykte kan ge konkurrensfördelar (Edmans, 2012) genom att exempelvis reducera transaktionskostnader med externa aktörer. Enligt Greening och Turban (2000) kan detta också ta sig i uttryck då företag med högre hållbarhetsfokus i större utsträckning lyckas dra åt sig konkurrenskraftiga medarbetare, vilket på längre sikt kan leda till högre produktivitet och därav en bättre operativ prestation. Med hänsyn till de ekonomiska motiv som följer av bättre hållbarhetsarbete finns således starka argument för företag att implementera hållbarhetsaspekter i verksamheten.

Studier av sambandet mellan hållbarhet och finansiell prestation har sin grund i Freemans (1994) tankar om att sociala prestationer spelar en viktig roll för etableringen av ett företags legitimitet. Företagsledningen har ett ansvar att tillgodose intresset för samtliga bolagets intressenter och inte enbart aktieägarna. Enligt intressentmodellen är företags framgång i stor utsträckning således en avspeglning av dess förmåga att förvalta externa relationer till intressenter på ett effektivt sätt (Freeman, 1984). Dessa tankar kan jämföras med Friedman (1970) som menar att företags enskilda syfte är att öka aktieägarnas förmögenhet. Studier som genom åren utmynnat ifrån dessa två tankesätt har producerat olika resultat om sambandet mellan hållbarhet och finansiell prestation. En stor andel av studierna visar dock på att det finns lönsamma incitament för att integrera och arbeta mer hållbart (Borghesi, Houston & Naranjo, 2014; Brammer & Millington, 2008; Orlitzky, Schmidt & Rynes, 2003; Greening & Turban, 2000).

Denna studie syftar till att bidra med en utökad känsla och förståelse för sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet. Detta då resultaten av tidigare studier inom ämnet har varit mångfasetterade då sambandet visat sig vara positivt, neutralt eller negativt. Detta bidrar till, samt aktualiserar diskussionen om hållbarhet som ett incitament för lönsamhet bland företag. Vår studie skiljer sig huvudsakligen från tidigare studier inom området då vi beaktar sambandet över längre sikt. Utefter våra efterforskningar så har endast ett fåtal studier beaktat en längre tidsperiod tidigare. I kombination med att endast ett fåtal tidigare studier har studerat de enskilda ESG-dimensionerna gentemot lönsamhet så finns även en relevans i denna aspekt. Detta utmynnar i följande frågeställningar:

- (1) Uppvisar bolag med en högre hållbarhet en högre lönsamhet?
- (2) Vilka skillnader kan urskiljas mellan ESG-dimensionerna?

1.3. Avgränsningar

Studien är avgränsad till att omfatta större publika bolag i USA som lyder under US GAAP och är listade på Nasdaq eller New York Stock Exchange. Med större bolag avses bolag med totala tillgångar på över 1 miljard USD. Motivet till att avgränsa sig till USA och US GAAP är för att undvika redovisningsmässiga skillnader som kan påverka det studerade sambandet. Studien är vidare begränsad till att omfatta tidsperioden 2010–2019. Avgränsningar har också gjorts för valda industrier. Industrin finans har exkluderats på grund av industrispecifika egenskaper medans fastighetsindustrin uppvisat för få observationer. Industrin allmännytt har exkluderats av båda ovanstående anledningar.

1.4. Fortsatt diskussion

Vi har för avsikt att besvara studiens frågeställningar genom kvantitativ metod. Således kommer studien ha följande upplägg: Nedan presenteras en litteraturgenomgång av tidigare studier som behandlar sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet. I efterföljande del presenteras studiens metodval. Därefter presenteras studiens empiri. Till syvende och sist presenteras studiens slutsats, begränsningar samt förslag på vidare forskning inom ämnet.

2. Litteraturgenomgång

2.1. ESG vs. CSR

När det kommer till hållbarhetskoncept så är det i synnerhet CSR och ESG som fått störst utrymme i samhället (Gerard, 2019). Van Beurden och Gössling (2008) hävdar att själva kärnfrågan kring CSR är huruvida i vilken utsträckning företag bör bedriva ett hållbarhetsarbete samt åsidosätta resurser för att engagera sig för miljömässiga och sociala frågor. Enligt Lo och Sheu (2007) är det tämligen svårt att definiera CSR som begrepp och hållbarhetskoncept. De får medhåll av Cantele och Zardini (2018) som menar på att det råder en avsaknad av en enhetlig definition av CSR. Dahlsrud (2008) förklarar problematiken med att definiera CSR genom att hävda det beror på att det förekommer många olika definitioner av CSR och följderna av detta är att diskussionerna kring hållbarhetsbegreppet CSR kommer skilja sig åt, då folk kommer ha olika innebörd när de diskuterar CSR som hållbarhetskoncept. I ett försök av att få en överskådlig och enhetlig bild av CSR som begrepp så har Dahlsrud (2008) har studerat hur CSR definieras i olika sammanhang och slagit fast att det främst tar sig i uttryck genom fem olika dimensioner, vilka är; frivillighet, ekonomi, intressent, social och miljö. Lo och Sheu (2007) definierar CSR som ett koncept för företag att tillgodose intressenternas intressen genom att företagen, på en frivillig basis, utövar ett hållbarhetskoncept, inom de sociala och miljömässiga dimensionerna av hållbarhet. I kontrast till detta menar Carroll (1979) att CSR handlar om påtryckningar och samhällets förväntningar på att organisationer ska ta ett socialt ansvar inom vissa etiska och legala aspekter.

ESG är ett hållbarhetskoncept som tidigare stått i skuggan av CSR, men vunnit allt större mark och etablerat sig på senare år (Gerard, 2019). ESG är en akronym och består av tre olika fundamentala dimensioner av hållbarhet; Environmental (*ENV*), Social (*SOC*) och Governance (*GOV*) (Refintiv, 2021). Clark et al. (2015) skriver att intresset och engagemanget för hållbarhet har ökat i allmänhet och det ökade intresset återspeglas även inom finansbranschen. De hävdar vidare att detta är en konsekvens av påtryckningar och initiativ från internationella organisationer som Global Reporting Initiative (GRI) och Sustainability Accounting Standards Board (SASB). Detta ligger i linje med Humphrey, Lee, och Shen (2012) som menar att det eskalerade intresset för ESG på senare år till viss del kan tillskrivas FNs framtagande av det principbaserade ramverket för hållbara investeringar.

Vid en första anblick kan de båda hållbarhetskoncepten tyckas vara likvärdiga då de till viss del påminner om varandra. Enligt Gerard (2019) är ESG och CSR som hållbarhetskoncept lika i den bemärkelsen att båda koncepten beaktar de miljömässiga och sociala dimensionerna av företags hållbarhetsarbete. Han hävdar vidare att det råder framför allt en viktig diskrepans mellan koncepten, då ESG är ett mer omfattande och inkluderande hållbarhetskoncept än CSR då ESG, genom G-dimensionen, beaktar styrningen av företag.

2.2. Tidigare forskning

I flera årtionden har forskare studerat huruvida det föreligger ett samband mellan företags hållbarhetsarbete och lönsamhet. Garcia-Castro, Arino och Canela, (2009) menar att en gemensam nämnare för flertalet av dessa tidigare studier är att de undersöker sambandet under en alldeles för kort tidsperiod. Vidare råder det delade meningar huruvida ett omfattande hållbarhetsarbete bland företag leder till lönsamhet då resultaten i tidigare studier har varit mångfasetterade, i egenskap av att sambandet har tagit alla möjliga utfall genom visat sig vara positivt, neutralt och negativt. Således finns det inga samstämmiga uppgifter om ifall ett prominent hållbarhetsarbete bland företag de facto leder till högre lönsamhet (Omar & Zallom, 2016). Friede, Busch och Bassen (2015) har gjort en sammanställning av 2000 studier som undersöker sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet. Resultatet av deras undersökning visar på att majoriteten av tidigare studier inom ämnet har kunnat påvisa att det föreligger ett positivt samband mellan hållbarhet och lönsamhet. Detta stämmer överens med Margolis, Elfenbein och Walsh (2009) som har gjort en metastudie där det aggregerade resultatet visar på tendenser till ett positivt, men ett svagt samband mellan hållbarhet och lönsamhet.

Det råder även flertalet olika förklaringar till varför resultaten i tidigare studier har varit mångfasetterade. En förklaring som lyfts fram är att det, genom historien, har förekommit en avsaknad av pålitliga mått för att kunna mäta företags hållbarhetsarbete, samt att val av mått har varierat kraftigt mellan olika studier. Detta har komplicerat jämförbarheten och kan till viss del förklara de oenhetliga resultaten i tidigare studier inom ämnet (Garcia-Castro et al., 2009; Moneva & Ortas, 2010). De flesta studier som undersöker sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet använder sig i synnerhet av två olika typer av mått för att beakta lönsamhetsaspekten i sambandet. De mest frekvent förekommande är antingen redovisningsbaserade mått, i termer av ROA eller ROE, eller marknadsbaserade mått som exempelvis aktieavkastning (Marti, Rovira-Val & Drescher, 2013; Flammer, 2015). Orlitzky et al. (2003) menar på att studier som tar utgångspunkt i marknadsbaserade mått, i en högre grad, tenderar att påvisa ett positivt samband till hållbarhet i jämförelse med marknadsbaserade mått. Garcia-Castro et al. (2009) hävdar istället att de tvetydiga resultaten beror på många tidigare studier har varit för kortsiktiga när de tittat på sambandet. Således har man inte kunnat fånga upp effekterna av företagens agerande inom hållbarhetsfrågor, då det erfordras en längre tidsperiod för att intressenterna ska hinna reagera på företagens agerande inom hållbarhetsfrågor.

Åsikterna går även isär gällande huruvida företag bör engagera sig i ett omfattande hållbarhetsarbete eller inte (Ameer & Othman, 2011). Detta tar sig i uttryck i två olika läger, där det ena lägret menar att ett omfattande miljöarbete ger avkall på företagets lönsamhet med tanke på de kostnader som kan associeras till miljöarbetet. Detta står i kontrast till det andra lägret, vilka hävdar att företags engagemang i hållbarhet skapar fördelar för företaget (Mcquire, Sundgren & Schneeweis, 1988). En stor del i kritiken mot företags hållbarhetsarbete har sin utgångspunkt i Friedmans (1970) resonemang där han argumenterar för att syftet för företag är enkom att bidra till att öka förmögenheten hos företagets aktieägare. Humphrey et al (2012) menar att företagsledare i bolag hamnar i ett slags vägskäl, där nyttan av att man som företag engagerar sig och åsidosätter resurser till ett omfattande hållbarhetsarbete, måste vägas mot

kostnaden som tillkommer pga resurserna som tillsätts. Även McWilliams och Siegel (2000) riktar fokus mot kostnadsfrågan då de menar på att vissa företag har haft en kritisk inställning till hållbarhetsarbete då kostnaderna som kan associeras till hållbarhetsarbetet reducerar företagets vinst. Detta ligger i linje med Hassel, Nilsson och Nyquist (2005) som skriver att det huvudsakliga argumentet som lyfts fram bland meningsmotståndare är att företags miljöarbete är förknippat med kostnader och att det belastar resultaten för företagen.

Det aggregerade resultatet från flertalet övergripande metastudier inom hållbarhet och lönsamhet (e.g. Friede et al., 2015; Margolis et al., 2009) visar på att sambandet tar ett positivt utfall i majoriteten av tidigare studier. Emellertid förekommer det studier som kunnat påvisa att det föreligger ett icke-positivt samband mellan hållbarhet och lönsamhet i egenskap av resultatet varit negativt eller neutralt. Ett sådant utfall påträffas i McWilliams och Siegels (2000) studie, där de argumenterar för att de spridda resultaten i tidigare studier kan förklaras av att de inte beaktar faktorer som ligger till grund för lönsamhet. De hävdar således att man måste ta hänsyn till företags investeringsnivåer i forskning och utveckling, som de anser ligga till grund för lönsamhet, när man studerar sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet. Resultatet av deras studie är att det föreligger ett neutralt samband när man kontrollerar för företags investeringsnivåer i forskning och utveckling. I en studie av Aras, Aybars och Kutlu (2010) har sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet också undersökts. I deras fall är studien baserad på företag från Turkiet och innehåller observationer från en treårsperiod samt inkluderar 100 publika bolag på den turkiska börsen. De har tagit hänsyn till redovinningsorienterade måtten ROA och ROE används för att beakta hållbarhetsaspekten av sambandet. Det mest prominenta resultatet från deras studie är att det inte föreligger ett samband mellan hållbarhet och lönsamhet, vilket går i strid mot resultatet från majoriteten av studierna inom området. Ett liknande utfall återfinns i Nelling och Webbs (2009) studie, där ett av utfallen i studien visar på att det inte föreligger ett samband mellan hållbarhet och finansiell prestation. I deras fall har tagit hänsyn till finansiell prestation, i termer av ROA och aktieavkastning. Även D'Arcimoles och Trebucqs (2002) studie ställer sig mot strömmen då det huvudsakliga fyndet i studien pekar på att det föreligger ett negativt samband mellan hållbarhet och lönsamhet, mätt som ROE. Detta när de utgått från bolag baserade Frankrike.

I den andra ringhörnan av diskussionen kring huruvida hållbarhet bidrar till lönsamhet, så förekommer det ett flertal studier som gör gällande för att hållbarhet kan bidra till lönsamhet för företag. Porter och Kramer (2006) argumenterar för att ett prominent hållbarhetsarbete inom företag kan medföra konkurrensfördelar, men att det är endast ett fåtal företag som får ut fulla effekter av deras hållbarhetsarbete och detta har bidragit till den ortodoxa synen om att hållbarhetsarbete är en renodlad kostnadsbörda för företag. De hävdar vidare att detta är en konsekvens av företags sätt att hantera hållbarhetsfrågor inte är tillräckligt integrerat i deras verksamhet och strategi. Även Borghesi et al. (2014) ställer sig positiva till ett hållbarhetsarbete inom företag. De hävdar att investeringar i den sociala dimensionen av hållbarhet kan betraktas som en fördelaktig investering för företag då det är värdeskapande för företaget. De hävdar vidare att detta återspeglas i att sociala hållbarhetsinvesteringar kan bidra till att skapa förbättrade relationer till företagets nuvarande personalstyrka samt underlätta rekryteringsbehov av högkvalificerad ny personal. Detta resonemang ligger i linje med

Greening och Turban (2000) som menar på att företags hållbarhetsarbete har en positiv effekt när det kommer till att attrahera personal till företaget, vilket mynnar ut i en konkurrensfördel mot de företag som inte bedriver ett omfattande hållbarhetsarbete.

Brammer och Millington (2008) argumenterar för att hållbarhetsarbete är värdeskapande i ett långsiktigt perspektiv. De hävdar vidare att företags investeringar i hållbarhet varierar gällande när det får en påverkan på resultatet, men vanligen är det att betraktas som en större initial kostnad för företaget och således uppstår en större resultatpåverkan på kort sikt. I andra fall kan det handla om tillgångar som skrivs av löpande och således belastar resultatet jämnare. De hävdar även det är viktigt att företag tillsätter resurser och jobbar kontinuerligt med hållbarhetsarbetet på både kort och lång sikt, för att man som företag ska kunna dra nytta av värdeskapandet med hållbarhetsarbetet. Detta då det är först i långsiktigt perspektiv som man som företag erhåller de största effekterna av hållbarhetsinvesteringarna och kan utläsa nettoeffekterna av investeringarna. Detta förklaras av att på längre sikt har intressenterna möjlighet att kunna sätta sig in i och agera på företagets hållbarhetsarbete samt att man som företag har tagit kostnaderna för investeringarna (Brammer & Millington, 2008).

Det förekommer även ett antal kvantitativa studier som påvisar ett positivt samband. Eccles, Ioannou och Serafeim (2011) har studerat sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet genom att titta på 180 bolag i USA, där ena hälften av företagen utgör företag som påvisar en hög grad av hållbarhetsarbete och den andra hälften en låg grad av hållbarhetsarbete. De hävdar, utifrån en av deras slutsatser i studien, att företag som har ett prominent hållbarhetsarbete presterar bättre långsiktigt än företag som påvisar en låg grad av hållbarhet, mätt i termer av ROA och ROE. Ett flertal andra studier med utgångspunkt i redovisningsbaserade mått har kunnat påvisa att det föreligger ett positivt samband hållbarhet och lönsamhet. Moneva och Ortas (2010) studie är baserad på data från 230 europeiska bolag och undersöker huruvida det föreligger ett samband mellan den miljömässiga dimensionen av företags hållbarhetsarbete och lönsamhet, mätt som ROE och ROA. Resultatet från studien visar på ett positivt samband mellan miljömässigt hållbarhetsarbete och lönsamhet för de europeiska företagen i studien. Wan Ahamed, Almasafir och Al-Smadi (2014) har också kunnat påvisa att det föreligger ett positivt samband mellan hållbarhet och lönsamhet. Deras studie tar utgångspunkt i börsnoterade malaysiska bolag och visar på ett positivt samband mellan företags hållbarhetsarbete och lönsamhetsmåten ROA och ROE.

Flera studier argumenterar för att man måste hänsyn till olika aspekter samt underliggande faktorer när man undersöker sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet. Borghesi et al. (2014) hävdar att det i synnerhet förekommer två prominenta och karaktäristiska drag bland företag, när man tittar på sambandet mellan företags hållbarhetsarbete och lönsamhet. De hävdar att dessa karaktäristiska drag främst återfinns hos företag som är av modellen större samt företag som har allokerat mer resurser till marknadsföring och reklam. De hävdar vidare att företag som är verksamma internationellt tenderar till att allokera mera resurser till investeringar i hållbarhet. I en studie av sambandet mellan CSR och finansiell prestation i S&P500-bolag presenterar Nollet, Filis och Mitrokostas (2016) data som tyder på att dimensionen styrning (*GOV*) i ESG-betyget är central för att ett företags hållbarhetsarbete ska

kunna resultera i en ökad lönsamhet. De anser därför att CSR-investeringar skall riktas mot denna dimension. Författarna anger att ett ökat fokus på styrning kan resultera i en lättare integration av CSR i företags värdekedjor och agera som signal mot intressenter att det finns en vilja att arbeta hållbart. Ett starkare fokus och en effektivare styrning i bolag kan även förbättra ett företags förmåga att identifiera och kapitalisera på intressentrelationer genom CSR-aktiviteter (Barnett, 2007), ett resonemang som också förekommer inom teorin om ”Stakeholder influence capacity” (SIC).

Velte (2017) presenterar liknande resultat i en studie av tyska företag där samtliga tre dimensioner av ESG uppvisar ett positivt samband med lönsamhet. Likt studien av Nollet et al. (2016) uppvisar även denna att dimensionen styrning (*GOV*) är av störst betydelse för företag. Enligt författarna kan detta bero på att Tyskland, sedan implementeringen av en lag 2002 gällande hur bolag ska styras, haft ett stort fokus på att öka förståelsen och transparensen i hur publika bolag förvaltas (Velte, 2017). I en liknande studie av Qiu, Shaukat och Tharyan (2016) har sociala och miljömässiga upplysningar studerats i relation till lönsamhet. Författarna finner ett starkt samband mellan historisk lönsamhet och nutida sociala upplysningar. Detta kan förklaras av att lönsamma företag har större resurser att lägga på aktiviteter relaterade till intressenter. Genom en effektivare och mer engagerad kommunikation med intressenter tillåts således bolag att bygga upp ett gott rykte, något som kan reducera transaktionskostnader och distributionskonflikter. Författarna finner också att bolag med högre antal sociala upplysningar också har ett högre marknadsvärde. Detta är i linje med liknande studier som menar att större bolag tenderar att publicera miljömässiga och sociala aspekter genom upplysningar i större utsträckning (Brammer & Pavelin, 2006; Guidry & Patten, 2012).

Det förekommer ett antal tidigare studier som i olika former är påminner om vår studie. De Lucia, Paziencia och Bartlett (2020) har undersökt sambandet mellan hållbarhetsbetyg och lönsamhet. Studien är baserad på 1038 publika bolag i Europa och undersöker sambandet mellan ESG och lönsamhetsmåten ROA och ROE. Resultaten från studien visar på ett positivt samband mellan hållbarhetsbetygen och ROA samt ROE. En annan studie (Alareeni & Hamdan, 2020) har studerat huruvida det föreligger ett samband mellan ESG och lönsamhet. Dels undersöks sambandet på en övergripande nivå, men sambandet studeras även genom att bryta ner de olika dimensionerna på individuell nivå. Deras studie bygger på ESG-betyg från leverantören Bloomberg och lönsamhetsaspekten är baserad på lönsamhetsmåten ROA och ROE. Studien tar utgångspunkt i observationer under perioden 2009 till 2018 och är fokuserad kring bolag som är inkluderade i amerikanska S&P 500 Index, vilket inkluderar de största bolagen på den amerikanska marknaden. Det mest prominenta resultatet från deras studie är att det föreligger ett signifikant positivt samband mellan ESG och ROA samt ROE.

2.3. Utveckling av hypotes

Flertalet tidigare studier har undersökt sambandet mellan företags hållbarhetsarbete och lönsamhet. Resultaten har till stor del varit blandade då utfallet tagit olika riktningar. Således saknas det en tydlig och enhetlig uppfattning om sambandet och hållbarhet som business case för företag. Friedmans (1970) artikel, där han argumenterar för företag endast bör ägna sig åt att öka förmögenheten hos aktieägarna är högt bidragande till diskussionen. Kritiken mot företag och hållbarhetsarbete har ofta tagit avstamp i de utökade resurser och kostnader som hållbarhetsarbetet medför för företagen (Humphrey et al., 2012; McWilliams & Siegel, 2000; Hassel et al., 2005). Detta trots att övergripande sammanställningar från metastudier (Friede et al., 2015; Margolis et al., 2009) inom ämnet visat på att det i majoriteten av fallen föreligger ett positivt samband mellan hållbarhet och lönsamhet. Endast i ett fåtal studier är utfallet att det inte föreligger något samband (Aras et al., 2010; McWilliams & Siegel, 2000; D’Arcimoles & Trebucq, 2002). Porter och Kramer (2006) argumenterar för att hållbarhetsarbete kan leda till konkurrensfördelar. Ett prominent hållbarhetsarbete bland företag anses även underlätta vid rekrytering av personal och kan på sikt medföra konkurrensfördelar (Borghesi et al., 2014; Greening & Turban, 2000). Det förekommer ett antal studier som har fokuserat på hållbarhetsbetyg och lönsamhet och kan således till en viss del relateras till vår studie. De Lucia et al. (2020) påvisar ett positivt samband mellan ESG och ROA för europeiska bolag. Med utgångspunkt i ovanstående resonemang så kommer vi pröva följande hypotes:

H1: Det finns ett positivt samband mellan hållbarhet och lönsamhet

3. Metod

3.1. Datainsamling och urval

Studiens frågeställning avses att besvaras med hjälp av en kvantitativ metod. Valet av kvantitativ metod motiveras av tidigare studier inom området (e.g. Orlitzky et al., 2003; Friede et al., 2015) och faktumet att en stor mängd data ska analyseras och tolkas (Patel & Davidson, 2016). Samtliga bolag som inkluderats i studien är amerikanska och noterade på antingen New York Stock Exchange (NYSE) eller Nasdaq. Den stora tillgängligheten till finansiell data och den höga graden av tillsyn över amerikanska bolag ser vi som positivt för datainsamlingen. Vi har använt oss av databasen S&P Capital IQ och Refinitiv Eikon under inhämtningen av all relevant företagsdata för tidsperioden 2010 - 2019. Den valda tidsperioden kan dels motiveras utifrån ett forskningsperspektiv men även ur ett datamässigt, detta då tillgängligheten av relevant data för studien är bristfällig för perioder före 2010 och efter 2019 i S&P Capital IQ och Refinitiv Eikon. All data har behandlats i STATA 17 där multipla linjära regressionsanalyser sedan har testat sambandet.

Initialt identifierades aktuella industrier för studien vilket utmynnade i åtta stycken, detta efter att industrierna finans, allmännytt¹ och fastigheter exkluderats. Finansiella bolag har exkluderats ur studien då affärsmodellen hos vissa företag, likt banker och försäkringsbolag, avviker väsentligt och inte påverkas i samma utsträckning av sociala och miljömässiga principer (Eccles et al., 2011). Vi är medvetna om att detta resonemang inte gäller för en stor del av företagen inom industrin, trots detta har vi valt att exkludera hela industrin för att undvika en manuell urvalsprocess. Vidare har bolag från industrin allmännytt exkluderats på grund av att industrin tenderar att vara oligopolistisk (Clacher, Duboisée & Hodgson, 2013) samt att få observationer har hittats. Slutligen har fastighetsindustrin exkluderats på grund av för få observationer. Därefter gjordes en vidare avgränsning i S&P Capital IQ då enbart företag med totala tillgångar (total assets) på över 1 miljard USD valdes ut. Huvudmotivet till denna avgränsning var för att öka sannolikheten att ett ESG-betyg skulle finnas tillgängligt och att bortfallet i ett senare skede inte skulle bli för stort. Utöver företags totala tillgångar inhämtades också information från S&P Capital IQ om deras totala skulder (total debt) och nettoresultat (net income). I nästa steg inhämtades hållbarhetsbetyg från Refinitiv Eikon för de aktuella bolagen. Vid inhämtningen av ESG-betygen uttrycks de på en normativ skala från 0 – 100. Betygen kan emellertid omvandlas till ett bokstavs-betyg på en tolvgradig skala från ”D-” till ”A+”, se Panel B i Tabell 3. I detta steg föll cirka 20 procent av observationerna bort då ett ESG-betyg inte fanns tillgängligt. Efter en genomförd urvalsprocess finner vi 6202 observationer vilka inkluderas i studien, se Tabell 1.

¹Industrin allmännytt, översatt från engelskans Utilities, avser en kategori av företag som tillhandahåller grundläggande bekvämligheter såsom vatten, el och naturgas.

Tabell 1. Urvalsprocess

Panel A: Industriebortfall	Antal bolag
Initialt urval	5568
(-) Finans	(4178)
(-) Allmännyttta	(62)
(-) Fastigheter	(56)
Slutligt urval	1272
Panel B: Observationer	Antal observationer
Inhämtade observationer	8052
(-) Antal som saknar ESG-betyg	(1850)
Observationer i studien	6202

Samtliga inhämtade observationer kommer från S&P Capital IQ. Industrierna finans, allmännyttta och fastigheter är exkluderade. I studien omfattas totalt 6202 observationer från 1121 unika företag. Som en följd av bortfallet i Panel B exkluderades 151 bolag.

För att ge en djupare förståelse över inkluderade observationer i studien har vi i Tabell 2 nedan sammanställt och presenterat samtliga observationer fördelade på industri och år.

Tabell 2. Antal observationer per industri och år

Industri	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Summa
Dagligvaror	39	38	39	40	39	55	62	63	60	66	501
Sällanköpsvaror	82	87	85	88	91	129	151	154	160	172	1199
Hälsovård	51	55	52	54	60	75	85	84	91	103	710
Informationsteknik	62	59	59	66	67	93	111	109	124	137	887
Kommunikationstjänster	21	22	25	24	25	35	49	50	50	44	345
Råvaror	46	48	50	49	51	56	70	78	82	77	607
Energi	39	48	38	44	46	23	16	54	75	53	436
Tillverkning	91	92	94	101	106	163	194	222	234	220	1517
Summa	431	449	442	466	485	629	738	814	876	872	

Tabellen presenterar 6202 observationer fördelade på tio år och åtta olika industrier. Benämningarna för industrierna är översatta från följande engelska termer i fallande ordning: Consumer Staples, Consumer Discretionary, Health Care, Information Technology, Communication Services, Materials, Energy och Industrials.

Tabell 2 presenterar antal observationer per industri och år. Om tabellen granskas vertikalt finner vi att antalet observationer har ökat väsentligt med tiden även om varje år inte uppvisar en ökning från föregående år. Värt att notera är emellertid att i de fall en nedgång skett (2012 och 2019) så har den varit liten. Den observerade ökningen av observationer över tid är förväntad med hänsyn till att hållbarhetsdata har blivit alltmer väsentlig och att databasen Refinitiv Eikon omfång ständigt breddas. Den största ökningen i antalet observationer har skett mellan åren 2014 och 2015, något som möjligtvis kan ha influerats av de globala hållbarhetsmål som under 2015 presenterades. Något som också talar för detta är den procentuella utvecklingen som skett om man delar upp de studerade åren i två olika grupper med de globala hållbarhetsmålen som brytpunkt: (1) 2010 – 2014 och (2) 2015 – 2019. I grupp 1 har antalet observationer ökat från 431 till 485, en procentuell utveckling på cirka 12,5 procent. I grupp 2 har antalet observationer ökat från 629 till 872, vilket motsvarar en utveckling på cirka 38,6 procent. Om tabellen granskas horisontellt kan antalet observationer för studiens nio olika industrier utläsas. Högst antal observationer uppvisar industrin *Tillverkning* med 1517 stycken. Med 345 observationer uppvisar industrin *Kommunikationstjänster* lägst antal observationer. Totalt omfattas 6202 observationer från 112 unika företag.

3.2. Variabler och regressionsmodell

Studiens hypotes prövar om det finns ett positivt samband mellan lönsamhet och hållbarhet över åren 2010–2019. Vi prövar hypotesen genom att använda räntabiliteten på totalt kapital (*ROA*) som oberoende variabel. Variabeln räknas fram genom att dividera företagets nettoresultat med de totala tillgångarna. Som första beroende variabel använder vi hållbarhetsbetygen (*ESG*) som proxy för hållbarhet. *ESG*-betygen antar i regressionen ett värde mellan 0 och 100. Vidare kontrollerar vi för ett antal variabler som visat sig vara väsentliga för studier mellan lönsamhet och hållbarhet, dessa är storlek, skuldsättningsgrad, industri och år (Andersen & Dejoy, 2011; Margolis et al., 2009; McWilliams & Siegel, 2000). Storleken på företagen (*STORLEK*) mäts genom den naturliga logaritmen av totala tillgångar vid varje års slut. I likhet med tidigare studier har vi inkluderat denna kontrollvariabel då större företag har mer resurser att lägga på sociala investeringar, alternativt att de lättare ger efter för påtryckningar relaterade till hållbarhetsaspekter (Wu, 2006). Företagens skuldsättningsgrad (*SKULD*) är framräknat genom att dividera företagets totala skulder med de totala tillgångarna. Variabeln används som kontroll då tidigare forskning (Brown & Perry, 1994; Cochran & Wood, 1984; Orlitzky & Benjamin, 2001) visat att företag med lägre risk i större utsträckning tenderar att engagera sig i hållbarhetsarbete. För samtliga kontinuerliga variabler i regressionen har extremvärden eliminerats genom kommandot *winsor* på en 1%-nivå. För variablerna *ROA* och *LEV* har extremvärdena eliminerats efter det att kvotmättet räknats ut. Slutligen har skillnader som kan finnas mellan industrier (*IND*) och år (*ÅR*) beaktats. Regressionsmodellen är följande:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 STORLEK_{it} + \beta_3 SKULD_{it} + \beta_4 Ind_{it} + \beta_5 ÅR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Då hållbarhet är ett brett begrepp med flera olika definitioner finns det enligt tidigare studier (e.g. Margolis et al., 2009) en poäng i att bryta ut dimensionerna i ESG-betyget för att studera uppdelad data. Detta då en dimension av betyget kan överrösta en annan. Med hänsyn till ovanstående har således en andra regression skapats där ESG delats upp i de tre variablerna miljö (*ENV*), socialt (*SOC*) och styrning (*GOV*). Uppdelningen ger oss en möjlighet att studera vilken dimension som är mest drivande i sambandet med lönsamhet (*ROA*). Under datainsamlingen har samtliga bolag erhållit ett bokstavs-betyg för varje kategori. I regressionen har dessa omvandlats till numeriska betyg. Betygen antar ett värde i intervallet 1 till 12, där det högsta betyget "A+" antar värdet 12 och det lägsta betyget "D-" antar värdet 1. Övriga variabler är desamma som i regression ett. Ovanstående resonemang har utmynnat i följande tre regressionsmodellerna:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 STORLEK_{it} + \beta_3 SKULD_{it} + \beta_4 Ind_{it} + \beta_5 \dot{A}R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SOC_{it} + \beta_2 STORLEK_{it} + \beta_3 SKULD_{it} + \beta_4 Ind_{it} + \beta_5 \dot{A}R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 STORLEK_{it} + \beta_3 SKULD_{it} + \beta_4 Ind_{it} + \beta_5 \dot{A}R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

3.3. ESG

På senare år har man kunnat urskilja ett större intresse bland företag att kvantifiera företagets hållbarhetsarbete då ett ansenligt hållbarhetsarbete skapar ett större intresse bland företagets externa aktörer. Som ett resultat av detta har företagen funnit incitament i att engagera sig och tillägna mer resurser åt hållbarhetsarbetet. Detta har mynnat ut i brett spektrum av allehanda leverantörer av hållbarhetsmått (Porter & Kramer, 2006). I denna studie har vi valt att använda oss av måttet ESG från Refinitiv Eikon. Valet motiverades i synnerhet av att Refinitiv har en omfattande täckning av amerikanska bolag och att det förekommit frekvent i tidigare studier (Chatterji, Durand, Levine & Touboul, 2016). Varje företag tilldelas fyra olika betyg, ett totalbetyg och tre enskilda betyg för varje kategori. Refinitiv tar under datainsamlingen hänsyn till både information från externa aktörer och information som kommunicerats ut från bolagen själva (Refinitiv, 2021). Datan består av 186 datapunkter som sedan fördelas ut på de tio underkategorier som presenteras i *Panel A* i tabellen nedan. Dessa underkategorier utmynnar sedan i enskilda betyg för varje ESG-dimension och sedan ett sammanvägt betyg. Den tolvgradiga betygssskalan och dess motsvarande intervall kan observeras i *Panel B*.

Tabell 3. Nedbrytning av ESG-betyg

Panel A. Underkategorier	(%)	Panel B. Betygsomvandling	
Miljö (E)	44	Intervall	Betyg
Utsläpp	15	0.0 – 0.0833	D-
Resursanvändning	15	0.0833 – 0.1666	D
Innovation	13	0.1666 – 0.2500	D+
Socialt (S)	31	0.2500 – 0.3333	C-
Samhälle	9	0.3333 – 0.4166	C
Mänskliga rättigheter	5	0.4166 – 0.5000	C+
Produktansvar	4	0.5000 – 0.5833	B-
Arbetskraft	13	0.5833 – 0.6666	B
Styrning (G)	26	0.6666 – 0.7500	B+
Aktieägare	5	0.7500 – 0.8333	A-
CSR Strategi	3	0.8333 – 0.9166	A
Förvaltning	17	0.9166 – 1.0	A+

3.4. Metodkritik

Värt för läsaren att notera är att det sedan 2018 finns över 600 leverantörer av ESG-data (Petroy & Wong, 2020). Därav är det inte svårt att förstå att skillnader kan förekomma måtten emellan, något som vid tillämpning i studier kan komma att påverka resultatet (Hillman & Keim, 2001). Studiens motiv till valet av Refinitiv Eikon för datainsamlingen grundades främst på dess breda täckning av bolag i USA och den använts frekvent i tidigare forskning. Vi vill göra läsaren medveten om att datan från leverantören inte är fri från subjektivitet då underlaget för bedömning inte enbart kommer från tredjepartsaktörer (Refinitiv, 2021). Värt att notera är emellertid att liknande egenskaper går att finna hos den stora majoriteten av leverantörer.

4. Empiri

4.1. Deskriptiv statistik

Tabell 4 presenterar deskriptiv statistik över studiens variabler. Bolagen som omfattas i studien uppvisar i snitt en lönsamhet på 7,17 procent. Sett till variabelns min- och maxvärden vill vi dock göra läsaren medveten om de stora skillnader som förekommer bolagen emellan.

Tabellen uppvisar också att det finns skillnader mellan hållbarhetsmått som är värda att notera. För det första uppvisas ett medelvärde på 45,1274 (skala 0 – 100) för ESG-betyget hos bolagen. Detta faller under den lägre delen av betygsskalan och kan omvandlas till ett C+ enligt Panel B i Tabell 3. För det andra har *ESG* en hög volatilitet vilket delvis kan utläsas ifrån standardavvikelsen, men även från dess min och max värden. För det tredje uppvisar *ESG*:s tre dimensioner (*ENV*, *SOC*, *GOV*) nämnvärda skillnader. Miljövariabeln *ENV* uppvisar lägst medelvärde och även högst volatilitet vilket kan utläsas från standardavvikelsen. Högst medelvärde uppvisar styrningsvariabeln *GOV* och lägst standardavvikelse uppvisar variabeln för sociala faktorer *SOC*. Nämnvärt är emellertid att skillnaden gällande standardavvikelse gentemot *GOV* är marginell. Båda variablerna *SOC* och *GOV* har ett medelvärde som överstiger hälften (skala 1 – 12). Dessa enskilda kategorier presterar således bättre än totalbetyget (*ESG*). Tabell 4 presenterar vidare att de båda kontrollvariablerna *SKULD* och *STORLEK* har en hög standardavvikelse. Detta kan också utläsas ifrån den stora differensen i variablernas min och max värden. Variabeln *SKULD*:s medelvärde kan tolkas som att bolagens totala skulder utgör cirka en tredjedel av samma bolags totala tillgångar. Variabeln *STORLEK* uppvisar ett medelvärde vilket kan tolkas som att bolagen i snitt har 17 809 miljoner USD i totala tillgångar. I Panel B presenteras samtliga observationer utdelade på erhållit ESG-betyg. Vid en snabb överblick kan läsaren uppmärksamma att betygsfördelningen är relativt normalfördelad med få observationer i A och D kategorierna och väsentligt fler runt medelbetygen.

Tabell 4. Deskriptiv statistik

Panel A. Sammanställning av variabler							
Varier	Obs	Medel	SD	Min	Max		
<i>ROA</i>	6202	0.0717	0.0558	0.0001	1.0250		
<i>ESG</i>	6202	45.1274	20.0240	0.45	95.21		
<i>ENV</i>	6202	4.7244	3.3218	1	12		
<i>SOC</i>	6202	6.1174	2.6528	1	12		
<i>GOV</i>	6202	6.7082	2.6856	1	12		
<i>SKULD</i>	6202	0.3196	0.1984	0.0002	3.1477		
<i>STORLEK</i>	6202	17 809	42 914	1 001	747 793		

Panel B. Fördelning av ESG-betyg för samtliga observationer							
A+	18	B+	666	C+	887	D+	754
A	170	B	738	C	873	D	364
A-	333	B-	786	C-	1000	D-	50

Notera: Variablerna i Panel A är ROA = lönsamhet (nettoresultat / totala tillgångar), ESG = totalt hållbarhetsbetyg (proxy för hållbarhet), ENV = miljöaspekten, SOC = social aspekt, GOV = styrning aspekt, SKULD = skuldsättningsgrad (totala skulder / totala tillgångar), STORLEK = naturliga logaritmen av totala tillgångar. Datakälla: S&P Capital IQ & Refinitiv Eikon.

4.2. Korrelationsanalys

Den korrelationsanalys som genomförts i Tabell 5 visar att det inte finns några större korrelationer mellan studiens variabler som kan komma att påverka resultatet. Högst korrelation uppvisar *ESG* och dess dimensioner *ENV*, *SOC*, *GOV*. Dessa variabler förekommer emellertid inte i samma regression vilket gör att ingen multikollinearitet föreligger. De tre *ESG*-dimensionerna uppvisar också en starkare korrelation med varandra än övriga variabler. Likt ovan så är dock variablerna uppdelade i enskilda regressioner. En intressant observation är att *ESG*-betyget och dess dimensioner är positivt korrelerade med studiens mått på lönsamhet (*ROA*). Om än svagt så ger detta en första indikation på att ett högre hållbarhet kan resultera i högre lönsamhet. Vidare ser vi att skuldsättningsgraden är negativt korrelerad mot samtliga övriga variabler. *STORLEK* uppvisar negativa korrelationer mot *ROA* och *SKULD*, något som dock inte är signifikant.

Tabell 5. Korrelationstest

	<i>ROA</i>	<i>ESG</i>	<i>ENV</i>	<i>SOC</i>	<i>GOV</i>	<i>SKULD</i>	<i>STORLEK</i>
<i>ROA</i>	1.0000						
<i>ESG</i>	0.1270*	1.0000					
<i>ENV</i>	0.1042*	0.8673*	1.0000				
<i>SOC</i>	0.1418*	0.8919*	0.4448*	1.0000			
<i>GOV</i>	0.0729*	0.6908*	0.4246*	0.4043*	1.0000		
<i>SKULD</i>	-0.0739*	-0.0639*	-0.0750*	-0.0503*	-0.0518*	1.0000	
<i>STORLEK</i>	-0.0186	0.3559*	0.3714*	0.3342*	0.1742*	-0.0205	1.0000

Notera: Variablerna är ROA = lönsamhet (nettoresultat / totala tillgångar), ESG = totalt hållbarhetsbetyg (proxy för hållbarhet), ENV = miljö, SOC = social, GOV = styrning, SKULD = skuldsättningsgrad (totala skulder / totala tillgångar), STORLEK = naturliga logaritmen av totala tillgångar. * = p<0.05.

4.3. Multivariat analys och diskussion

I Tabell 6 presenteras studiens fyra regressioner. Regression ett behandlar det övergripande sambandet mellan hållbarhetsbetyget *ESG* och företags lönsamhet (*ROA*) medan regression två till fyra istället tar sikte på att identifiera skillnader mellan *ESG*:s tre dimensioner (*ENV*, *SOC*, *GOV*) och sambandet med *ROA*. Regression (1) uppvisar resultatet från regressionsanalysen som testar studiens hypotes. Vi har använt oss av en multipel linjär regression med fasta effekter för variablerna *INDUSTRI* och *ÅR*. Utöver industri och år har vi även kontrollerat för skuldsättningsgrad (*SKULD*) och den naturliga logaritmen av de totala tillgångarna (*STORLEK*). Resultatet visar att det finns ett svagt positivt samband mellan *ROA* och *ESG* som är signifikant. Studiens hypotes ”*det finns ett positivt samband mellan hållbarhet och lönsamhet*” kan således bekräftas. Detta är i linje med ett flertal tidigare studier (e.g. Orlitzky et al., 2003; Borghesi et al., 2014). Resultaten från kontrollvariablerna är väntade och i linje med tidigare studier (Flammer, 2015; Nollet et al., 2016; Velte, 2017). Att en högre skuldsättningsgrad (*SKULD*) skulle uppvisa ett signifikant negativt samband med lönsamhet kan förklaras av att bolag i synnerhet använder sig av intern finansiering snarare än extern för att uppnå högre lönsamhet (Khan, 2012; Myers & Majluf, 1984). Att ett bolags totala tillgångar (*STORLEK*) uppvisar ett negativt samband med lönsamhet indikerar att ju större tillgångar ett företag har, desto lägre är lönsamheten. Detta kan möjligtvis förklaras av den så kallade småbolageffekten² som menar att bolag med ett lägre marknadsvärde tenderar att presteras bättre än större bolag, exempelvis på grund av en högre volatilitet och tillväxtförmåga (Banz, 1981). Samtliga variabler uppvisar en hög grad av signifikans.

Regressionerna (2–4) avser att besvara studiens andra frågeställning; *vilka skillnader kan identifieras mellan ESG-dimensionerna?* Resultatet tyder på att det existerar ett svagt positivt samband mellan samtliga dimensioner av *ESG*-betyget och ett företags lönsamhet i form av *ROA*. Starkast samband har de sociala faktorerna (*SOC*) följt av miljö (*ENV*) och styrning (*GOV*) i respektive ordning. Utfallet är inte i linje med tidigare studier (e.g. Nollet et al., 2016; Velte, 2017) men kan delvis förklaras av andra studier kopplade till hållbarhetsupplysningar (e.g. Qiu et al., 2016). Kontrollvariablerna för storlek och skuldsättningsgrad uppvisar ett negativt samband mot *ROA* likt det *ESG*-betyget uppvisar i regression ett. Samtliga variabler är signifikanta på en 99%-nivå.

² Från engelskans ”small firm effect”.

Tabell 6. Regressioner

"Y" = ROA	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ESG</i>	0.000505*** (13.55)			
<i>ENV</i>		0.002747*** (11.16)		
<i>SOC</i>			0.003742*** (13.88)	
<i>GOV</i>				0.001745*** (7.48)
<i>SKULD</i>	-0.029559*** (-7.03)	-0.029651*** (-6.98)	-0.030398*** (-7.29)	-0.033340*** (-7.89)
<i>STORLEK</i>	-0.005641*** (-9.10)	-0.005368*** (-8.40)	-0.005257*** (-8.76)	-0.002064*** (-3.90)
<i>INTERCEPT</i>	0.102923*** (17.19)	0.006294*** (17.42)	0.005933*** (16.71)	0.005775*** (13.64)
<i>INDUSTRI</i>	Ja	Ja	Ja	Ja
<i>ÅR</i>	Ja	Ja	Ja	Ja
<i>N</i>	6202	6202	6202	6202
<i>R²</i>	0.0791	0.0738	0.0803	0.0613

Notera: Variablerna är ROA = lönsamhet (nettoresultat / totala tillgångar), ESG = totalt hållbarhetsbetyg (proxy för hållbarhet), ENV = miljö, SOC = social, GOV = styrning, SKULD = skuldsättningsgrad (totala skulder / totala tillgångar), STORLEK = naturliga logaritmen av totala tillgångar. I tabellen presenteras variablernas koefficient samt t-värdet inom parentes. Regressionerna är följande: (1) $ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 STORLEK_{it} + \beta_3 SKULD_{it} + \beta_4 IND_{it} + \beta_5 ÅR_{it} + \varepsilon_{it}$, (2) $ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 STORLEK_{it} + \beta_3 SKULD_{it} + \beta_4 IND_{it} + \beta_5 ÅR_{it} + \varepsilon_{it}$, (3) $ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SOC_{it} + \beta_2 STORLEK_{it} + \beta_3 SKULD_{it} + \beta_4 IND_{it} + \beta_5 ÅR_{it} + \varepsilon_{it}$, (4) $ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 STORLEK_{it} + \beta_3 SKULD_{it} + \beta_4 IND_{it} + \beta_5 ÅR_{it} + \varepsilon_{it}$. *** p < 0.01.

4.3.1 Uppvisar bolag med en högre hållbarhet en högre lönsamhet?

Vi kan konstatera att det positiva resultatet i regression ett bekräftar studiens hypotes om att högre hållbarhet leder till en högre lönsamhet. Resultatet är svagt men i linje med aggregerade resultat från ett flertal metastudier (e.g. Friede et al., 2015; Margolis et al., 2009), i bemärkelsen att utfallet av sambandet är positivt. Det faktum att resultatet från regression ett bekräftar hypotesen om att det föreligger ett positivt samband mellan hållbarhet och lönsamhet kan bidra med en utökad känsla och förståelse för att det finns incitament för företag att åsidosätta olika former av resurser till hållbarhetsarbete. Åtminstone under ett mer långsiktigt perspektiv. Detta kan tyda på att ett prominent hållbarhetsarbete över tid kan vara värdeskapande (Borghesi et al., 2014) samt medföra olika former av konkurrensfördelar för företag (Porter & Kramer, 2006). Således är det nödvändigt att företag och företagsledare har ett mer långsiktigt förhållningssätt när man tittar på effekterna av hållbarhetsarbetet, vilket Brammer och Millington (2008) betonar. Vikten av ett långsiktigt tänkande styrks även av Eccles och Serafeim (2013) då det är i det långsiktiga perspektivet som de faktiska effekterna av visst

hållbarhetsarbete kan utläsas. Detta fortsätter emellertid att vara en utmaning för företagsledare då finansiella marknaden präglas av ett kortsiktigt tänkande (Barton & Wiseman, 2014)

Resultatet för det övergripande sambandet strider mot de studier som menar att sambandet är neutralt och att hållbarhetsarbete inte har någon påverkan på lönsamhet. Resultatet är därmed inte heller i linje med de kritiska argument som lyfts fram i diskussionen kring att företags hållbarhetsarbete har en negativ påverkan på lönsamheten (Humphrey et al., 2012; Hassel et al., 2005). Åtminstone kan vi utifrån vår statistiska prövning dra den slutsatsen utifrån ett långsiktigt perspektiv. Ett sådant konstaterande utesluter dock inte det faktum att hållbarhetsarbete kan innebära stora kostnader för företag och organisationer på kort sikt. De låga förklaringsgraderna (R^2) som regressionerna producerat leder dock till att resultaten ska beaktas med försiktighet.

Det är även relevant att resonera kring ifall utfallet i det övergripande sambandet hade sett något annorlunda ut om observationerna hade inhämtats från ett enskilt år eller för en kortare tidsperiod. Brammer och Millington (2008) argumenterar för att det är först i ett långsiktigt perspektiv som effekterna av hållbarhetsinvesteringarna kan utläsas. Den finns således anledning att tro att användandet av observationer från en tioårsperiod kan ha bidragit till öka sannolikheten för ett positivt utfall. Det är dock föga troligt att utfallet i det övergripande sambandet skulle tagit en helt annan väg på grund av detta som exempelvis neutralt eller negativt, då tidigare likartade studier (e.g. Wan Ahamed et al., 2014) har kunnat visa på ett positivt utfall trots att man använt sig av observationer från ett enskilt år eller en kortare period.

4.3.2 Vilka skillnader kan urskiljas mellan ESG-dimensionerna?

Vår statistiska prövning bekräftar att det finns ett signifikant positivt samband mellan samtliga dimensioner av ESG-betyget och lönsamhet. Vårt att notera är att sambandet är svagt i samtliga fall och att en avsaknad av tidigare litteratur ger begränsade möjligheter till att sätta resultatet i ett sammanhang. Regressionerna (2–4) ger oss ett resultat som menar att sociala aspekter (*SOC*) har störst påverkan på lönsamheten, detta följt av *ENV* och *GOV* i respektive ordning. Vidare uppvisar samtliga regressioner, likt det övergripande sambandet i regression ett, negativa samband för kontrollvariablerna *STORLEK* och *SKULD*. Resultatet kan liknas det Velte (2017) presenterar där samtliga ESG-dimensioner uppvisat positiva samband, med skillnaden att variabeln *GOV* visat sig vara starkast. Samma slutsats kommer Nollet et al. (2016) fram till som menar att styrning är den drivande mekanismen mellan lönsamhet och hållbarhet. De menar att fyndet kan kopplas an till företags förmåga att identifiera möjligheter till att stärka intressentrelationer genom CSR-aktiviteter och samtidigt göra vinst på detta. Vårt att notera är emellertid att båda dessa studier har granskat bolag över en kortare tidsperiod (fem år), och i ett av fallen ett annat land (Tyskland). Velte (2017) anger exempelvis att Tysklands längre tradition av fokus på bolagsstyrning kan vara en bidragande orsak till att *GOV* överträffar dimensionerna för sociala (*SOC*) och miljömässiga aspekter (*ENV*).

Vår studies resultat menar istället att sociala aspekter (*SOC*) spelar en större roll i sambandet mellan lönsamhet och hållbarhet. Detta går att koppla an till en studie av Qiu et al. (2016) som granskat sambandet mellan hållbarhetsupplysningar och lönsamhet. De menar att lönsamheten påverkas mest av offentliggörandet av sociala upplysningar och att en högre grad av publicering av sådana i regel finns hos större företag. Att bolag med ett högre marknadsvärde tenderar att publicera mer socialt och miljömässigt inriktade upplysningar har även styrks av liknande studier (e.g. Brammer & Pavelin, 2006; Guidry & Patten, 2012). Med hänsyn till att vår studie omfattar större amerikanska företag kan därför ovanstående vara en möjlig orsak till att variabeln *SOC* kommit att väga tyngre. Vidare går det att argumentera för att den valda tidsperioden i studier kan påverka sambandet med dimensionerna. Detta eftersom effekterna av ett företags engagemang inom en viss dimension kan tänkas observeras tidigare än i en annan. Då vår studie omfattar en längre tidsperiod kan effekterna från dimensionerna *ENV* och *SOC*, samt den externa medvetenheten om dessa, tänkas ha getts mer utrymme. Detta kan vara en möjlig förklaring till att den sociala och miljömässiga dimensionen uppvisar ett starkare samband med lönsamhet på längre sikt.

5. Slutsats

Studiens primära frågeställning var att undersöka om det finns ett positivt samband mellan högre hållbarhet (*ESG*) och lönsamhet (*ROA*) i amerikanska publika bolag. Frågeställningen utmynnar från ett stort antal tidigare studier som i huvudsak menar att det föreligger ett positivt samband dem emellan. Studiens hypotes har prövats med hjälp av 6202 observationer från 1121 unika företag som är insamlade från en tioårsperiod (2010–2019). Som proxy för hållbarhet har vi använt oss av fyra oberoende variabler som representerat bolagets grad av hållbarhet i helhet (*ESG*) samt måttets tre dimensioner (*ENV*, *SOC* & *GOV*). Studien har vidare kontrollerat för storlek, skuldsättningsgrad samt industri- och årsspecifika effekter. Det huvudsakliga resultatet vi funnit är att det föreligger ett signifikant positivt samband mellan en högre hållbarhet och lönsamhet hos de studerade bolagen. Studiens hypotes har således bekräftats. Trots att sambandet är svagt tyder dess förekomst på att det finns en ökad betydelse för företagsledare och investerare att inse att det finns ekonomiska incitament för att bli mer hållbara. Investeringar i hållbarhetsarbete måste ses som ett långsiktigt värdeskapande snarare än en fråga om kostnader på kort sikt. Vidare belyser det vikten av att integrera ett hållbarhetstänk inom organisationen för att på så sätt kunna skapa sig konkurrensfördelar gentemot konkurrenter.

Studiens sekundära frågeställning var att identifiera sambandet mellan de enskilda ESG-dimensionerna (*ENV*, *SOC* & *GOV*) och lönsamhet. Resultatet är att samtliga dimensioner uppvisar ett signifikant positivt samband. Vi finner dock att sociala aspekter (*SOC*) uppvisat ett starkare samband än övriga variabler. Vi önskar att inte dra några större slutsatser av detta utfall utan vill istället poängtera vikten och betydelsen av att studera ESG-dimensionerna i större utsträckning. Genom att identifiera vilken dimension som är den drivande mekanismen för lönsamhet i ett företag kan investeringar inom hållbarhetsområdet riktas mot direkta mål och således bli mer effektiva.

Resultatet som kommit av studien kan anses vara bidragande till en utvecklad känsla och förståelse av sambandet av två olika anledningar. För det första särskiljer sig studien i viss mån från den stora majoriteten av tidigare forskning genom sin tidsaspekt. Vi har studerat sambandet över en tidsperiod vilket skiljer sig mot majoriteten av de studier som vi efter vår bästa förmåga hittat på ämnet. Således kan vi ge en någorlunda unik inblick i hur sambandet ser ut över tid. Detta får ytterligare relevans av att ett fåtal studier påpekat att effekterna av hållbarhetsarbete först kan observeras över tid (e.g. Brammer & Millington, 2008). För det andra kan studien ge företagsledare en ökad förståelse kring vikten av att förstå vilka delar av hållbarhetsarbete som ger störst potentiell effekt på ett företags lönsamhet. Samtliga proxy för hållbarhet i studien har uppvisat positiva samband mot lönsamhet och att lyckas identifiera skillnader mellan dessa kan resultera i mer effektiva investeringar. Vi vill dock göra läsaren medveten om att resultaten ska beaktas med viss försiktighet med hänsyn till det svaga sambandet och den låga förklaringsgraden.

5.1. Begränsningar

Det förekommer begränsningar med studien som är värda att lyfta fram. För det första är studien begränsat till analysen av hållbarhetsdata från Refinitiv Eikon. Databasens utvärdering och betygsättning av företag är inte fri från subjektivitet vilket påverkar validiteten av studiens resultat. Det går också att föra en diskussion om hur väl ESG representerar ett företags hållbarhetsarbete. Måttet togs initialt fram för att utvärdera investeringsbeslut vilket innebär att det kan vara mer finansiellt orienterat, exempelvis genom utvärdering av risker kopplade till hållbarhet, snarare än renodlat hållbarhetsarbete (Grankvist, 2012). Värt att notera är emellertid att liknande resonemang och begränsningar existerar för andra typer av hållbarhetsmått som applicerats i tidigare studier av sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet. För det andra vill vi poängtera att det finns flera olika leverantörer av ESG-betyg och att det således kan förekomma skillnader i vad måttet omfattar. Detta kan påverka studiens resultat då Hillman och Keim (2001) påvisat att olika former av ESG (altruistisk vs. strategisk) kan ge olika effekter på lönsamheten. Slutligen har studien använt sig av redovisningsbaserade mått, i termer av ROA, för att kunna beakta lönsamhetsaspekten av sambandet. Enligt Orlitzky et al. (2003) kan redovisningsbaserade mått i en högre grad leda till positiva utfall än vad motsvarande marknadsbaserade mått gör. Detta kan till en viss del anses ha bidragit till det positiva utfallet i studien. Det innebär även att studien inte tagit hänsyn till hur sambandet utfaller vid användandet av marknadsbaserade mått.

5.2. Förslag på vidare forskning

Trots att sambandet mellan lönsamhet och hållbarhet studerats under lång tid anser vi att det finns ett fortsatt utrymme och behov av studier inom området. Majoriteten av tidigare studier har valt att fokusera på bolag från USA. Vi anser således att det föreligger ett behov av att studera sambandet med företag från andra geografiska områden som grund. Regioner av intresse som inte fått stort utrymme i tidigare studier är exempelvis Europa och i synnerhet Asien. Flertalet studier är även baserade på större företag med hänsyn till informationens tillgänglighet. Vi vill dock uppmuntra vidare forskning att beakta mindre företag i större utsträckning då dessa spelar en lika stor roll i omställningen till en mer hållbar ekonomi. Under vår litteraturgenomgång fann vi också att det finns ett behov av studier på längre sikt (> 5 år). Slutligen vill vi belysa vikten av att studera sambandet mellan olika dimensioner av hållbarhet. Detta kommer av möjligheten för företag att identifiera nyckelområden, vilket kan agera som värdefullt beslutsunderlag inom företags hållbarhetsarbeten.

6. Referenser

Litteratur

Bowen, H. (1953). *Social Responsibilities of the Businessman*. Harper.

Freeman, R. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.

Grankvist, P. (2012). *CSR i praktiken: hur företag jobbar med hållbarhet för att tjäna pengar*. Solna: Liber.

Patel, R., & Davidson, B. (2016). *Forskningsmetodikens grunder – Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur.

Vetenskapliga artiklar

Alareeni, B., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance*, 20(7), 1409-1428. doi: 10.1108/CG-06-2020-0258

Ameer, R., & Othman, R. (2011). Sustainability Practices and Corporate Financial Performance: A Study Based on the Top Global Corporations. *Journal of Business Ethics*, 108(1), 61–79. doi: 10.1007/s10551-011-1063-y

Andersen, M., & Dejoy, J. (2011). Corporate Social and Financial Performance: The Role of Size, Industry, Risk, R&D and Advertising Expenses as Control Variables. *Business and Society Review*, 116(2), 237-256. doi:10.1111/j.1467-8594.2011.00384.x

Aras, G., Aybars, A., & Kutlu, O. (2010). Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging market. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 59(3), 229-254. doi:10.1108/17410401011023573

Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90018-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0)

Barnett, M. (2007). Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns To Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 794–816. doi:<https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275520>

Beurden, P., & Gössling, T. (2008). The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407-424. doi:10.1007/s10551-008-9894-x

Borghesi, R., Houston, J., & Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*, 26(2014), 164-181. doi:10.1016/j.jcorpfin.2014.03.008

Brammer, S., & Millington, A. (2003). The effect of stakeholder preferences, organizational structure and industry type on corporate community involvement. *Journal of Business Ethics*, 45(3), 213-226. doi:10.1023/a:1024151528646

Brammer, S., & Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325–1343. doi:10.1002/smj.714

Brammer, S., & Pavelin, S. (2006). Voluntary environmental disclosures by large UK companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7-8), 1168–1188. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00598.x>

Brown B., & Perry, S. (1994). Removing the financial performance halo from *Fortune's* 'Most Admired' companies. *Academy of Management Journal*, 37(5): 1347–1359. <https://doi.org/10.2307/256676>

Cantele, S., & Zardini, A. (2018). Is sustainability a competitive advantage for small businesses? An empirical analysis of possible mediators in the sustainability–financial performance relationship. *Journal of Cleaner Production*, 182, 166–176. doi:10.1016/j.jclepro.2018.02.016

Carrol, A. B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *The Academy of Management Review* 4(4), 497–505. doi:10.2307/257850

Chatterji, A., Durand, R., Levine, D., & Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614. doi:10.1002/smj.2407

Clacher, I., Duboisée, A., & Hodgson, A. (2013). The Value Relevance of Direct Cash Flows under International Financial Reporting Standards. *Abacus*, 49(3), 367-395. doi:10.1111/abac.12010

Cochran, P., & Wood, R. (1984). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 27(1), 42–56. <https://doi.org/10.2307/255956>

Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1–13. doi:10.1002/csr.132

De Lucia, C., Pazienza, P., & Bartlett, M. (2020). Does Good ESG Lead to Better Financial Performances by Firms? Machine Learning and Logistic Regression Models of Public Enterprises in Europe. *Sustainability*, 12(13), 5317. doi:10.3390/su12135317

Edmans, A. (2012). The Link Between Job Satisfaction and Firm Value, with Implications for Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Perspectives*, 26(4), 119. doi:10.2139/ssrn.2054066

Elkington, J. (1994). Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development. *California Management Review*, 36(2), 90–100. <http://dx.doi.org/10.2307/41165746>

Flammer, C. (2015). Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. *Management Science*, 61(11), 2549–2568. doi:10.1287/mnsc.2014.2038

Freeman, R. (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421. doi:10.2307/3857340

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. doi:10.1080/20430795.2015.1118917

Garcia-Castro, R., Ariño, M., & Canela, M. (2009). Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? *Accounting for Endogeneity*. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107–126. doi:10.1007/s10551-009-0143-8

Gerard, B. (2019). ESG and Socially Responsible Investment: A Critical Review. *Beta*, 33(01), 61-83. doi:10.18261/issn.1504-3134-2019-01-05

Greening, D., & Turban, D. (2000). Corporate Social Performance As a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce. *Business & Society*, 39(3), 254-280. doi:10.1177/000765030003900302

Guidry, R., & Patten, D. (2012). Voluntary disclosure theory and financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure research. *Accounting Forum*, 36(2), 81–90. DOI: 10.1016/j.accfor.2012.03.002

Hassel, L., Nilsson, H., & Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*, 14(1), 41–61. doi:10.1080/0963818042000279722

Hillman, A., & Keim, G. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line?. *Strategic Management Journal*, 22(2), 125-139. doi:10.1002/1097-0266(200101)22:2<125::AID-SMJ150>3.0.CO;2-H

Humphrey, J., Lee, D., & Shen, Y. (2012). Does it cost to be sustainable? *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 626-639. doi:10.1016/j.jcorpfin.2012.03.002

- Husted, B. (2005). Risk Management, Real Options, and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 60(2), 175-183. doi:10.1007/s10551-005-3777-1
- Khan, A. G. (2012). The relationship of capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan. *International Journal of Accounting and Financial Reporting ISSN*, 2(1), 2162-3082. doi:10.5296/ijafr.v2i1.1825
- Lo, S., & Sheu, H. (2007). Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business? *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 345–358. doi: 10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x
- Marti, C., Rovira-Val, R., & Drescher, L. (2013). Are Firms that Contribute to Sustainable Development Better Financially? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(5), 305–319. doi: 10.1002/csr.1347
- McGuire, J., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854–872. doi:10.2307/256342
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609. doi:10.1002
- Moneva, J., & Ortas, E. (2010). Corporate environmental and financial performance: a multivariate approach. *Industrial Management & Data Systems*, 110(2), 193-210. doi: 10.1108/02635571011020304
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. doi:https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Nelling, E., & Webb, E. (2009). Environmental responsibility and firm performance: the “virtuous cycle” revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32, 197-209
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52(Part B), 400-407. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019
- Omar, B.F., & Zallom, N.O. (2016). Corporate social responsibility and market value: evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 14(1), 2-29. doi: 10.1108/JFRA-11-2014-0084
- Orlitzky M., & Benjamin, J. (2001). Corporate Social Performance and Firm Risk: a Meta-Analytic Review. *Business & Society*, 40(4), 369–396. https://doi.org/10.1177/000765030104000402

Orlitzky, M., Schmidt, F., & Rynes, S. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–441. doi:10.1177/0170840603024003910

Qiu, Y., Shaikat, A., & Tharyan, R. (2016). Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. *The British Accounting Review*, 48(1), 102-116.
<https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.10.007>

Roberts, P., & Dowling, G. (2002). Corporate Reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077-1093. doi:10.1002/smj.274

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility* (Februari 14, 2017). doi:10.1108/JGR-11-2016-0029

Wan Ahamed, W. S., Almsafir, M. K., & Al-Smadi, A. W. (2014). Does Corporate Social Responsibility Lead to Improve in Firm Financial Performance? Evidence from Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 6(3). doi: 10.5539/ijef.v6n3p126

Wu, M. (2006). Corporate social performance, corporate financial performance, and firm size: a meta-analysis. *Journal of American Academy of Business*, 8(1): 163–171.

Internet

Accenture. (2013). *The UN Global Compact-Accenture CEO Study on Sustainability 2013 – Architects of a Better World*. Hämtad från Accenture:
https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/news_events%2F8.1%2FUNGC_Accenture_CEO_Study_2013.pdf

Barton, D., Wiseman, M. (2014). Big Investors have an obligation to end the plague of short termism. *Harvard Business Review*, January-February 2014, 48-55.

Clark, G., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance*. Hämtad från SSRN:
<http://ssrn.com/abstract=2508281>

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2011). The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.1964011

Eccles, R., & Serafeim, G. (2013). The performance frontier: Innovating for a sustainable strategy. *Harvard Business Review*, maj, 50-60.

European Investment Bank. (2012). *Investment and growth in the time of climate change*. Bryssel: Breugel.

EUT. (2014). *2014/95/EU*. Hämtad från EUT: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=SV>

Friedman, M. (1970, september). A friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, s. 32-33.

IPCC. (2018). *Global Warming of 1.5°C. An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty* [Masson-Delmotte, V., P. Zhai, H.-O. Pörtner, D. Roberts, J. Skea, P.R. Shukla, A. Pirani, W. Moufouma-Okia, C. Péan, R. Pidcock, S. Connors, J.B.R. Matthews, Y. Chen, X. Zhou, M.I. Gomis, E. Lonnoy, T. Maycock, M. Tignor, and T. Waterfield (eds.)]. Genève: IPCC.

Global Compact. (2004). *Who Cares Wins – Connecting Financial Markets to a Changing World*. New York: United Nations Financial Sector Initiative.

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 Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.1866371

New Climate Economy. (2015). *Seizing the global opportunity. Partnerships for better growth and a better climate*. Hämtad från The Global Commission on the Economy and Climate: <http://www.fao.org/3/az422e/az422e.pdf>

Petroy, W., & Wong, C. (2020). Rate the raters 2020: Investor survey and interview results. Hämtad från SustainAbility: <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf>

Porter, M., & Kramer, M. (2006). Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, december, 78-93.

Refinitiv. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv. Hämtad från Refinitiv: https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf

SEB. (2021). *The Green Bond: Your insight into sustainable finance*. Hämtad från SEB: https://sebgroup.com/siteassets/large_corporates_and_institutions/our_services/markets/fixed_income/green_bonds/the-green-bond-04022021_final.pdf

Trebucq, S., & d'Arcimoles, C. (2002). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link: Evidence from France. Hämtad från https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=306599