

Handelshögskolan i Stockholm
Företagande och ledning
Examensuppsats 10 poäng

OETISKT HANDLANDE I SKUGGAN AV PENGAR

- Oetiska handlingars påverkan på aktiekursen -

Författare:
Felix Engström (20781) och Miriam Thunborg (19133)

Handledare:
Sven-Erik Sjöstrand

Framläggning:
Fredagen den 15 december 2006, kl 10:15-12:00

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING.....	1
1.1 BAKGRUND.....	1
1.2 SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNING.....	3
1.3 AVGRÄNSNINGAR	3
1.4 DEFINITIONER.....	4
1.5 DISPOSITION	5
2. METOD	6
2.1 EN KVALITATIV STUDIE MED ABDUKTION SOM ANGREPPSSÄTT	6
2.2 GENOMFÖRANDE AV STUDIEN	7
2.2.1 Val av intervjupersoner.....	7
2.2.2 Genomförande av intervjuerna.....	9
2.3 STUDIENS TROVÄRDIGHET.....	10
3. TEORI.....	11
3.1 TEORETISK UTGÅNGSPUNKT	11
3.1.1 Etik	11
3.1.2 CSR - en utbredande norm i samhället	11
3.2 TEORETISK REFERENSRAM	13
3.2.1 Institutionella investerare.....	13
3.2.2 Företagsvärdering genom fundamental analys.....	15
3.2.3 Informationen	16
3.2.4 Psykologiska faktorer.....	18
3.2.5 Företagsledningens agerande	20
4. EMPIRI.....	22
4.1 FÖRETAGSVÄRDERING	22
4.1.1 Social och miljömässig hänsyn.....	22
4.2 INSTITUTIONELLA INVESTERARES BETEENDE	24
4.2.1 Olika investeringsfilosofier	25
4.3 EKONOMISKA KONSEKVENSER AV DET OETISKA HANDLANDET	27
4.3.1 Försäljning	28
4.3.2 Skadestånd.....	30
4.4 KUNDGRUPP OCH VERKSAMHETSOMRÅDE.....	30
4.5 MEDIA.....	32
4.6 LEDNINGENS AGERANDE	33
4.6.1 Kommunikation.....	34
4.6.2 Återkommande oetiska handlingar	35

5. ANALYS	37
5.1. ORSAKER TILL AKTIEKURSPÅVERKAN.....	37
5.1.1 Företagsvärdering	37
5.1.2 Ekonomiska konsekvenser eller oetiskt handlande i sig	38
5.2. INVERKANSFAKTORER PÅ INVESTERARES AGERANDE	40
5.2.1 Ledningens agerande	40
5.2.2 Osäkerhet.....	41
6. SLUTSATS OCH DISKUSSION	47
6.1 REFLEKTION	48
6.2 STYRKOR OCH SVAGHETER.....	50
6.3 FÖRSLAG PÅ FORTSATT FORSKNING	51
7. KÄLLFÖRTECKNING	52
7.1 BÖCKER	52
7.2 AKADEMISKA ARTIKLAR	54
7.3 AVHANDLINGAR	57
7.4 ÖVRIGT	57
7.5 INTERVJUER.....	58
APPENDIX 1. EXEMPEL PÅ FÖRETAGS OETISKA HANDLINGAR.....	60
ABB	60
BOLIDEN	60
CLAS OHLSON	60
ENRON	60
ERICSSON.....	61
H&M.....	61
ICA	61
LUNDIN PETROLEUM (F.D. LUNDIN OIL).....	62
NOBEL BIOCARE.....	62
SKANDIA.....	62
SKANSKA	62
WAL-MART	63

ABSTRACT

Many studies have shown that unethical acting can affect the share price of the company negatively. However, this is not always the case. The aim of this thesis is therefore to examine what it is that can cause the share price to be affected negatively by unethical acting exposed in media. This qualitative study is primarily based on interviews with institutional investors, but also with economic journalists and investor relations managers. Our conclusion is that there are three main reasons why the share price can be affected by unethical acting, namely economic consequences, the management's behaviour and psychological factors. In our study, we have seen that investors' concern for shareholder value makes them interested in solely the economical consequences that can be derived from the unethical acting. The unethical acting in itself does not directly affect the share price. Furthermore, the management's behaviour after a media exposition is of significant importance to the perceived uncertainty of the future of the company. How media chooses to continue with the exposure is greatly influenced by the management's behaviour, which in turn has an effect on how consumers perceive the company. Lost trust in the company, which causes decreased sales, will affect the investors' prognoses of the future, and hence the share price. Thus, institutional investors are indirectly affected by the management's behaviour, but they are also directly affected through mutual dialogue with the management, which can influence their desire to invest in the company. Since investors are humans, they are not only affected by facts but also by feelings. Hence, psychological factors can cause the share price to be affected by unethical acting exposed in media.

Keywords: unethical acting, share price, institutional investor, stock market, investment behaviour, media, management behaviour.

FÖRFATTARNAS TACK

Vi vill rikta ett STORT tack till alla som har bidragit och hjälpt oss med denna uppsats. Tack alla ni som har avsatt tid för att medverka i intervjuer. Det har varit mycket intressant och givande för oss, och utan er hade uppsatsen aldrig varit möjlig att skriva. Vi vill även tacka vår handledare Sven-Erik Sjöstrand, som under terminens givit oss tänkvärda kommentarer och synpunkter. Även tack till de forskare på Handelshögskolan i Stockholm som har bidragit med intressanta och värdefulla förslag på teorier. Slutligen vill vi tacka alla som på ett eller annat sätt bidragit under arbetets gång med synpunkter och genomläsning av uppsatsen. TACK!

1. INLEDNING

1.1 Bakgrund

Företag styrs av människor. Eftersom människor aldrig kan vara helt perfekta, är det därför troligt att fel och misstag ständigt begås inom företag. Människor kan missuppfatta och glömma information och händelser, ljuga eller se till sitt eget bästa snarare än till andras eller företagets. Ibland bryter människor mot normer och värderingar för hur företag och människor bör agera, och handlar således i viss bemärkelse oetiskt. Handlandet kan vara mycket oetiskt, lite oetiskt eller någonstans däremellan. Vissa oetiska handlingar upptäcks aldrig, andra märks av den närmsta omgivningen, medan vissa oetiska handlingar kan belysas i media.

Oetiskt handlande som inte uppmärksammas behöver inte vara negativt, åtminstone inte på kort sikt. Om det oetiska handlandet däremot blir belyst av media kan det föra med sig konsekvenser. Under hösten har vi sett hur nytillsatta politiker avgått till följd av opinionsbildning kring handlingar som av allmänheten uppfattats som omoraliska. En aktuell fråga är vilka konsekvenser som kan bli gällande för ett företag till följd av medial belysning av oetiskt handlande. Stockholms stad meddelade nyligen att de beslutat att inte längre köpa kinesisk sten om inte leverantören kan visa att stenarbetarnas arbetsmiljö är säker och hälsosam (SvD 2006-11-23). Jurister i organisationen International Commission of Jurists i Genève är i färd med att ta fram en ny internationell lag som ska stoppa företag som bryter mot mänskliga rättigheter (SvD 2006-11-16). Företaget G & L Beijers rykte anses ha äventyrats sedan produktionen i ett av deras dotterbolag hårt kritiserats av både Arbetsmiljöverket och allmänheten. Tre misstänkta miljöbrott utreds av åklagare, men koncernchefen liknar det hela vid ”en storm i ett vattenglas” (Veckans Affärer 2006-11-16).

Ett flertal forskare har behandlat relationen mellan etiskt handlande och företagets vinst (se t.ex. Robin & Reidenbach 1989; Smith 1990). Zetlin (1991) (i Rao & Hamilton 1996) finner att vinsten i 15 Fortune 500 bolag som haft skriftliga etiska principer i över 20 år växte två gånger snabbare under en 30 års period än resterande bolag. Stoffman (1991) redogör för en studie av 60 kanadensiska bolag. Företag som värderas högst inom sin bransch för sitt etiska och sociala ansvar, baserat på faktorer så som relationen till anställda och kunder, miljöprotektion och produktsäkerhet, uppvisar stark lönsamhet på lång sikt. Smiths (1992) (i Rao & Hamilton 1996) undersökning av Salomon Brothers visar att förtroendekapitalet reflekteras i den gällande aktiekursen. Även Torabzadeh, Davidson och Assar (1989) har undersökt företagets anseende och kommit fram till att det är direkt relaterat till framgång.

Vad gäller mindre önskvärda nyheter menar Schwartz (1988) att de överlag leder till sjunkande aktiekurser. Rea (2006) anser dock att företagets aktiekurs är ett otillräckligt mätinstrument för att avgöra huruvida ett företag påverkas av negativ publicitet. Istället har

han undersökt hur trade discounts¹ påverkas av bristande information från ett företag det råder osäkerhet kring. Hans resultat är att trots att oljebolaget Talisman Energy ständigt genererade vinst över förväntningarna, köptes och såldes deras aktie med en rabatt på upp till 60 procent på grund av den negativa publiciteten kring bolagets verksamhet i Sudan. Resultaten visar att negativ publicitet påverkar företaget i större utsträckning än vad som visas i aktiekursen. Beträffande korrelationen mellan oetiskt handlande och aktiekursen har Rao och Hamilton (1996) i sin studie kommit fram till att medial belysning av oetiskt handlande påverkar aktieägarna genom att börsvärdet minskas under en längre tid. De har undersökt relationen mellan publicerat oetiskt handlande i amerikanska och multinationella börsnoterade företag och dennes påverkan på aktiekursen. Vid en granskning av oetiskt handlande som rapporterats i Wall Street Journal från 1989 till 1993 drar de slutsatsen att den faktiska aktiekursen för dessa företag var lägre än den förväntade marknadsjusterade avkastningen. Oavsett företagsledningars syn på huruvida etiskt handlande är lönsamt eller inte, anser forskarna att det dock finns en koppling mellan oetiskt handlande och värdet på företagets aktier. En tidigare kvantitativ examensuppsats från Handelshögskolan i Stockholm (Eriksson & Fernström 2001) har undersökt huruvida svenska börsnoterade bolag påverkas av uppmärksammade oetiska handlingar, mätt i förändringar i börsvärdet. Deras slutsats är att marknaden reagerar negativt när en oetisk handling offentliggörs; aktiekursen tycks falla med genomsnitt cirka fem procent den dagen då nyheten publiceras och kursfallet tros vara bestående. Författarna har även utrett möjliga orsaker till förändringen och kommit fram till att en kombination av ekonomiska och etiska faktorer förstärker kursfallet, men att det inte har gått att fastställa vilken utav dessa faktorer som tenderar att ha störst påverkan på resultatet. Torabzadeh, Davidson och Assar (1989) visar i sin studie på negativ aktiekurspåverkan till följd av insiderskandaler. Davidson, Worrell och Lee (1994) har undersökt aktiekursens reaktion på tillkännagivandet av olagliga handlingar i företag och kommit fram till att aktiemarknaden reagerar signifikant på information om mutor, skattelättnader, rapporteringsöverträdelser och förbrytelser mot lagen om offentlig upphandling. Det var också en signifikant negativ reaktion på kungörandet om företagsbrott där företaget tidigare hade varit anklagad för oetiskt handlande.

Utifrån tidigare forskning ser vi således att en medial belysning av oetiskt handlande kan påverka aktiekursen negativt. Dock menar Ählström² att etisk kritik mot börsbolag sällan leder till omedelbar påverkan på aktiekursen (SvD 2006-04-05). Detta styrks av en undersökning av SvD Näringsliv där elva fall med börsbolag som har fått öppen kritik under de senaste fem åren har granskats. Resultatet visar att det inte går att dra några generella slutsatser mellan kritiken mot det oetiska handlandet och påverkan på aktiekursen (SvD 2006-04-05). Således verkar oetiskt handlande kunna påverka aktiekursen, men det

¹ Trade discounts är skillnaden mellan vad ett företags aktie faktiskt köps och säljs för, jämfört med vad analytiker anser att den bör köpas och säljas för, baserat på bolagets fundamentala värde.

² Arbetar i forskargruppen SuRe (Sustainability Research Group) på Handelshögskolan i Stockholm som fokuserar på hållbarhetsfrågor.

behöver inte göra det. Vi är därför intresserade av att undersöka och skapa förståelse för vad det är som kan leda till att aktiekursen påverkas vid oetiskt handlande.

Vad som gör denna studie relevant är först och främst den begränsade forskningen på området, vilket framkommit under våra åtskilliga databassökningar kring aktiekurspåverkan och oetiskt handlande. Flera studier har undersökt *om* aktiekursen påverkas vid oetiskt handlande men undersökningar med den primära avsikten att utreda *varför* aktiekursen påverkas som den gör verkar dock saknas. Frågor kring oetiska handlingars påverkan på företag i allmänhet, och aktiekursen i synnerhet är dock ett aktuellt ämne. Under kursen Sustainable Management som vi har läst på Handelshögskolan i Stockholm under hösten 2006, uppmärksammades svårigheten och komplexiteten för företagen att förstå vilken påverkan etiskt och oetiskt handlande kan få. Stort intresse för dessa frågor finns även hos viktiga aktörer på marknaden. Vi har kommit i kontakt med Hallvarsson & Halvarsson, Sveriges ledande konsultorganisation inom finansiell kommunikation och Amnesty Business Group, som vill kunna argumentera för, och ha belägg för, att företagen bör agera etiskt. Båda har uttryckt ett stort intresse för vårt uppsatsområde och menar att det behövs mer forskning om hur företag påverkas av oetiskt handlande.

1.2 Syfte och frågeställning

Hur företag påverkas av oetiskt handlande är högst aktuellt. Vi vill bidra till svaret genom att undersöka när oetiskt handlande kan tänkas påverka ett företags aktiekurs. Genom att ta reda på hur aktörer på marknaden, främst institutionella investerare, tänker kring aktiekurspåverkan och oetiskt handlande, har vi som mål att komma fram till vad det är som kan leda till att aktiekursen påverkas vid oetiskt handlande. En utgångspunkt är att media har en viktig roll i att belysa det oetiska handlandet.³ Vår frågeställning är således:

Vad är det som kan leda till att ett företags aktiekurs påverkas vid medial belysning av oetiskt handlande?

1.3 Avgränsningar

För att söka förståelse kring oetiska handlingars aktiekurspåverkan skulle en mängd olika aktörer kunna vara tänkbara att intervjua. Vi har dock valt att avgränsa vår studie till att se till tre aktörer: ägare, media och företagen själva. Företag kan handla oetiskt utan att det behöver få några vidare konsekvenser. Vad som troligtvis krävs för att ägare ska reagera på det oetiska handlandet, vilket är en förutsättning för kurspåverkan, är att media informerar om vad som hänt. Således anser vi att de tre aktörerna påverkar och är beroende av varandra.

³ När vi i fortsättningen skriver oetiskt handlande är det således underförstått att det oetiska handlandet har blivit belyst av media.

Vad gäller ägare har vi valt att avgränsa oss till institutionella investerare. Därigenom bortser vi ifrån exempelvis privatpersoner (ofta småsparare). Det hade varit tänkbart att undersöka hur alla typer av ägare tänker och agerar till följd av företagens oetiska handlingen som belyses i media. Vi anser dock att institutionella investerare överlag är mer professionella än privatpersoner och att de därmed kan ge oss mer utvecklade svar och fördjupade analyser kring oetiska handlingars påverkan på aktiekursen. De svenska institutionella investerarna är dessutom den dominerande ägartypen på Stockholmsbörsen, där småspararna endast står för ca 15 procent av ägandet (Wallander 2004). Vidare har vi även valt att endast intervjua svenska institutionella investerare, eftersom de utländska investerarna är mer svårtillgängliga. Dock bör nämnas att vi med svenska institutionella investerare menar de institutioner som gör sina investeringar från Sverige. Exempelvis är ABN Amro en holländsk bank, men de har kontor och personal i Sverige varifrån de gör egna investeringar och analyser av börsbolag.

I uppsatsen använder vi begreppet investerare för att referera till de personer som arbetar i de institutionella investerarna. De intervjuade investerarna har delvis olika yrkesroller, vilket framgår av *Tabell 1* på s. 8, men de har alla gemensamt att de arbetar vid någon finansiell institution som gör investeringar i svenska börsbolag. Det hade varit möjligt att i uppsatsen göra en distinktion mellan exempelvis analytiker och förvaltare. Vi anser dock inte att en sådan uppdelning är relevant för uppsatsen syfte. Däremot gör vi en åtskiljning baserat på om det i investerarnas arbetsuppgifter ingår att vidta ett etiskt perspektiv eller inte. Vi gör således en gruppering mellan investerare utan uttryckt etiskt perspektiv samt investerare med uttryckt etiskt perspektiv.

Från media har vi valt att enbart intervjua ekonomijournalister, eftersom de rapporterar utifrån ett ekonomiskt perspektiv. De har troligtvis bredare ekonomikunskaper än övriga journalister och är mer insatta i hur företag fungerar. Dessutom sker deras rapportering i medier som investerare kan tänkas ta del av. För att få ökad insikt och perspektiv på situationen har vi dessutom genomfört intervjuer med Investor relations (IR) ansvariga på börsbolag som har hamnat i medial belysning av oetiskt handlande.

1.4 Definitioner

Begreppet etik är ett centralt för vår uppsats. Etik utgörs av den norm som är den dominanta i samhället och eftersom det idag finns åtskilliga normer för hur företagen ska agera, torde etiskt och oetiskt handlande kunna definieras olika av olika aktörer (se Carroll & Buchholtz 2003). Vi har därför inte på förhand ställt upp en ram för vad som kan klassas som etiskt respektive oetiskt, utan istället har vi låtit intervjupersonerna avgöra detta utifrån vad de har valt att prata om.

Institutionell investerare är ytterligare ett viktigt begrepp. Idag ägs merparten av företagen av andra företag och organisationer, däribland institutionella investerare som förvaltar

andras pengar (Brodin et al. 2000). Institutionella investerare är således intermediär mellan sina kunder, exempelvis privatpersoner och institutioner, och börsnoterade företag. En institutionell investerare utgörs av personer som förvaltar andras kapital (Hellman 2000). När vi pratar om dessa personer som arbetar i de institutionella investerarna kommer vi att använda oss av samlingsbegreppet investerare. Med begreppet investerare menar vi således inte någon som direkt köper och säljer aktier, även om så kan vara fallet. Istället avser vi de personer som är verksamma på finansiella institutioner som förvaltar andras pengar.

1.5 Disposition

Efter detta inledande kapitel fortsätter vi med *Metod* där beskrivning av metoden vi valt att basera vår studie på återges. Dessutom redogör vi för val av intervjupersoner, hur intervjuerna har gått till, samt för en diskussion kring studiens trovärdighet. Därefter följer *Teori* som inleds med den teoretiska utgångspunkten som ligger till grund för uppsatsen där begreppet etik och företagens sociala ansvar behandlas. Sedan följer den teoretiska referensramen där vi redogör för teorier kring främst institutionella investerares beteende men även kriskommunikation. Därpå presenteras i *Empiri* en tematisk uppdelning av det insamlade materialet där återkommande teman som framträtt i intervjuerna främst beaktas. Uppsatsen fortsätter därefter med *Analys* där det insamlade materialet analyseras med utgångspunkt i den uppställda teoretiska referensramen, för att slutligen mynna ut i *Slutsats och diskussion* där vi besvarar vår frågeställning. Vi lyfter även blicken och reflekterar över våra slutsatser, framför styrkor och svagheter med studien samt ger förslag på fortsatt forskning. Efter *Källförteckning* återfinns *Appendix 1* där korta beskrivningar av företags oetiska handlande som används i empirin beskrivs.

2. METOD

I detta kapitel redogör vi för den vetenskapliga metod vi har valt att basera vår studie på. Först presenteras valet av ansats och angreppssätt. Därefter redogör vi för valen av intervjupersoner. Sedan följer en presentation av vårt praktiska tillvägagångssätt för empiriinsamlingen, varefter studiens trovärdighet slutligen diskuteras.

2.1 En kvalitativ studie med abduktion som angreppssätt

Uppsatsens syfte är att komma fram till vad som kan leda till att ett företags aktiekurs påverkas vid oetiskt handlande. Vi är intresserade av aktörers tankar kring relationen mellan företagets aktiekurs och oetiskt handlande. För att uppnå detta undersökande syfte lämpar sig en fokuserad kvalitativ ansats bäst, då den syftar till att få en djupare förståelse av det som studeras (se Holme & Solvang 1997). Vi utgår även ifrån ett socialkonstruktivistiskt synsätt baserat på subjektivitet och där insikten om samhället och dess kontext kontinuerligt konstrueras genom sociala interaktioner. Objektiva beskrivningar av verkligheten kan därför inte ges, utan det är i människors samspel verkligheten skapas och återskapas (Sandberg 1999). Varje enskild individ skapar sin egen sanning, men likväl kan individer samtycka kring gemensamma sanningar genom inbördes subjektivitet (Jackson & Carter 2000). Vi har i denna uppsats valt att inte se omständigheter som exogent givna, utan utforskar istället intervjupersonernas uppfattningar av hur de tänker kring olika företeelser. Vi betraktar inte intervjupersonernas tankar som den enda sanningen, utan snarare som tolkningar av, och åsikter om, hur de upplever verkligheten. Utgångspunkten i uppsatsen är således intervjupersonernas egna tankar om vad som kan leda till att en aktiekurs påverkas vid oetiskt handlande och vi kommer speciellt att beakta återkommande teman som har framträtt i intervjuerna.

Som förklarings- och förståelseansats har vi valt abduktion och reflekterande tolkning. Abduktion kan ses som en blandning mellan de två grundläggande ansatserna induktion och deduktion. Vid en induktiv ansats undersöker forskaren en företeelse relativt förutsättningslöst, i syfte att finna mönster som kan ge förklaringar och en djupare förståelse för det studerade. Författaren har således inte på förhand ställt upp en teoretisk referensram, hypoteser eller antaganden som hävdar en viss förklaring till den specifika företeelsen, vilket däremot är fallet vid en deduktiv ansats. Vid deduktiv ansats används teorierna för att rationalisera sig fram till svar på sina frågor och forskaren utgår från teorier som man vill pröva, bekräfta eller avvisa på vissa data (se t.ex. Rienecker & Stray Jørgensen 2002; Alvesson & Sköldberg 1994). Abduktion medför följaktligen att det empiriska mönstret utvecklas successivt samtidigt som teorin utvecklas och justeras, vilket innebär att både empiri och teori omtolkas och analyseras i ljuset av varandra (Alvesson & Sköldberg 1994). Detta är även väl förenligt med vårt tillvägagångssätt.

2.2 Genomförande av studien

Studien bygger på kvalitativa intervjuer med investerare, ekonomijournalister samt IR-ansvariga. För att i inledningsskedet få en bild av företeelsen vi ska undersöka, har tre expertintervjuer genomförts. Dessa syftade till att erhålla ökad kunskap om varför aktiekurser kan påverkas av företags oetiska handlande. Dels har vi intervjuat projektledaren från Amnesty Business Group, dels har två intervjuer genomförts på konsultbolaget Hallvarsson & Halvarsson. Där intervjuades en seniorkonsult med konsultprofil inom CSR⁴ samt en seniorpartner med fokus på strategisk kommunikationsrådgivning och kris-kommunikation. Vidare har vi även läst affärspress för att få ökad kunskap kring medial belysning av oetiskt handlande i företag.

2.2.1 Val av intervjupersoner

Som nämnts tidigare har vi valt att i denna uppsats fokusera på tre aktörer på marknaden, där den ena kan delas in i två grupper. Således har personer med följande yrkesroll intervjuats:

- ◆ Investerare utan uttryckt etiskt perspektiv
- ◆ Investerare med uttryckt etiskt perspektiv
- ◆ Ekonomijournalister
- ◆ IR-ansvariga

Eftersom uppsatsen fokuserar på hur främst institutionella investerare uppfattar oetiskt handlande och när de anser att det kan komma att påverka aktiekursen, är drygt hälften av de intervjuade personerna investerare⁵. För att få en mer fördjupad förståelse för hur investerare ser på oetiskt handlande hade vi för avsikt att intervjua lika många investerare med uttryckt etiskt perspektiv som utan. En av investerarna utan uttryckt etiskt perspektiv lämnade dock återbud i sista sekund, varvid det blev en intervju mindre i den gruppen. Det är i huvudsak tillträde till intervjupersonerna som har styrt vårt urval. Vi inledde sökandet av intervjupersoner genom att kontakta de stora bankerna. Efter många telefonsamtal, hänvisningar och rekommendationer kom vi sedan i kontakt med de slutliga intervjupersonerna. Intervjuer genomfördes parallellt som vi bokade in flera intervjuer och inbokningarna avslutade när vi kände att vi hade fått grepp om området och då vi märkte att många intervjusvar återkom. I *Tabell 1* återfinns personerna vi har intervjuat under hösten 2006, samt vilket yrke de har.

⁴ Corporate Social Responsibility. För förklaring av begreppet, se s. 12.

⁵ Två av de intervjuade investerarna med uttryckt etiskt perspektiv är inte institutionella investerare i egentlig bemärkelse. Dock har båda stor insikt i dessa frågor eftersom de är kunder till institutionella investerare och de blev båda rekommenderade till oss av andra investerare, varvid vi väljer att klassificera dem så som vi gör.

Tabell 1 Sammanställning och gruppering av intervjupersoner

<i>Företag</i>	<i>Yrkesroll</i>	<i>Namn</i>
Investerare utan uttryckt etiskt perspektiv		
ABN Amro	Fondförvaltare	Gunnar Lindberg
Banco Fonder (del av ABN Amro)	Fondförvaltare	Johan Lindström
Handelsbanken Capital Markets	Tradingchef	Niklas Granat
Robur (del av Swedbank)	Aktieanalytiker	Peter Abelin
SEB Asset Management	Analyschef	Martin Guri
Öhman Fondkommission	Aktieanalytiker	Rolf Karp
Investerare med uttryckt etiskt perspektiv		
Banco Fonder (del av ABN Amro)	Etikanalytiker	Viktor Andersson
DnB Nor Asset Management	SRI ⁶ -analytiker ^A	Allan Emanuelsson
DnB Nor Asset Management	SRI-analytiker ^B	Pär Löfving
Folksam	Ansvarig för ägarfrågor	Carina Lundberg
Robur (del av Swedbank)	Miljö- och etikanalytiker	Anna Nilsson
Sjunde AP-fonden	VD	Peter Norman
Svenska kyrkan	Finansiell controller	Bengt Karlsson
Ekonomijournalister⁷		
Affärsvärlden	Reporter	Andreas Cervenka
Affärsvärlden	Redaktör	Calle Froste
Dagens Nyheter	Börskrönikör	Pia Gripenberg
Näringsliv24	Reporter	Anna-Karin Storwall
SvD Näringsliv	Reporter	Sara Larsson
Veckans Affärer	Reporter	Cecilia Aronsson
IR-ansvariga⁸		
ABB	Informationsdirektör	Ingalill Östman
ABB	IR-ansvarig	Ingalill Hedström
Clas Ohlson	Koncerncontroller	Jan Skarner
Hennes & Mauritz	IR-ansvarig	Nils Vinge
Nobel Biocare	IR-ansvarig	Gunilla Ekholtz

Vid kvalitativ forskning menar Rubin och Rubin (1995) att valet av intervjupersoner är av stor vikt. Personer som väljs bör ha god kunskap om det studerade området, vara intresserade av att prata om ämnet samt representera olika perspektiv. Eftersom samtliga intervjupersoner har arbetsuppgifter där de kommer i kontakt med frågor rörande oetiskt handlande och aktiekursen, anser vi att de har god kunskap om området vi studerar. Vidare förutsätter vi att de personer som tackat ja till att ställa upp på intervju även är intresserade av att prata om ämnet. Slutligen anser vi att olika perspektiv har täckts in i studien i och med de olika aktörerna som intervjuats.

⁶ Social Responsible Investor.

⁷ För att hänvisa till den grupp av personer som är intervjuade från media väljer vi att använda den bredare termen *ekonomijournalist* vilket täcker in samtliga yrkesbeskrivningar som intervjupersonerna har.

⁸ Samtliga intervjupersoner från företagen har till uppgift att informera och kommunicera med institutionella investerare, varvid vi väljer att benämna denna grupp som *IR-ansvariga* även om vissa personer går under en annan titel.

2.2.2 Genomförande av intervjuerna

Vid två av intervjuerna närvarade två representanter från företaget med liknande arbetsuppgifter och således har totalt 22 intervjuer genomförts med 24 intervjupersoner, varav tolv har ägt rum vid enskilda möten, åtta har skett över telefon samt två har genomförts skriftligen via e-post. Samtliga intervjuer har varit semistrukturerade, där förutbestämda områden vi vill behandla har legat till grund och använts som mall för vidare diskussion under intervjuerna (se Rubin & Rubin 1995; Merriam 1994). Intervjupersonerna har i stor utsträckning fått prata fritt varvid intervjuerna till viss del har utvecklats på olika sätt beroende på vad personerna har valt att prata om. De skriftliga intervjuerna har genomförts som en enkät med öppna frågor, distribuerade via e-post (se Kylén 1994). Samtliga intervjuer har dock berört följande frågeområden:

- ◆ Personens arbetsuppgifter
- ◆ Faktorer som generellt påverkar aktiekursen
- ◆ Faktorer som generellt inte påverkar aktiekursen
- ◆ Faktorer som styr köp- och säljbeslut
- ◆ Oetiska handlingars påverkan på aktiekursen
- ◆ Exemplifieringar av olika etiska skandaler som drabbat börsföretag
- ◆ Bedömningar av framtidsförväntningar och ekonomiska konsekvenser vid oetiskt handlande
- ◆ Betydelsen av ledningens hantering av händelsen
- ◆ Medias roll och inflytande

Intervjuerna som har ägt rum vid enskilt möte har varat 50 till 90 minuter, med en genomsnittlig intervjutid på cirka en timme. Alla intervjuer har skett i mötesrum på respektive företag, förutom två som genomförts på café. Båda uppsatsförfattarna har närvarat vid samtliga av dessa intervjuer och det har således varit möjligt att dela upp arbetsuppgifterna mellan oss. En av oss har under samtliga intervjuer haft huvudansvaret för att ställa frågor och den andra har haft huvudansvaret för att anteckna på datorn. Samtliga intervjuer har även spelats in för att i efterhand kunna återgå till vad som sagts.

Intervjuerna som har genomförts över telefon varade i genomsnitt 30 minuter. På grund av tekniska begränsningar kunde endast en person genomföra dessa intervjuer. Således var det en och samma person som ställde frågor och antecknade.

Samtliga intervjuade förutom fyra personer har ingenting emot att bli citerade i uppsatsen. Svaren från personerna som vill vara anonyma har dock inkorporerats med de övriga intervju svaren där så varit möjligt. Samtliga intervjupersoner ställde sig positiva till att bli kontaktade vid kompletterande följdfrågor eller förtydliganden.

2.3 Studiens trovärdighet

Validitet och reliabilitet används ofta för att bedöma en studies trovärdighet. Rubin och Rubin (1995) anser dock att dessa begrepp lämpar sig bättre för bedömning av kvantitativa studier och att kvalitativa studiers trovärdighet snarare bör bedömas utifrån transparens, överensstämmelse och kommunicerbarhet. För att läsaren ska uppfatta studien som *transparent* är det viktigt att grundligt beskriva hur man har gått tillväga vid empiriinsamlingen. Vi har därför noga redogjort för intervjuernas genomförande, samt beskrivit vilka områden som behandlats under intervjuerna. För ökad transparens rekommenderas det dessutom att använda många levande citat för att göra intervjupersonernas tankar mer tydliga för läsaren. Detta har vi även tagit fasta på. För att uppnå *överensstämmelse* är det viktigt att reda ut motsägelser. Vi har därför under intervjuerna försökt att ställa ytterligare frågor när vi upplevt att något varit motsägelsefullt. Nästan samtliga intervjuade har i inledningsskedet av intervjun gett svar som man hade kunnat förvänta sig från en person med en sådan yrkesroll. Under intervjuens gång har vi dock försökt att tränga djupare i syfte att få reda på vad personen verkligen tycker och tänker. Vidare har vi även vid behov ställt följdfrågor och bett om konkreta exempel för att inte missuppfatta intervjupersonerna. Dock har vi under intervjuerna inte haft kunskap kring alla de exempel om företags oetiska handlande som omnämnts. Därmed har vi haft begränsade möjligheter att ställa fördjupningsfrågor som hade kunnat hjälpa oss att ytterligare förstå intervjupersonens åsikter. Samtliga intervjupersoner har stått till förfogande för komplettering av intervjusvar om vi ansett något vara oklart. Tyvärr har vi inte utnyttjat denna möjlighet till fullo då vi ansett oss redan ha ett överflöd av empirimaterial. I redogörelsen av empirin har vi valt att beakta återkommande teman från intervjuerna, men vi har även försökt skildra de avvikelser som har framkommit. För *kommunicerbarhet* är det viktigt att intervjupersonerna kan känna igen sig i redogörelserna. Vi har därför låtit samtliga intervjupersoner som omnämns i empirin få ta del av materialet för att godkänna att vi har uppfattat och tolkat det dem sa under intervjun på rätt sätt. Intervjupersonerna har dock endast tagit del av deras intervjusvar och därmed har de inte blivit insatta i den kontext i empirin där deras svar återfinns. Kommunicerbarhet innebär även att läsaren ska kunna förstå redogörelserna. Vi har därför låtit personer som inte är bekanta med studien läsa igenom den för att påpeka brister i redogörelserna.

3. TEORI

I detta kapitel presenteras det teoretiska ramverket för studien. Kapitlet inleds med en redogörelse för etik och CSR som en framväxande norm i samhället. Detta kommer dock inte ligga till grund för analysen, utan verkar endast som teoretisk utgångspunkt. Därefter presenteras den teoretiska referensramen för studien, vilket främst utgörs av teorier kring institutionella investerars analyser och beteende. Vidare redogörs även för teorier om företagsledningens agerande och kommunikation.

3.1 Teoretisk utgångspunkt

3.1.1 Etik

Etik kan definieras som en uppsättning moraliska principer och värderingar som påverkar beteendet (Carroll & Buchholtz 2003). Ett etiskt beteende är vad som i ett visst sammanhang är accepterat som bra och rätt, till skillnad från dåligt och fel. För individen innebär det att agera förenligt med ens personliga värderingar och de allmänt hållna värderingarna i organisationen och samhället (Sims 2003). Individens föreställningar av det relativa värdet, nyttan, eller betydelsen av en viss idé reflekterar således vad individen anser vara viktigt. En individs värderingar formar dennes etik (Carroll & Buchholtz 2003).

Termerna etik och moral används ofta synonymt i vardagsspråket. Etik är dock reflektionen som föregår de handlingar och ställningstaganden som utgör moralen, vilken kan betraktas som värderingar av vad som är ett korrekt uppförande (Collste 1996). Eftersom begreppen etik och moral är så snarlika (jmf Carroll & Buchholtz 2003; Sims 2003), kommer vi att använda dem omväxlande för att hänvisa till granskningen av ärlighet och rättvisa samt rätt och fel beteende i företag. Mot bakgrund av vad etik är, handlar företagsetik således om bra och dåligt, eller rätt och fel, beteende inom en företagskontext (Sims 2003). Etiskt beteende i företag kan definieras som *"behavior that is consistent with the principles, norms, and standards of business practice that have been agreed upon by society"* (Treviño & Nelson 1999, s. 15). Carroll & Buchholtz (2003) hävdar att företagsetik under de senaste årtiondena har kommit att bli en betydande utmaning för företagen världen över.

3.1.2 CSR - en utbredande norm i samhället

Åtskilliga normer tävlar om att fastställa vilka standarder företags beteende ska jämföras med (Carroll & Buchholtz 2003). Löhman och Steinholtz (2003) menar att dagens företag står inför en rad nya utmaningar, bland annat genom den värdeförskjutning från materiella till immateriella värderingar som har skett på senare tid. Företagen ska idag inte enbart nå ekonomisk lönsamhet, som traditionellt motsvarar aktieägarnas förväntningar. De förväntas även möta konsumenters behov och erbjuda goda arbetsförhållanden för de anställda (Belfrage 2003). Till det kan även läggas förväntan på att företagen ska ta ökat socialt ansvar, vilket i allt större utsträckning har kommit att efterfrågas av allt ifrån konsumenter

till aktörer på finansmarknaden (se t.ex. Brytting 2005; Borglund 2006; Horn af Rantzien 2003; Löhman & Steinholtz 2003)⁹.

Det finns många begrepp som alla utgår från principen att företagens ansvarsområde sträcker sig utöver det att maximera den ekonomiska vinsten för deras ägare, där i bland corporate social responsiveness, corporate social performance och corporate citizenship. För att prata om företagens relation till samhället har vi dock valt att genomgående använda begreppet *corporate social responsibility* (CSR), eller som det kallas på svenska: *företagens sociala ansvar*. Detta är det vanligaste och mest använda begreppet (se t.ex. Löhman & Steinholtz 2003). Den svenska översättningen av CSR anser vi dock vara aningens missvisande. Det kan uppfattas som att företagens ansvar enbart är kopplade till sociala aspekter, och inte till miljön eller samhället i stort. Mot bakgrund i det kanske begreppet samhällsansvar skulle vara en tydligare översättning. Emellertid bortser den översättningen från just det sociala ansvaret som företagen bland annat har mot sina anställda. Löhman och Steinholtz (2003) hävdar att ordet "social" i CSR troligtvis inte kommer att överleva, och att det istället kommer att handla om corporate responsibility, dvs företagens ansvar. Eftersom ett begreppsskifte ännu inte fått fäste, kommer vi att fortsättningsvis benämna CSR med företagens sociala ansvar, vilket även är vad som används av EU (KOM (2002) 347 slutlig).

Det finns ett flertal definitioner av CSR (se t.ex. Wood 1991; Carroll 1979). Davis (1973) menar att företagens sociala ansvar börjar där lagen slutar; ett företag är inte ansvarsfullt enbart genom att rätta sig efter lagen, eftersom det är vad varje god medborgare ska göra. CSR går således utöver ett företags ekonomiska, tekniska och lagstadgade ansvar. Davis menar därför att det är ett företags skyldighet att kombinera samhällsnytta med den traditionella ekonomiska vinsten som företaget eftersträvar. Därför anser han att företag i sina beslutsprocesser bör använda ett vidare perspektiv och utvärdera vilka effekter de möjliga besluten får för samhället i stort. Davids syn av CSR liknar även EU-kommissionens definition av CSR, vilken är: "*ett begrepp som innebär att företagen på frivillig grund integrerar sociala och miljömässiga hänsyn i sin verksamhet och i sin samverkan med intressenterna*" (KOM (2002) 347 slutlig). Detta är även den definition som vi har i åtanke när vi tänker på företagens sociala ansvar.

Intressenter eller *stakeholders* är ett centralt begrepp inom CSR (se t.ex. Löhman & Steinholtz 2003; Carroll 1991). Både Wood (1991) och Carroll (1999) använder sig av Freemans intressentperspektiv när de söker svaret på vem företagen ska vara ansvarsfulla mot. Freemans (1984) definition av intressenter är "*groups and individuals who can affect, or are affected by, the achievement of an organization's mission*" (s. 52). Enligt intressentperspektivet är företagen mer än ett verktyg för att generera maximal avkastning till

⁹ Tankarna kring CSR är dock inte nya, utan det uppmärksammades redan på 1950-talet (Bowen 1953; Wood 1957). Svedberg Nilsson (2003) menar därför att dagens fokus kring företagens ansvarsområde är en återkommande trend, snarare än en ny.

aktieägarna, vilket är kärnan i aktieägarperspektivet, s.k. *shareholder perspective*. Friedman (1962) hävdar att företagen är till för aktieägarnas intresse och att företagets enda sociala ansvar är att maximera sin vinst. Clarkson (1995) menar att Friedman väljer att tolka samhällsfrågor och samhällsansvar som något som inte rör företagen och deras ansvar. Som så många neoklassiska ekonomer skiljer därför Friedman företagen från samhället, vilket gör det möjligt för honom att upprätthålla att "*the business of business is business*" (i Clarkson 1995, s. 103). Clarkson hävdar vidare att företag i allmänhet självfallet inte kan hållas ansvariga att hantera alla samhällsfrågor, utan företagen bör definiera och anta ansvarsområden och åtaganden som är viktiga för deras primära intressenter.

Samhället skapar värderingar och förväntningar på hur företag ska agera. När dessa förväntningar inte uppfylls och det sker ett brott mot vedertagna normer, upplevs en konflikt. Situationer där olika värderingar står i konflikt mot varandra utgör således ett etiskt dilemma (Treviño & Nelson 1999). Oetiskt handlande definieras därför som ett handlande som utgör ett hot mot företagets rykte, som har en skadlig effekt på andra och som är antingen olagligt eller moraliskt oacceptabelt av den stora massan (Jones 1991; Belfrage 2003). Eftersom företagets sociala ansvar kan definieras olika av olika intressent- och samhällsgrupper är det troligt att oetiskt handlande i företagen därmed inte uppfattas likadant av dessa grupper. Det är därför viktigt att företagen definierar vilka som är deras viktigaste intressenter och tar reda på vilka krav just de ställer på företaget (Larsson 2003; Carroll & Buchholtz 2003).

3.2 Teoretisk referensram

3.2.1 Institutionella investerare

Ett företags aktiekurs påverkas genom förändringar i utbud och efterfrågan. Förhållandet däremellan är i sin tur resultatet av en interaktion mellan en mängd aktörer med olika placeringsmotiv, placeringsalternativ, framtidsförväntningar och analysmetoder (Runsten 2004). Enligt Grinblatt, Titman och Wermers (1995) har institutionella investerare blivit mer aktiva med sina placeringar, vilket resulterat i att de påverkar svängningarna på aktiemarknaden i högre utsträckning. Johansson och Modén (1997) menar att makrochocker, sådant som påverkar hela aktiemarknaden, har störst betydelse för aktiekursens utveckling.

De vanligaste typerna av institutionella investerare är aktiefonder, hedgefonder¹⁰, livförsäkringsbolag, pensionsfonder och försäkringsbolag. De tre senare agerar mera långsiktigt än aktiefonderna och hedgefonderna, enligt Davis och Steil (2001). Aktiefondernas kortsiktighet är något som även som framgår i Brodin et al. (2000). De anser att pensionsfonderna är mer långsiktiga och upplever ett mindre tryck från sina sparare, medan försäkringsbolagen hamnar däremellan. Samtidigt som det finns skillnader mellan olika

¹⁰ Fond som avviker från den traditionella aktiefonden. Hedgefonden har större frihet eftersom den inte jämförs mot index, utan den har istället absolut avkastningskrav.

typer av institutionella investerare menar Davis och Steil (2001) att de har de mycket gemensamt. De reducerar risk genom diversifiering och portföljtänkande och de strävar även efter att investera på stora likvida börser. De vill även förvalta ett stort kapital för att dra nytta av stordriftsfördelar, som exempelvis förbättrad förhandlingsmakt, lägre transaktionskostnader till följd av att handla stora volymer samt bättre samordning av interna kostnader.

De institutionella investerarna är finansiellt inriktade, vilket innebär att ägaransvaret begränsas till de finansiella målen. Den här investerargruppen är därmed finansiella kravställare (Brodin et al. 2000). Modern finansiell teori menar att målet för företagen är att maximera avkastningen till aktieägarna (Copeland, Weston & Shastri 1992). Detta innebär i sin tur att deras kundens, dvs. fondspararnas, avkastning maximeras. När fondspararna är nöjda med avkastningen kan de bli villiga att investera mer pengar hos den institutionella investeraren, vilket ökar ersättningen till fondförvaltarna. Brodin et al. (2000) nämner att fondspararna inte är en homogen grupp, där de som sparar i vanliga aktiefonder är mer lätttröliga än exempelvis kunderna hos livförsäkringsbolag, vilket resulterar i att fondspararna till stor del påverkar fondförvaltarens agerande. De berättar vidare att finansiell avkastning, snarare än personligt engagemang för verksamheten, har betydelse för fondspararna.

Brodin et al. (2000) skriver att det institutionella ägandet har medfört att relationen mellan ägare och företag har blivit mindre konkret. Styrningen av företagen sker idag på avstånd från företaget, där de styrande delvis har andra perspektiv än inom företaget. Ett av dessa perspektiv är tidsperspektivet. Enligt Hellman (2000) pågår det en debatt kring huruvida institutionella investerare främjar kortsiktighet. Det anses att kortsiktigt tänkande hindrar företagsledare från att investera inom långsiktigt nödvändiga områden, såsom exempelvis forskning och utveckling. Hellman (2000) redogör för flera studier som visar att investerare fokuserar på kortsiktig finansiell avkastning. Enligt Manne (1965) bedöms företagsledares prestationer utifrån dennes förmåga att värdemaximera utifrån aktieägarnas perspektiv. Först när ägarna får en maximal avkastning på sin investering är de nöjda. Långsiktiga satsningar som inte bidrar till detta mål, uppskattas således inte av ägarna och företagsledaren bortser därmed ifrån dessa för att inte riskera att bli utbytt på grund av en fallande aktiekurs. Hellman (2000) menar att investerares kortsiktighet kan komma av kraven och pressen på de institutionella investerarna som präglas av medias skildringar av dem och deras avkastning. För att stimulera ett mer långsiktigt investerarperspektiv anser han att denna press på investerarna bör minska, genom exempelvis en mindre medial uppmärksamhet kring en fonds avkastning. Foster (1986) redogör för att kapitalmarknadens aktörer inte är så kortsiktiga, och att de vid prissättning av aktier tar hänsyn till hur vinsten förväntas utvecklas i ett flerårsperspektiv, snarare än bara innevarande kvartal. Bushee (1998) anser att ökat institutionellt ägande minskar det kortsiktiga beteendet i ledningen. Dock verkar det till stor del bero på den institutionella investerarens placeringshorisont, där en längre placeringshorisont tenderar att minska det kortsiktiga beteendet.

Hedlund et al. (1985) anser att institutionella investerare inte agerar aktivt eftersom de har mindre makt och vilja att använda en röstmässig styrkeposition för att påverka företagets utveckling. Brodin et al. (2000) nämner att detta beteende kommer av att institutionella investerare ser på ett innehav ur ett finansiellt perspektiv. Tillskillnad från mer långsiktiga aktörer, som exempelvis investmentbolag¹¹, industriella ägare¹², familjer och staten, som arbetar för att påverka företagets verksamhet och inriktning, utnyttjar institutionella investerare istället aktiemarknadens volatilitet för att erhålla en god avkastning på sitt innehav. Bengtsson (2005) anser att aktiv ägarstyrning minskar risken för oetiskt handlande i bolag. Han menar att negativ publicitet till följd av oetiskt handlande upplevs som ett problem och att oetiskt handlande därför kan hämma avkastningen i bolaget. Ur investerares perspektiv anses de etiska investeringarna dock vara en kostnad, antingen direkt genom längre och dyrare investeringsprocesser, eller indirekt genom att de måste exkludera bolaget trots att de kanske hade givit en högre avkastning och bidragit till en bättre diversifiering i portföljen.

Malkiel (1990) presenterar fyra strategier för hur institutionella investerare kan bli framgångsrika. Den första strategin handlar om att välja aktier som har chans att prestera en vinsttillväxt över genomsnittet under åtminstone de kommande fem åren. Den andra strategin går ut på att aldrig köpa en aktie för mera än vad som är motiverat utifrån det fundamentala värdet på bolaget. Den tredje strategin är att köpa aktier i bolag som investerarna gillar, som har ett bra rykte och som sticker ut i mängden på något sätt. Den fjärde, och sista, strategin går ut på att handla så lite som möjligt. Han menar att investerare bör *"ride the winners and sell the losers"*.

3.2.2 Företagsvärdering genom fundamental analys

Gemensam nämnare och fokus i de flesta aktievärderingsmodeller är förväntat finansiellt värdeskapande i form av framtida lönsamhet och tillväxt samt avkastningskrav (Malkiel 1990). Såväl Francis et al. (2000) som Runsten (1998) identifierar i sina studier att förväntad vinst till stor del kan förklara hur aktiekurser utvecklas, dock något mindre i högkonjunktur. Även Runsten (2004) hävdar att aktiekursen styrs av framtidsförväntningarna på bolaget, men nämner prognososäkerheten som en central faktor. Eftersom framtiden är osäker måste den prognostiseras. Koller, Goedhart och Wessels (2005) redogör för en stegmodell som kan användas vid prognostisering av framtiden. Första steget är att analysera historisk finansiell data, ofta hämtad från årsredovisningar. Utifrån denna analys sker sedan en uppskattning av framtida intäkter. Därefter sker en genomgång av balansräkningen, varvid en analys och prognos görs på investerat kapital och vilande tillgångar. Investeringsfonderna prognostiseras även på samma sätt. Till sist räknas avkastningen på investerat kapital ut samt det fria kassaflödet. Genom att gå igenom de här stegen menar

¹¹ Bolag som har som filosofi att äga och investera i andra bolag på lång sikt.

¹² Företag som bedriver en egen industriell rörelse, men som ibland innehåller en uppsjö företag i en koncernstruktur.

Koller, Goedhart och Wessels (2005) att investeraren gör en bättre bedömning av vad företaget egentligen är värt, dvs. det fundamentala värdet på bolaget. Därmed blir det lättare att se om en aktie är över- eller undervärderad, vilket i sin tur kan påverka ett investeringsbeslut. Hellmans (2000) studie visar att fundamentala faktorer har mer påverkan i samband med köpbeslut än vid säljbeslut. Orsaken till detta är att säljbeslut i högre utsträckning är situationsbetingat, vilket innebär att det ofta är särskilda situationer som stimulerar eller tvingar fram en försäljning av ett innehav. Runsten (2004) nämner dock att om vinstpåverkan är en tillfällig engångsföreteelse bör en sådan nyhet bara påverka aktiekursen marginellt, eftersom påverkan på det fundamentala värdet blir marginell.

Utöver den fundamentala analysen finns även en teknisk analys, vilken bygger på prognostisering av framtida aktiekurs genom historisk information. Malkiel (1990) redogör för den tekniska analysen som innebär att investerare förutser aktiekursens utveckling både på kort och på lång sikt utifrån aktiekursens tidigare utveckling. Han argumenterar dock för att historisk information inte är tillräcklig för att göra en komplett analys av ett bolag.

Davis och Steil (2001) anser att investeringsprocessen är snarklik för alla institutionella investerare. Arnswald (2001) redogör för investerares beslutsprocess vid en investering och betonar att varje investerare har en filosofi kring vilken typ av investeringar som bör göras. Innan en affär genomförs samlar investeraren in information om potentiella investeringsobjekt. Informationen analyseras och först därefter fattas ett beslut. Investeraren gör således en egen bedömning av företagen. Enligt Hellman (2000) gör institutionella investerare även en bransch- och en makroanalys där de även använder information om konkurrenter, kunder och leverantörer. Information från ett företag kan också leda till en revidering av förväntningarna på ett annat bolag i samma bransch. Han menar vidare att finansiella rapporter även används i hög utsträckning.

3.2.3 Informationen

Enligt den effektiva marknadshypotesen (EMH) avspeglar företagets aktiekurs all information som finns tillgänglig kring respektive företag (Fama & Miller 1972). Det finns tre olika nivåer av marknadseffektivitet. Vid svag marknadseffektivitet återspeglas all historisk information i aktiekursen. Halvstark marknadseffektivitet råder när all publik information finns återspeglad i aktiekursen. Den starka marknadseffektiviteten existerar när all information, både publik och privat, finns återspeglad i aktiekursen. Vidare drar Fama och Miller (1972) två slutsatser utifrån EMH. Dels bör aktiekursen reagera snabbt och korrekt när en nyhet kommer ut som kan påverka värderingen av bolaget, dels bör aktiekursen inte påverkas om det inte publiceras någon information kring bolaget. Grundantagandet är att om aktiekursen omedelbart anpassar sig till ny information anses marknaden vara effektiv. Investerare kan således alltid förvänta sig en normal kursavkastning.

Det finns dock vissa invändningar mot EMH. Schwartz (1988) hävdar att investerare inte har tillgång till perfekt information samt att information är kostsam, vilket resulterar i att investerarens förväntningar är heterogena. Eftersom perfekt information aldrig kan uppnås måste informationen värderas. Eftersom varje investerare analyserar informationen enligt hans/hennes tidigare erfarenheter och kunskap, menar Schwartz (1988) att förväntningarna från samma information kan skilja sig åt mellan investerare. Hellman (2002) hävdar att det ofta finns en fördröjning mellan tidpunkten då en finansiell rapport publiceras och tidpunkten för köp- eller säljtransaktionen, vilket således skulle tala emot EMH. Denna fördröjning beror, enligt Hellman (2002), på att den institutionella investeraren vill invänta mer kvalitativ information, långsamma interna rutiner hos den institutionella investeraren samt till sist det faktum att investerare helt enkelt inte hinner med att hantera alla rapporter samtidigt. Tiden det tar att behandla information är också något som Söderlund (1993) diskuterar. Människor har enligt honom en begränsad informationsbehandlingskapacitet, vilket gör att beslut drar ut på tiden. Arnswald (2001) anser dock att fondbörsvärdare agerar snabbt på marknaden. De arbetar nämligen under stark press och även när de är osäkra agerar de handlingskraftigt, ett beteende som drivs av krav från kundernas behov och önskemål om en bra avkastning.

Investeringsstrategi

Davis och Steil (2001) redogör för passiv och aktiv investeringsstrategi. Den aktiva strategin handlar om att handla aktivt på börsen och att byta innehaven emellanåt. Det grundläggande antagandet är att marknaden inte är effektiv genom att marknaden inte tagit hänsyn till all relevant information. De anser att ett större intresse för den passiva strategin ökar möjligheterna för de aktiva förvaltarna att öka sin avkastning genom att marknaden då blir mindre effektiv. De aktiva förvaltarna bidrar till att marknaden blir mer effektiv genom att reagera bättre på nyheter som kan påverka företagets fundamentala värde. Här betyder taktik mer än långsiktiga investeringsstrategier.

Målet med denna passiva strategi är enligt Davis och Steil (2001) istället att följa något index, antingen börsindex, något branschindex eller vissa aktier som har ett särskilt risk/avkastningsförhållande. Här är det grundläggande antagandet att marknaden är effektiv. Avkastningen maximeras därmed om man följer marknaden. Kostnaderna i den passiva strategin minimeras genom att skifta innehav så sällan som möjligt. Här agerar investeraren utifrån långsiktiga investeringsstrategier snarare än kortsiktig taktik. Denna strategi stöds även av Malkiel (1990) som hävdar att det inte går att förutspå hur aktiekursen kommer att utveckla sig förutom på lång sikt. Den som tillämpar en passiv investeringsstrategi tenderar att köpa aktier som utvecklats tillfredställande historiskt, medan bolag som fallit på börsen säljs av. Hellmans (2000) studie visar dock att mer långsiktiga investeringsbeslut sällan påverkas av kortsiktiga kursförändringar. Vidare är historiska vinnare ofta framtidens förlorare och De Bondt och Thaler (1985) tror att även att det motsatta gäller. De har analyserat kursutvecklingar tre till fem år tillbaka i tiden och det

visar sig att investerare litar alldeles för mycket på historisk avkastning snarare än att bedöma potentialen i framtiden.

3.2.4 Psykologiska faktorer

De institutionella investerarna styrs av människor. Dessa människor påverkas av hopp och rädsla i lika stor utsträckning som andra människor. Malkiel (1990) understryker att institutionella investerare inte är datorer som kalkylerar multiplar, utan att de är levande människor som vid aktieaffärer drivs av pengar, spekulationsinstinkt, hopp och rädsla. Han menar att denna påverkan står för ungefär tio procent av hur marknaden styrs. Han ställer sig frågande till huruvida aktiekursen verkligen motsvarar det fundamentala värdet och använder sig av uttrycket luftslott. March och Shapira (1987) tar upp möjligheten att investerarens riskpreferenser är styrda av enskilda individers personliga egenskaper och riskbenägenhet. Hastorf och Isen (1982) nämner att människors mod och känslor påverkar deras beteende. Tversky och Kahneman (1986) har kommit fram till att det sätt som ett problem presenteras på även får påverkan på människors beteende. Vidare understryker de att psykologiska faktorer har betydelse vid investeringsbeslut. Exempelvis anser Bernstein (1996) att investerare ofta fattar investeringsbeslut i tron att de har ett informationsövertag, trots att de egentligen inte vet vem som är motparten, dvs. köpare eller säljare, i transaktionen. Detta resonemang har vidareutvecklats av Daniel, Hirshleifer och Subrahmanyam (1998), som menar att framgångsrika investerare blir självsäkra och därigenom mer aggressiva i sitt investeringsbeteende.

Osäkerhetsreduktion

Hellman (2000) nämner modeföljande som vanligt förekommande bland investerare. Enligt Barberis, Shleifer och Vishny (1998) kan modeföljandet leda till en överreaktion kring en populär aktie som en följd av en serie positiva eller negativa nyheter, samt underreaktioner i samband med publicering av finansiella rapporter i bolag som inte är på modet. Det innebär att oväntade negativa nyheter kring mindre populära bolag inte påverkar aktiekursen i rimlig omfattning. Vidare menar de att ett företag som omnämns mycket i allmänhet av media och som många bevakar därför är mer exponerat och utsatt för oväntade negativa nyheter. Enligt Hong och Stein (1999) tenderar aktiekurser att vara korrelerade med historiska kursuppgångar och kursnedgångar. De Bondt och Thaler (1985) har dock kommit fram till att marknaden överreagerar på historisk utveckling. De menar att en vändning av resultatet i ett bolag som har utvecklats dåligt under en längre tid därför inte upptäcks direkt av marknaden. Shleifer (2000) hävdar att denna underreaktion beror på att investerare ofta tror att vinster är stabilare än vad de faktiskt är.

Hellman (2000) menar att investerares strävan att reducera osäkerhet är en förklaring till fenomenet modeföljande. Ett sätt att reducera osäkerhet är att agera som de andra på aktiemarknaden, och därigenom följa modet. Investerare väljer därför en populär aktie istället för en impopulär aktie eftersom det är lättare att förklara en förlust om alla andra har gjort

samma förlust (Shefrin & Statman 1985). Det som driver detta beteende är enligt Shefrin och Statman (1985) behovet att upprätthålla en bra rykte på marknaden. Ännu ett sätt att reducera osäkerhet är att sprida ut köp- och säljtransaktioner över en längre tid, istället för att göra få transaktioner under en kortare tidsperiod (Hellman 2000).

Keynes (1958) i Schwartz (1988) jämför aktiemarknaden med en skönhetstävling, där jury-medlemmar och domare väljer den individ som de tror att andra kommer att välja, snarare än vem de anser vara bäst och vackrast. Malkiel (1990) hävdar att aktier är som människor såtillvida att vissa aktier har mera attraktiva personligheter än andra. Det finns också tecken på att institutionella investerare ofta agerar i flock (Davis & Steil 2001). Sias och Starks (1997) menar att flockbeteende är vanligt förekommande bland institutionella investerare och att det bland annat är ett sätt för oinformerade investerare att efterlikna bättre informerade investerare. Hellman (2000) nämner att flera forskare har studerat flockbeteendet och anledningar till detta. Några av skälen till varför institutionella investerare dras med i ett sådant beteende menar han vara bland annat press från omgivningen, respekt för opinionen, rädslan för konflikter samt viljan att upprätthålla ett gott rykte och anseende på marknaden.

Hellman (2002) diskuterar hur information kan påverka de förväntningar institutionella investerare har på ett börsbolag. De av företagsledningen publicerade pressreleaser innehållande information om nya beställningar, nya produkter eller förändringar i ledningen, verkar vanligtvis inte påverka eller förändra investerarnas förväntningar. Han menar att det finns flera anledningar till detta. En förklaring är att den informationen som finns i pressreleaserna sällan är tillräckligt komplett, samt att den är för osäker för att uppgifterna ska gå att integrera i analysverktyget. Ännu en orsak är förekomsten av ett överflöd av information kring aktiemarknaden, vilket gör att investeraren inte kan ta del av all information. En tredje och sista orsak är att investerare vill vänta på analytikernas tolkning av pressreleasen. Enligt Barker (1998) är analytiker snabba på att analysera en händelse, vilket uppskattas av investerare. Dock menar han att investerarna samtidigt anser att dessa analyser är mindre trovärdiga än den information som kommer från företagen själva i ett senare skede.

Att försöka undvika att få negativ publicitet menar Hellman (2000) är ytterligare ett sätt att reducera osäkerhet. Investerare vill inte köpa aktier i ett bolag med svårare ekonomiska problem, då det i värsta fall kan leda till konkurs vilket kan skapa negativ publicitet och skadat förtroende för investeraren. Informationsinsamling är också en osäkerhetsreducerande aktivitet, enligt Hellman (2000). Om man som investerare känner en osäkerhet kring något menar han att man bör söka reda på mer information. Vidare tenderar investerare att prioritera trovärdiga källor. Det gäller särskilt icke-offentliga informationskällor såsom personliga kontakter. Fondförvaltarna har också ett behov av att komplettera den kvantitativa fundamentala analysen med mer kvalitativ information från företagsledningen genom exempelvis enskilda samtal. Hellman (2000) menar att det kan leda till att

den institutionella investeraren kan få en bättre bild om vad som är viktigt för just det företags framgång.

3.2.5 Företagsledningens agerande

Företagsledningen är i många sammanhang och ur flera intressentgruppers perspektiv företags ansikte utåt. Ett sätt för företagsledningen att inge förtroende är att uppfylla ägarnas resultatmässiga förväntningar på bolaget. Runsten (2004) hävdar dock: *”För den företagsledning som gärna ser en fortsatt kursuppgång är det med andra ord inte så viktigt att slå marknadens förväntningar för innevarande period, att däremot upprätthålla ett långsiktigt förtroende förefaller desto viktigare.”* (s. 153). Det kräver dock att företagsledningen inte driver upp förväntningarna på bolaget till en nivå som står i kontrast till de faktiska prestationerna internt i företaget. Runsten (2004) menar att det för företagsledningen gäller att ha en bra balans här. Å ena sidan får inte förväntningarna vara för höga, för det kan leda till besvikelser. Å andra sidan verkar aktiekursen styras mycket av företagsledningens förmåga att övertyga om de gynnsamma framtidsutsikterna. Han menar vidare att relationen mellan företagsledningen och investerarna blir nyckelfrågan för kursbildningen, snarare än hanteringen av själva företaget.

Förtroendet påverkas och grundar sig i tidigare erfarenheter. Hedquist (2002) understryker att det är hos mottagaren och inte sändaren som avgörandet om trovärdighet ligger. För att uppnå långsiktig lönsamhet är företagen beroende av omvärldens förtroende, vilket är en kritisk faktor för hög finansiell prestation (se Wheeler & Sillanpää 1998; Greenfield 2004). Det är dock lättare att förlora förtroendet och trovärdigheten än att reparera det. Förtroende skapas relativt långsamt men kan förstöras ögonblickligen av ett enda missöde eller fel. Eftersom förlorad trovärdighet ofta innebär något negativt i ekonomiska termer är det otroligt viktigt för företagen att upprätthålla trovärdighet gentemot sin omvärld (Slovic 1993; Warg 2000). Öppenhet, respekt, ärlighet, sanning och kunskap är faktorer som stärker trovärdigheten. Att framstå som helgjuten är en essentiell del av en organisations trovärdighet (Hedquist 2002). Förtroende är avgörande vid framgångsrik kommunikation och berör generella förväntningar på att budskapet är sant och trovärdigt och att den som kommunicerar visar kompetens och ärlighet genom att ge korrekt och fullständig information (Warg 2000). Greenfield (2004) menar att det är med förtroendet som med luften vi andas: *“When it’s present, nobody really notices. But when it’s absent, everybody does.”* (s. 8). Om centrala intressenter förlorar förtroendet till ett företag hävdar Wood (1991) att legitimiteten kan komma att upphöra, till följd av att intressenter vägrar att utföra sin del av det ömsesidiga utbytet. Resultatet kan bli att kunder slutar köpa produkter, aktieägare säljer sina aktier, anställda undanhåller lojalitet och prestation, staten stoppar bidrag eller inför avgifter: *“If the firm cannot compensate for lost stakeholder benefits, it becomes ‘illegitimate’ and dies”* (Wood 1991, s 697). Även Brytting (2005) poängterar att organisationer endast lever vidare så länge de förmår upprätthålla intressenternas

förväntningar. Han menar att det därför bör vara i organisationers eget intresse att se till sina intressenters förväntningar.

I en krissituation är ledningens agerande och kommunikation oerhört viktiga och kan vara avgörande. Kriser kräver mycket snabb och tidig information eftersom den första beskrivningen av händelsen, både från organisationen och media, har en avgörande betydelse för bilden av krisen och ibland även för det fortsatta krisförloppet (Larsson 2001). Vid kriskommunikation bör ledningen berätta allt och göra det fort (Regester & Larkin 2002). Det som sägs måste framstå som sant och vara kontrollerbart. Misstankar om mörkläggning föder misstro. Genom att säga sådant som verkar till ens nackdel framstår man som ärlig, vilket ger intrycket av att man säger hela sanningen. För att inte bryta ner trovärdigheten är det även viktigt att hålla vad man har lovat. En talare som vid återkommande tillfällen talar sanning bygger upp sin trovärdighet (Hedquist 2002). En aktiv, positiv och konstruktiv inställning kan leda till att organisationen kommer ur krisen med hedern i behåll. Reaktiva metoder och mer eller mindre tomma deklARATIONER skapar dock bara problem (Larsson 2001). Ett företags rykte kan snabbt förändras vid en kris som inte hanteras på ett förståndigt sätt. Ett brutet förtroende är den ödeläggande faktorn i många skandaler (Larsson 2001; Greenfield 2004). Studier har visat att företag som försöker negligera, bortförklara eller gå till angrepp mot kritiker av krisarbetet förlorar (Larsson 2001). Regester och Larkin (2002) skriver att: *"Virtually every crisis contains within itself the seeds of success as well as the roots of failure. Finding, cultivating and harvesting the potential success is the essence of crisis management."* (s. 122). Författarna menar att en dålig krishantering leder till att en dålig situation blir sämre.

4. EMPIRI

Följande kapitel innehåller en tematisk uppdelning av den information som framkommit under intervjuerna angående vad som kan leda till att oetiskt handlande påverkar aktiekursen. Vi börjar med en presentation av hur intervjupersonerna anser att företagsvärdering går till. Därefter presenteras institutionella investerares beteende. Därpå behandlas ekonomiska konsekvenser av det oetiska handlandet. Vidare presenteras företagets kundgrupp och verksamhetsområde. Därefter behandlas medias roll och påverkan och slutligen redogörs det för ledningens agerande och vikten av kommunikation. För en beskrivning av de exempel på företagets oetiska handlande som används i empirin, se Appendix 1.

4.1 Företagsvärdering

Flertalet av de intervjuade menar att aktiekursen speglar förväntningarna på ett bolags framtida vinst. Investerare grundar generellt sina investeringsbeslut på en fundamental värdering av bolaget, vilket utgår ifrån förväntad framtida försäljning och vinstmarginal, diskonterat till ett nuvärde. Tradingchefen på Handelsbanken (SHB) framhäver att aktiekursen grundas på fundamental analys där fundamentala faktorer i bolaget analyseras. Dessa analyser ligger sedan till grund för SHB:s råd och riktlinjer både internt och externt. Ekonomijournalisternas syn på hur företag värderas överensstämmer väl med investerarnas. IR-ansvariga framhåller att institutionella investerare är intresserade av i vilken utsträckning företagen levererar vad de lovar. Samtliga menar därför att kvartalsrapporterna har en enorm kurspåverkan.

4.1.1 Social och miljömässig hänsyn

Under flertalet intervjuer nämns svårigheten att inkludera sociala och miljömässiga aspekter i de fundamentala analyserna. Dessa mjuka faktorer är svåra att kvantifiera och därför svåra att direkt koppla till framtida intäkter och kostnader. Särskilt investerarna menar att värderingsmodellerna inte tar hänsyn till företagets sociala ansvar. *”Analyser från vanliga analytiker har p/e-sjuka [price/equity]. Det är bara strikta ekonomiska tal.”* (Finansiell controller, Svenska Kyrkan). Etikanalytikern på Banco Fonder (Banco) anser att så länge det inte går att kvantifiera dessa aspekter kommer andra faktorer, såsom exempelvis försäljning, alltid vara viktigare vid bolagens värdering än deras miljöarbete. VD:n för Sjunde AP-fonden anser att etiska analyser är försummade i kapitalförvaltningen och menar att det skulle skapas bättre produkter om denna typ av kompetens ökades. Det framkommer att förvaltare arbetar likadant nu som för 20 år sedan, och projektledaren på Amnesty Business Group (ABG) menar att finanssektorn generellt sett är konservativ: *”Många finansdirektörer tänker nog lite att socialt ansvarstagande och etik är flum.”* Vidare menar hon att det är marknads förväntningar som i stor utsträckning sätter resultatet och betonar därför behovet av massmedia, konsumenter och NGOs¹³. Hon

¹³ Non-Governmental Organizations. Exempelvis Amnesty, Greenpeace, Röda korset och Rädda barnen.

understryker att det är först när massmedia belyser oetiskt handlande som det kan komma att påverka företaget och dess aktiekurs.

Miljö- och etikanalytikern på Robur anser att en anledning till att miljömässigt och socialt ansvarstagande inte integreras i de fundamentala finansiella analyserna är det skiftande tidsperspektivet i analyserna. En hållbarhetsanalys med miljömässiga, etiska och sociala frågor fokuserar generellt på medellång eller lång sikt, medan finansiell analys är mer kortsiktig. Överlappning finns dock mellan de två olika analyserna avseende direkta kostnader samt bedömning av omvärlden och bolagsledningen. En annan viktig anledning till att hållbarhetsaspekter inte integreras är att det inte förväntas att en analytiker ska vara insatt i sociala och miljömässiga frågor. Det är inte det som värdesätts bland analytiker. Vidare menar hon att det omvända även gäller eftersom etikanalytiker generellt inte har läst så mycket ekonomi. Detta menar hon leder till bristande gemensamt språk och ömsesidig förståelse. En del investerare med uttryckt etiskt perspektiv menar dock att analytiker beaktar vissa mjuka frågor, men att det inte är lika påtagligt och att de inte pratar om det i samma termer. *”Beaktar man en oljesektor kan man per automatik mycket om miljöfrågor. De flesta analytiker har dessa frågor i bakhuvudet och har en intuitiv fråga i bakhuvudet när [reella] frågor kan påverka aktiekursen.”* (SRI-analytiker^A, DnB Nor).

Investerarna med uttryckt etiskt perspektiv efterlyser en djupare integrering av etiska frågor med utgångspunkt att det ligger ett värde i dessa aspekter. De menar att aktiemarknaden idag missar att beakta värdeskapande aspekter. Många nämner dock att tankarna kring företagens sociala ansvar är ett relativt nytt fenomen. Projektledaren på ABG säger att frågor kring mänskliga rättigheter ligger 10-15 år efter miljöfrågorna: *”Ingen säger nu att miljöskandaler är flum med tanke på de potentiella skadeståndskraven som kan efterfölja en miljöskandal. Ingen skulle idag definiera det som en mullefråga.”* Hon anser emellertid att det går framåt och att sociala aspekter får alltmer uppmärksamhet och betydelse. SRI-analytiker^A på DnB Nor berättar att man idag tittar på hur dessa mjuka faktorer ska kunna integreras och inkluderas på ett strukturellt sätt vid investeringsbesluten. Även de IR-ansvariga poängterar värdet av att arbeta med dessa mjuka faktorer och menar att socialt ansvar har blivit allt viktigare.

Sammanfattning

Den sammantagna bilden är att fundamental analys ligger till grund för företagets aktiekurs. Sociala och miljömässiga aspekter är svåra att kvantifiera och därmed beaktas dem inte i de rådande modellerna. De institutionella investerarna med uttryckt etiskt perspektiv efterfrågar dock en större integration av dessa frågor, men menar att de börjat få allt mer uppmärksamhet

4.2 Institutionella investerares beteende

Såväl intervjuade investerare och journalister antyder att det inte enbart är den fundamentala analysen som ligger till grund för aktiekursens utveckling. Redaktören på Affärsvärlden (AFV) menar att investeringsbedömningar även påverkas av irrationella faktorer som exempelvis psykologi och rykten. Analyschefen på SEB anser att antaganden om framtida påverkan på företaget i mångt och mycket är subjektiva åsikter. Tradingchefen på SHB berättar att det inte finns någon metod för att urskilja framtidsförväntningar på ett bolag: *"Det är någonstans eget omdöme vad man tror. Ingen har ju facit på det. Det är anybody's guess."* Även VD:n för Sjunde AP-fonden menar att finansiella bedömningar är ett förväntningsspel. Oavsett om Lundin Petroleum har agerat oetiskt eller inte, måste en förvaltare göra en bedömning över hur aktiekursen kommer att utvecklas i framtiden. Tror han/hon att många kommer att sälja sitt innehav till följd av *"mycket tjafs i tidningarna"*, menar han att det är dennes uppgift att sälja omgående. VD:n poängterar att agerandet inte har att göra med sakfrågan i sig, utan att beslutet beror på förväntningarna: *"Det kan vara så att vissa människor tycker att det är obehagligt att se Lundin [Petroleum] i tidningarna och därför inte vill ha Lundin [Petroleum] i sin portfölj. Det finns väl rationalitet i det."* Den finansiella controllern i Svenska Kyrkan är inne på samma spår och menar att institutionella investerars agerande blir till självuppfyllande profetior. Förväntningarna på hur aktiekursen kommer att utvecklas styr deras agerande, vilket följaktligen kan komma att påverka aktiekursen.

VD:n på Sjunde AP-fonden anser att etik berör hjärtat och att det i stort handlar om magkänsla. Han menar att det för vissa därför kan vara lättare att investera i alla bolag, istället för att välja bort de oetiska. Under en av intervjuerna framkommer det att investerare har ett förhållande till företag på samma sätt som konsumenter har ett förhållande till varumärken. Företag som sköter sig och som har ett bra rykte behandlas därför annorlunda. Det berättas även att investerare slarvar med analyser i vissa bolag de har förtroende för.

Några analytiker nämner att marknaden kan vidta försiktighetsåtgärder om det råder total osäkerhet efter en skandal. Efter Enronskandalen agerade investerare exempelvis mycket försiktigt. *"Så fort man misstänkte att det kunde finnas liknande situationer blev marknaden nervös."* (Etikanalytiker, Banco). Asbestfrossan som kom i och med asbestskandalen i ABB ledde till att även andra bolag drabbades, däribland Alfa Laval vars aktie sjönk med 20 procent. Under några av intervjuerna framkom det att investerare blir mer försiktiga om det skrivs mycket i media. Fondförvaltaren på Banco menar att man inte vill köpa aktier i ett bolag där det finns osäkerhet: *"Ingen vill äga aktien men någon måste ju göra det. Köptrycket minskar och det finns fler aggressiva säljare än köpare."* Han menar vidare att osäkerheten innebär kursnedgång, vilket man inte vill ha.

Storleken på innehavet påverkar även hur olika institutionella investerare agerar vid oetiskt handlande i ett företag. *"Om det inträffar en skandal som får oss att besluta oss för att sälja så är det inte säkert att vi kan göra det direkt eftersom det kan bli prispåverknings om vi*

vräker ut aktier på marknaden.” (Etikanalytiker, Banco). Vid ett stort innehav är det, enligt fondförvaltaren på Banco, därför viktigt att sälja av på ett icke-kursdrivande sätt och inte under paniksituationer.

4.2.1 Olika investeringsfilosofier

Huruvida investerare bestämmer sig för att avyttra innehavet i ett skandalomsusat bolag eller inte beror i mångt och mycket på investeringsfilosofin. Här inverkar även placeringshorisonten. Hedgefonder har vanligtvis ett kortsiktigt investerande, vilket kan förklara deras generellt mycket aktiva beteende. Tradingchefen på SHB menar därför att de på tradinggolvet inte är så fundamentalt styrda: *”Hedgefonder och vi som sitter och handlar går mer på rykten och momentum på marknaden. ‘Det här låter dåligt [förtydligande: det kommer att få ekonomiska konsekvenser]. Bra då gör vi något nu [dvs. sälja]’.*” Vidare menar han att de även är mer snabbfotade i samband med skandaler eftersom de, tillskillnad från analytiker, inte behöver belägga agerandet med hårda siffror: *”Det som avgör här på golvet är gut feeling. Så är det.”* Om de bestämmer sig för att sälja av ett innehav på grund av förväntningar att det oetiska handlandet kan få ekonomiska konsekvenser som följd, poängterar han dock att de några dagar senare kan komma att köpa tillbaka aktierna om det inte visade sig bli någon påverkan på aktiekursen.

Några av de intervjuade investerarna menar att institutionella investerare med indexförvaltning, där kapitalförvaltarna utvärderas av hur de slår börsindex, inte vågar sälja av aktier som väger tungt i index. Ett företag som inte har så stor vikt i index, som exempelvis Clas Ohlson och Nobel Biocare, kan en fondförvaltare byta ut om oetiskt handlande skulle belysas i något av företagen. Däremot är det inte lika lätt att sälja ett innehav i exempelvis H&M. *”Man tar en mycket stor risk om man säljer alla sina aktier i H&M som väger tungt och man måste då i slutet av året försvara varför man har gjort så när resten av världen tyckte att det där [det oetiska handlandet] var ingenting.”* (Tradingchef, SHB). En strategi med få omflyttningar kan dock, enligt reportern på VA, leda till bra avkastning.

Enligt Miljö- och etikanalytikern på Robur ska det mycket till innan ett innehav i deras Sverigefond, som har indexförvaltning, säljs ut på grund av oetiskt handlande. För miljö- och etikfonderna däremot finns det inskrivet i fondbestämmelserna att Robur ska beakta vissa aspekter och därför måste de sälja innehavet om ett företag har agerat oetiskt och de inte visar tecken att vilja ändra sig. Om det oetiska agerandet däremot inte var systematiskt och företaget tar till sig kritiken på ett trovärdigt sätt behåller Robur sitt innehav. *”Även den bästa kan det ju hända något.”* (Miljö- och etikanalytiker, Robur). Även Banco tar ställning till grad av oetiskt handlande och ledningens agerande. *”I vissa fall kan det räcka med att vi inser att de [företaget] har förstått att de har gjort fel och att de presenterar en trovärdig plan för vad de ska göra åt saken.”* (Etikanalytiker, Banco). En förutsättning är dock att Banco har förtroende för ledningen. Ansvarig för ägarfrågor på Folksam berättar att de skriver en intern rapport om incidenten mot bakgrund av vad som har hänt och hur

ledningen agerar. Den ligger sedan till grund för beslutsunderslaget för hur de bör gå vidare, exempelvis genom försäljning, bevakning eller ägarstyrningsåtgärder.

SRI-analytiker^B på DnB Nor berättar att trenden för institutionella investerare med uttryckt etiskt perspektiv går mot aktiv ägarstyrning, vilket innebär att man vid oetiskt handlande försöker styra företaget på rätt kurs, snarare än att sälja av innehavet. Grundsynen är att man behöver ha kvar aktierna i bolaget om man ska kunna påverka företaget. Miljö- och etikanalytikern på Robur menar att det är skillnad beroende på hur stor ägarandel man har. Hon hävdar att man vid litet innehav måste vara kvar i bolaget som aktiv ägare för att företaget ska lyssna. Om man däremot är en stor institutionell investerare kan man utföra påverkan på företaget oavsett om man äger eller inte. Robur har därför filosofin att göra båda delarna. *”Vi har inte som en del säger att vi måste vara kvar och ha dialog. Ja, visst men sköter de sig inte så vill man inte vara kvar. Vi vill investera i ansvarsfulla företag.”* (Miljö- och etikanalytiker, Robur). Under en av intervjuerna framkom det att det kan finnas viss prestige i agerandet vid oetiskt handlande och att investerare med uttryckt etiskt perspektiv kan välja att agera i syfte att signalera handlingskraft gentemot omvärlden.

Avseende definitionen på etik understryker SRI-analytiker^A på DnB Nor att det inte är dem som bestämmer vad som är etiskt eller oetiskt. Istället är det deras kunders, och framförallt deras institutionella kunders, värderingar och åsikter kring etik som ligger till grund för investeringsbesluten. Även Robur skapar riktlinjer för de etiska fonderna utifrån deras kunders värderingar. Exempelvis har den finansiella kontrollern i Svenska Kyrkan, som har till uppgift att följa upp förvaltarna, ställt upp en policy som investerarna måste följa. Företagen som Svenska Kyrkan investerar i ska ha god finansiell avkastning, de ska vara ansvarfulla, vara medvetna och arbeta för att begränsa de negativa konsekvenser som verksamheten har på miljön, samt åstadkomma nytta för människor och samhället. *”Det måste vara ett schysst shareholder value [aktieägarvärde] utan att det blir en stor nota för intressenter som drabbas.”* (Finansiell controller, Svenska Kyrkan). Enligt VD:n för Sjunde AP-fonden, som i likhet med Svenska Kyrkan låter institutionella investerare förvalta deras pengar, ska dem vara *”bra kapitalförvaltare men med etisk twist.”* Eftersom de agerar på uppdrag av staten, har de beslutat att de inte vill investera i bolag som bryter mot konventioner som staten har skrivit under, som exempelvis FN och ILO¹⁴. Utifrån etiska bedömningar tar de fram en lista på bolag som förvaltarna inte får investera i. Sedan är det förvaltarnas uppgift att göra ekonomiska bedömningar för vilka bolag de ska investera i. Sjunde AP-fonden upprätthåller västerländska rättsprinciper vilket innebär att ett innehav säljs om företaget har agerat oetiskt. Företaget hamnar sedan på listan med bolag som deras institutionella investerare inte får investera i. Den normala utvisningsperioden är fem år, men om bolaget kan visa på att de har gjort ordentliga förbättringsåtgärder prövas det om företaget kan komma tillbaka tidigare.

¹⁴ International Labour Organization.

Sammanfattning

Utöver fundamentala faktorer påverkas institutionella investerares värdering av företagen även av psykologiska faktorer. Aktiekursens påverkan till följd av oetiskt handlande kan till viss del ses som en självuppfyllande profetia, där institutionella investerares förväntningar ligger till grund för deras agerande och därmed blir utfallet som de hade väntat sig. Institutionella investerares beteende får konsekvenser på aktiekursen, och påverkas av bland annat investeringsfilosofi, placeringshorisont, storlek på innehavet samt grad av aktivt ägande.

4.3 Ekonomiska konsekvenser av det oetiska handlandet

Flertalet av de intervjuade investerarna ställer sig frågande till huruvida företagens aktiekurs påverkas av oetiskt handlande, och menar att mycket av det som skrivs i media inte har någon större betydelse. *”Om det bubblar lite för att tidningarna ska ha något att skriva om så påverkar det inte.”* (Tradingchef, SHB). Projektledaren på ABG menar att skandaler påverkar på lång sikt, men att det är svårt att mäta effekterna på kort sikt: *”Det är inte så konkret och snyggt som att aktiekursen dyker och sen att den återhämtar sig när de [företaget] börjar sköta sig.”* Hon anser dock att det blir allt tydligare och att fler börjar se betydelsen av företagens ansvar. Hon framhäver att många företag har börjat inse vilka kostnader som kan komma av bristande ansvar, som exempelvis konsumentbojkott, varumärkesskada, nyckelpersoner som säger upp sig och juridiska processer. Hon poängterar dock att dessa kostnader inte direkt ger utslag på aktiekursen. Nästan alla intervjuade kan ändå ge exempel på företag vars oetiska handlande faktiskt har påverkat aktiekursen. Den gemensamma synen är att det i slutändan alltid handlar om ekonomiska konsekvenser för bolaget för att aktiemarknaden ska agera, oavsett om det går via exempelvis försäljning eller skadestånd. Många ställer sig emellertid frågande till hur stora effekterna egentligen är och framhåller att det är de ekonomiska konsekvenserna i sig som påverkar och inte det oetiska handlandet i sig, vilket enligt vissa är något för de få och små etiska fonderna att bry sig om. *”Vårt jobb är att tolka om det [oetiska handlandet] får ekonomiska konsekvenser. Jag hävdar att fondförvaltare och kapitalismen är sådan att man vill se pengar. Jag tror inte att det finns så stor påverkan som kanske journalister eller världen skulle vilja.”* (Tradingchef, SHB). Den finansiella kontrollern i Svenska Kyrkan poängterar vikten av att fundera på hur shareholder value påverkas av ett oetiskt handlande: *”Förändrar skandalrubrikerna i en tidning något på value drivers? Får det här fundamentala konsekvenser för det värde som företaget har?”*. Han menar att världen är väldigt krass och att det är den finansiella påverkan som har effekt på aktiekursen. Reportern på AFV framhäver att det alltid finns köpare till aktier som säljs av etiska skäl. Även reportern på Veckans Affärer (VA) beskriver aktiemarknaden som ganska kallhamrad: *”Aktieanalytikerna tittar på hur detta faller ut i kronor och ören.”*

Flera av de intervjuade investerarna hävdar att tidsaspekten är en viktig faktor att ta hänsyn till. Ett oetiskt handlande som kan påverka kassaflödet kortsiktigt går lättare att räkna på

och det kan därför slå direkt på aktiekursen. På kort sikt kan det därför vara lättare att härleda oetiska handlingars påverkan på aktiekursen. Dock poängterar några av intervju-personerna svårigheten av att isolera en händelse från en annan och att renodlat säga att det exempelvis var miljöskandalen vid Hallandsåsen som påverkade Skanska. Även rent finansiella aspekter, som en stor beställningsorder, är svår att härleda till direkt kurspåverkan. På lång sikt menar den finansiella kontrollern i Svenska Kyrkan att oetiskt handlande kan leda till ett sönderfall, vilket emellertid är ännu svårare att kvantifiera och härleda till aktiekursen. Han anser att detta långvariga sönderfall är den största risken för företaget, och nämner Lundin Petroleum som exempel: *”På kort sikt kan man ruska av sig kritiken, men på lång sikt kan det bli en röta. Det kan bli svårt att få kompetent personal och leverantörerna kan ställa sig frågande och kanske tycka att det inte är bra att göra affärer med dem.”* Han menar vidare att en skandal blåser över, men om företaget inte kan åtgärda den långvariga rötan är bolaget borta på sikt. För att analysera oetiska handlingars potentiella ekonomiska konsekvenser på sikt menar analyschefen på SEB att man får ta hänsyn till grad och art av händelsen. Man behöver få klart för sig vad som har hänt och vilka konsekvenser det kan få. Han menar att media här har stor betydelse. Om företaget får mycket negativ publicitet kan det leda till negativa konsekvenser på sikt, på grund av att företagets dåliga anseende kan medföra att investerare köper aktier i ett annat bolag istället: *”[Risken för skadat anseende] är för hög för att man ska våga investera i det skandalomsusade företaget.”*

På grund av att investerare ser till de kvantifierbara värdena är det pengavärden som direkt kan påverka aktiekursen på kort sikt. De ekonomiska konsekvenserna som kan uppstå till följd av oetiskt handlande, och som kan påverka aktiekursen på kort eller lång sikt, är främst faktorer som påverkar försäljningen eller som kan leda till skadestånd.

4.3.1 Försäljning

Åtskilliga av de intervjuade menar att aktiekursen kan påverkas negativt vid sjunkande försäljning. Åsikterna går dock isär beträffande när aktiekursen påverkas. Några anser att förväntad minskad försäljning inte påverkar aktiekursen omedelbart utan att det istället får genomslag längre fram i tiden när analytiker ser att försäljningen har börjat sjunka. Andra menar dock att det kan få påverkan direkt på kort sikt. *”Negativa konsumenter ger ingen bra försäljningsprognos och därför påverkar de aktiekursen.”* (Ansvarig för ägarfrågor, Folksam). Istället för att det oetiska handlandet direkt påverkar aktiekursen, blir det en indirekt påverkan genom att försäljningen sjunker, vilket leder till negativa ekonomiska konsekvenser. Analyschefen på SEB anser att värderingen av en aktie sjunker om kunderna förväntas fly från företaget. Han menar vidare att media har en viktig roll för hur stora de ekonomiska konsekvenserna kan komma att bli. Detta med anledning av att konsumenterna formar sin uppfattning om företaget utifrån vad som står i media. Han anser därför att investerarna, kunderna och media lever i symbios med varandra. Miljö- och etikanalytikern på Robur säger att analytiker vid oetiskt handlande bör fundera på om de tror att den

mediala belysningen kan komma att påverka kundernas framtida inköp. Frågan blir här vilken etik kunderna har. Hon menar att kvinnor, enligt rykten, påverkas mer än män och att det kan vara en anledning till att Clas Ohlsons aktiekurs inte har påverkats av kritiken riktad mot dem. Det är således konsumenternas agerande som gör att det oetiska handlandet slutligen slår på aktieägarna. Reportern på AFV tar upp Wal-Mart som exempel: *”Det är ett värsta succéföretag på ett sätt men baksidan är att de är fientliga mot facket och miljön och de betalar ut låga löner till personalen.”* Han menar vidare att detta kan vara bra för aktieägarna, eftersom det sänker kostnaderna, men om konsumenterna inte tycker att företaget agerar riktigt så får det indirekt konsekvenser för aktieägarna. SRI-analytiker^A på DnB Nor nämner att Wal-Mart har svårigheter att erhålla etableringstillstånd i vissa områden i New York, vilket även indirekt skulle kunna påverka aktiekursen.

Samtliga intervjuade är eniga om att ett företags aktie påverkas vid skadat förtroende. En förutsättning för detta är dock enligt flera att det skadade förtroendet påverkar försäljningen. Om det endast är några få konsumenter som bryr sig om vad ICA gör i Indien kommer deras aktiekurs inte att påverkas. Om däremot exempelvis journalister skulle uppmana tillräckligt många konsumenter till bojkott skulle det få konsekvenser på försäljningen och därmed påverka aktiekursen. Redaktören på AFV menar dock att de flesta ändå måste handla mat på ICA, vilket gör att en bojkott kan vara svår att genomföra. Skandia är ett annat exempel som dök upp ett antal gånger under intervjuerna. Samtliga menar att det för dem blev en varumärkesfråga. För Skandia var det inte den egentliga verksamheten som ledde till negativ påverkan på aktiekursen. Istället var det ett tappt förtroende som ledde till att konsumenterna svek, vilket fick påverkan på intjäningen. Reportern på VA menar att detta är det tydligaste exemplet på att dålig moral, såsom girighet och självgodhet, är skadlig på så sätt att den minskar värdet på aktien.

Vad gäller barnarbete menar både investerare och journalister att det naturligtvis kan påverka aktiekursen om skrivelser i media leder till konsumentbojkott. IR-ansvarig på H&M håller med, men menar att H&M aldrig har varit med om att en nyhet om barnarbete har påverkat deras aktiekurs. Emellertid menar han att det är svårt att bevisa vad som påverkar försäljningen, eftersom det är svårt att veta hur försäljningen hade varit om en negativ händelse inte hade belysts av media. Koncerncontrollern på Clas Ohlson hävdar att kritiken som riktats mot företaget hittills inte har påverkat aktiekursen. Han anser att det är skillnad på kritik och händelse, och menar att om det skulle ske en händelse skulle det leda till negativ kurspåverkan. Eftersom företaget vänder sig till konsumenterna anser han att det är viktigt för företaget att jobba med mjuka frågor som etik och miljö: *”Det handlar ytterst om förtroende, om kundernas förtroende, och skulle det ske en skandal skulle försäljningen påverkas eftersom företagets varumärke skulle försämrats och då skulle aktiekursen påverkas.”*

Effektivitetsförlust som sker genom att kritik i media leder till att personalen inte gör sitt bästa är ytterligare en påverkan på försäljningen som har nämnts vid ett fåtal tillfällen under

intervjuerna. Istället för att fokusera på att utföra sitt arbete, pratar de anställda om vad som egentligen har hänt. Organisationen blir därmed mindre effektiv då tiden ägnas åt att lösa problemet snarare än att bedriva verksamheten. Ju allvarigare kris, desto större blir också denna effektivitetsförlust. De intervjuade menar dock att detta är svårt att kvantifiera och direkt härleda till kurspåverkan.

4.3.2 Skadestånd

Samtliga intervjuade anser att känsligheten på aktiekursen blir störst vid direkta ekonomiska konsekvenser. Högre kostnader och skadestånd, vid exempelvis oljespill eller upprepningskostnader, påverkar bolagen och kan därför dra ner aktiekursen. Redaktören på AFV menar att detta kommer av att skadeståndsriskerna blir kritisk även för aktieägarna. Andra intervjuade poängterar samma sak och menar att skadeståndet slår på vinsten då delar av vinstpengarna går till skadeståndet istället för till aktieägarnas vinstutdelning. Ett skadestånd påverkar således bolagets finansiella ställning och därmed dess värde. *"Skandaler som kan få direkt påverkan på value drivers är inte bra."* (Finansiell controller, Svenska Kyrkan). Skadeståndets storlek är dock avgörande för om det kommer påverka aktiekursen eller inte. Var skadeståndet förväntas dömas ut spelar också roll, där ett skadestånd i USA får mycket större konsekvenser för bolaget än i exempelvis Sverige. Skandalerna i Boliden och ABB tar flertalet intervjuade upp som exempel på skandaler som leder till svåra ekonomiska konsekvenser för bolagen. Många menar att asbestskandalen i ABB är ett bra exempel på hur potentiella skadestånd kan pressa aktiekursen under en lång tid. Bolidens gruva i Spanien påverkade också aktiekursen enligt vissa. Nobel Biocare är ett annat exempel som togs upp några gånger under intervjuerna. Reportern på VA menar att företagets aktiekurs inte har drabbats nämnvärt av turerna kring tandimplantatet Nobel Direct, eftersom produkten endast står för några procent av försäljningen. Skulle de dömas till ett stort skadestånd i USA kommer aktiekursen däremot påverkas negativt.

Sammanfattning

Det är de ekonomiska konsekvenserna av ett oetiskt agerande som påverkar aktiekursen negativt. Tidsaspekten har en viktig inverkan, där kvantifierbara belopp får direkt påverkan på kort sikt, medan skadat förtroende hos konsumenterna kan leda till minskad försäljning, vilket är svårare att kvantifiera. På sikt kan det dock påverka resultatet negativt och därmed även aktiekursen indirekt. Det råder delade meningar huruvida minskad försäljning får negativ påverkan på aktiekursen då försäljningen har fallit, eller redan vid förväntning om minskad försäljning.

4.4 Kundgrupp och verksamhetsområde

De flesta intervjuade menar att oetiska handlingars påverkan på aktiekursen till stor del beror på om bolaget har konsumenter eller företag som kunder. Gemensamt hos de intervjuade är synen att konsumentvaruföretag (B2C-företag) är väldigt beroende av

allmänhetens förtroende. Några av de intervjuade är av uppfattningen att kunder kan komma att sluta köpa varor om de inte längre har förtroende för företaget, något som i sin tur påverkar aktiekursen negativt. *”Om alla skulle sluta köpa sina tröjor från H&M skulle det bli katastrof för företaget.”* (Reporter, VA). Många menar att företag är olika riskutsatta, där företag som säljer till konsumenter är mer känsliga för medial belysning. *”För varumärken som vänder sig till konsumenter har vi massmedia som trycker på, så vare sig ett konsumentföretag vill eller inte så måste de arbeta med dessa [miljömässiga och sociala] frågor.”* (Projektledare, ABG). Reportern på VA menar att det avgörande är hur stor konsumenternas makt. Uppfattningen är även att det är lättare att härleda ett oetiskt handlandes påverkan på aktiekursen till ett B2C-företag än till ett business-to-business-företag (B2B-företag). Istället för en eventuell kortsiktig effekt, menar många att oetiskt handlande i B2B-företag snarare kan få en långsiktig effekt, eftersom kunderna vanligtvis innehar långa kontrakt. Här kan det dock finnas olika styrkeförhållanden. Miljö- och etikanalytikern på Robur menar att Volvo kommer att reagera om en av deras underleverantörer agerar oetiskt men att det inte är säkert att underleverantören skulle reagera om det däremot skulle hända något hos Volvo.

Flera av de intervjuade belyser att det i B2B-företag inte främst är produktionsmetoden som är avgörande utan snarare relationen mellan kund och företag. Trovärdighet värderas därför högt. Informationsdirektören på ABB bekräftar detta när hon berättar att det inom deras verksamhet finns jämförelsevis få kunder och att relationerna följaktligen är nära och långsiktiga eftersom kunderna aktivt har valt dem: *”Man är mycket mer lojal. De känner oss och de har en uppfattning om oss. Vi är inte anonyma på samma sätt som ett företag som bara har en logotyp på en chipspåse.”* Reportern på SvD betonar dock att det även inom B2B är människor som gör upphandlingar och att oetiskt handlande därför kan påverka inställningen hos kunderna: *”Ett bolag som är omskrivet som ett fuffensbolag vill man ju inte gärna köpa ifrån. Varför anlita dem när man istället kan köpa från ett bolag med enbart rent mjöl i påsen?”* Var företaget geografiskt har merparten av sin försäljning inverkar också huruvida försäljningen påverkas vid svensk medial belysning av ett oetiskt handlande. Under en av intervjuerna framkommer det att Nobel Biocares försäljning i Sverige troligtvis har påverkats negativt av den mediala belysningen i svensk press. Dock har företaget merparten av försäljningen i utlandet och där har förtroendet för företaget och deras produkter inte raserats.

Etikanalytikern på Banco understryker att det är viktigt att se till vad som är relevant för respektive bransch. Han exemplifierar med Lundin Petroleum och menar att en viktig faktor som är avgörande för värderingen i den branschen är tillgången till oljereserver och koncessionsrätter. Om företaget i det korta loppet bryter mot mänskliga rättigheter och anklagas för skandaler kan de få dåligt rykte hos allmänheten, men det i sig påverkar inte aktiekursen eftersom marknaden fortsätter efterfråga olja. Flera av de intervjuade delar denna åsikt, och menar att det gäller att se vilka frågor som är viktiga för företaget och deras verksamhet. Många menar att aktiekursen påverkas när oetiskt handlande berör

företagets verksamhet. Oljebolag är exempelvis beroende av koncessionsrätter och en nyhet om att ett oljebolag skulle ha mutats till koncessionsrätter kanske däremot skulle påverka aktiekursen. Detta på grund av att det kan bli svårt för bolaget att få liknande tillstånd i framtiden. Skandaler som rör företags viktigaste produkt är också allvarliga på grund av att en stor del av försäljningen därmed riskerar att försvinna. Eftersom oetiskt handlande som är personrelaterat har mindre koppling till företagets verksamhet anses de därför ha mindre kurspåverkan. *”Om man kan se att det är en isolerad grej till en viss person och som inte är relaterat till verksamheten och om man inte tror att de [företaget] har dolt något så lindras konsekvenserna./.../ Till exempel, om en mäklare på en bank förskingrar pengar så påverkar det inte banken i sig.”* (Reporter, AFV).

Sammanfattning

Företagens kundgrupp och verksamhetsområde inverkar på huruvida oetiskt handlande påverkar aktiekursen eller inte. B2C-företag är i hög grad beroende av allmänhetens förtroende och det finns större risk för negativ påverkan av försäljningen till följd av en medial belysning av oetiskt handlande än vad som är fallet för B2B-företag. Långsiktiga kontrakt och nära relationer medför att oetiskt handlande istället kan få en mer långsiktig effekt i B2B-företag. Oavsett vilka kunderna är, är kurspåverkan störst om det oetiska handlandet berör företagets verksamhet.

4.5 Media

Samtliga av de intervjuade investerarna menar att mycket av det som skrivs i media inte har någon vidare påverkan på aktiekursen, och anser att affärspressen till största del är sensationslystna snarare än faktagranskande. Många nämner den inbyggda medielogiken att lansera negativa nyheter, gärna med moraliska undertoner, eftersom det säljer mer. Journalisterna understryker även att negativa nyheter är roligare att skriva, och menar att en bra nyhet ska behandla något oväntat, gärna en konflikt mellan två parter med ett etiskt dilemma. Den ska påverka många människor och inbegripa personer och situationer som läsarna känner till och kan relatera till. Det är exempelvis lättare att väcka uppmärksamhet kring Telia, som fler människor har direkt relation till, än Stora Enso.

Några av de intervjuade investerarna poängterar medias viktiga roll som informationsförmedlare, och menar att ett oetiskt handlande behöver bli uppmärksammat av media för att det ska påverka företaget att agera annorlunda framöver. Meningarna går dock isär beträffande medias påverkan på institutionella investerare. Flertalet investerare berättar att de vid medial belysning av oetiskt handlande försöker få en bild av vad som hänt utifrån olika källor. De intervjuade IR-ansvariga bekräftar att investerare brukar kontakta dem vid mediala skrivelser och menar alla att relationen till institutionella investerare är viktig. Några av investerarna berättar att media självklart är en del av informationsflödet, men att de även söker information från annat håll. Andra investerare hävdar att media inte har så stor påverkan på dem. Seniorpartnern på Hallvarsson & Halvarsson (H&H) anser att media

har en viss inverkan på institutionella investerares agerande. Medias påverkan på institutionella investerare verkar dock vara nära kopplad till vem som skriver och hur denna person skriver, där trovärdigheten i källan är viktig. Tradingschefen på SHB anser att Dow Jones News Wire och Financial Times är två trovärdiga källor och menar att det som skrivs i de tidningarna har väsentligt större påverkan på aktiekursen än exempelvis Dagens Industri. En anledning, enligt honom, kan vara att de två första tidningarna inte skriver kändisskvaller. Börskrönikören på DN anser att affärspressen, som exempelvis Affärsvärlden, har en direkt påverkan på aktiekursen eftersom många investerare läser de tidningarna. Allmänna tidningar däremot riktar sig till den bredare allmänheten och påverkar istället opinionen. Hon menar att aktiekursen därigenom påverkas indirekt genom att till exempel konsumenter avstår från att köpa produkter från det aktuella företaget. Flera journalister påpekar även att media påverkar småsparare i hög utsträckning. Samtliga är dock överens om att småspararna emellertid är de som påverkar aktiekursen minst och att de inte har något betydande inflytande. Några av de intervjuade anser att media är en viktig pådrivare i etikdebatten.

SRI-analytiker^A på DnB Nor menar att aktiekursen kan påverkas kortsiktigt om det blir ett mediadrev av en händelse, men att det inte är vanligt. Under en av intervjuerna framkom att Nobel Biocares aktiekurs inte har utvecklats enligt de faktiska resultat som företaget har genererat. Personen menar att aktiekursen inte har utvecklats i takt med medicinteknikindex, vilket troligtvis hade varit fallet om det inte varit för de mediala skrivierna.

Sammanfattning

Det är tydligt att media har en viktig roll att belysa oetiskt handlande, men meningarna går isär huruvida media påverkar de institutionella investerarna eller inte. Mycket av det som belyses av media har ingen påverkan på aktiekursen utan är snarare kändisskvaller.

4.6 Ledningens agerande

Samtliga intervjuade anser att ledningens agerande är enormt betydelsefullt vid medial belysning av oetiskt handlande. De intervjuade investerarna anser att ledningens agerande och hur de kommunicerar har en avgörande betydelse för hur de själva tar ställning till den mediala belysningen av det oetiska handlandet. Ansvarig för ägarfrågor på Folksam säger att ledningens agerande är avgörande för hur man ser på ett företags framtidsförväntningar när en skandal uppstår. Aktiekursens påverkan beror i mångt och mycket därför på hur ledningen agerar efter skandalen. Ledningens agerande påverkar i stor utsträckning även hur länge aktiekursen kommer att vara påverkad. *"Visar man att man tar problemen på allvar kan negativ kurspåverkan oftast undvikas."* (Ansvarig för ägarfrågor, Folksam). Tradingschefen på SHB menar att det inte är bra med en ledning som inte är trovärdig eller som det går att lita på. Han säger dock att det är svårt att belägga kortsiktigt, men att det är sådant som kan göra att investerare blir rädda, vilket kan resultera i en större riskpremie på bolaget: *"Folk kanske inte säljer ut alla aktier de har, men man blir lite mer rädd."*

Analytiker kommer kanske inte ändra sin rikt Kurs, men det sätter sig in i psykologin att den här ledningen inte är att lita på.” En långsiktig, pålitlig och stabil ledning som visar handlingskraft ger däremot, enligt flera av de intervjuade, förtroendekapital vilket kan leda till att aktiekursen stiger på sikt. Eftersom aktiekursen speglar framtida förväntningar, och inte historien, är förtroendet A och O. Även IR-ansvariga nämner vikten av att upprätthålla företagets förtroende för investerare och framförallt kunder.

Under några av intervjuerna framkommer det att det är minst lika viktigt hur ett företag hanterar en situation som situationen i sig. En av de intervjuade upplever att Nobel Biocares ledning är obetänksam och att de använder en farlig strategi genom att säga att problemen med Nobel Direct inte existerar. Deras aktiekurs skulle dock kunna påverkas positivt om ledningen börjar hantera problemet på ett förtroendeingivande sätt. Nu anses det istället att aktiekursen kan påverkas negativt av ledningens attityd på grund av ökad osäkerhet kring bolaget. Detta ligger i linje med redaktören på AFV som menar att fondförvaltare inte går in i ett bolag när en skandal har skett om det finns för många oklarheter. Vid medial belysning av oetiskt handlande anses det därför vara viktigt att ledningen tar ansvar och agerar för att lindra konsekvenserna. Reportern på AFV påpekar att någon ledande befattningshavare eventuellt kan behöva avgå och att företaget exempelvis kan komma att behöva kompensera personer eller organisationer som drabbats. Flera av investerarna med uttryckt etiskt perspektiv nämner att ledningens agerande är avgörande för bedömningen av hur bra en placering är. Eftersom de etiska fonderna inte enbart ser till ekonomiska konsekvenser utan även har policys de ska följa, kan de sälja av ett innehav i ett företag som handlat oetiskt om ledningen inte agerar ansvarsfullt.

4.6.1 Kommunikation

Kommunikation är en central del av ledningens agerande. Flera intervjuade är överens om att ledningens kommunikation är avgörande för om aktiekursen kan komma att påverkas vid oetiskt handlande. Seniorpartnern på H&H, med fokus på kommunikationsrådgivning och kriskommunikation, menar att en kris kan uppkomma till följd av missförhållanden, men att den även kan uppstå, och framförallt förstärkas, på grund av bristfällig kommunikation. Således behöver det inte vara det oetiska handlandet i sig som ger upphov till en skandal, utan det kan vara bristande hantering från ledningens sida som orsakar svåra konsekvenser för företaget. *”Om man inte vet hur man specifikt ska kommunicera en olycka så är det lätt att kommunikationen i sig skapar en krissituation men vid skickligt agerande från ledningens sida blir en olycka ingen kris.”* (Seniorpartner, H&H). Många understryker vikten av att ha en krisberedskap eftersom förtroendet för företaget ökar om de agerar på ett seriöst och systematiskt sätt.

Reportern på VA uttrycker betydelsen av ledningens kommunikation enligt följande: *”Ju mer locket på för företaget, desto sämre. Det naturliga när någon säger ‘inga kommentarer’ är att det finns något intressant och oväntat. Det är en vaken journalists*

plikt att tänka på det sättet.”. Även investerare delar denna syn och menar att man blir nyfiken på vad som egentligen har hänt om ledningen sopar händelsen under mattan och väljer att inte kommentera händelsen. *”Tystnad är det sämsta alternativet vid en etisk skandal. Allt från den nivån är bättre.”* (Analyschef, SEB). Under intervjuerna har det framkommit att ledningen i samband med kriskommunikation måste vara ärlig, öppen, rak och tydlig. Det är också viktigt att ledningen signalerar enighet och de får aldrig ljuga eller försöka skyla över. Istället är det bättre att erkänna problemet och visa på en resolut handlingsplan. Seniorpartnern på H&H understryker att det idag är de första minuterna och inte timmarna, vilket tidigare var fallet, som påverkar resten av förloppet. Han menar vidare att allt som påverkar förtroendet kan påverka aktiekursen. Informationsdirektören på ABB anser emellertid att det idag förväntas att företag ska vara öppna och transparenta, och menar att det därför är svårt att säga om aktiekursen påverkas om företagen inte agerar så.

IR-ansvarig på H&M uttrycker att det är extremt viktigt för företaget att ta initiativet till kommunikation om oetiskt handlande skulle belysas i media. Genom att kommunicera en saklig och korrekt bild av vad som inträffat till media och läsare menar han att företaget undviker att hamna i en sådan situation som kanske inte är fel men som blir fel för att den kommuniceras på fel sätt. Denna risk är flera medvetna om: *”Om man bemöter kritik på ett icke-professionellt sätt mediemässigt slår det tillbaka och blir en ännu större cirkel.”* (Koncerncontroller, Clas Ohlson). IR-ansvarig på H&M understryker även vikten av att vara konsekvent och menar att det inte fungerar att stå och säga något och sedan inte göra det. Alla tillfrågade IR-ansvariga nämner under intervjun att allt handlar om förtroende för företaget och att det därför är avgörande hur man som företag agerar både i stort och smått.

4.6.2 Återkommande oetiska handlingar

Flera intervjuade nämner att attityden till ett företag definitivt påverkas om oetiskt handlande återkommer under en längre tid och att det även kan få konsekvenser på aktiekursen. Förutsättningen för att det ska påverka aktiekursen är dock att exempelvis försäljningen påverkas negativt. Redaktören på AFV tar upp Clas Ohlson som ett exempel och menar att media vid flera tillfällen har belyst oetiskt handlande i företaget, men att det inte har påverkat försäljningen och därmed inte aktiekursen. Ytterst sett handlar det således om omvärldens agerande och förtroende för företaget. Om förtroendet sjunker kraftigt äventyras hela verksamheten. Analyschefen på SEB menar att det är svårt för ett företag att bli av med en stämpel som notorisk syndare eftersom förtroendet för ledningen har minskat. Det spelar därför inte någon roll om ledningen säger att misstaget inte ska upprepas. *”Det är aldrig bra om det osar katt om ett företag i längden.”* (Reporter, VA). Har något hänt är det därför viktigt att gå ut med det, vilket Ericsson gjorde med mutmisstankarna. Tradingchefen på SHB menar att misstankarna därför inte har lett till någon skandal för företaget även fast folk är åtalade: *”När det händer så händer det och då går man ut med det och sen har de inte hittat nåt mer. Men skulle de hitta fler mutanklagelser med fler människor inblandade så skulle det var väldigt negativt.”*

Seniorpartnern på H&H anser att många företag tror att kriser fungerar som mässlingen och att de därför inte kan återkomma om företaget en gång har haft en. Genom att inte hantera en kris på ett bra sätt, understryker han dock den ökade risken att den sker igen. Han menar att dessa seriella kriser har klart större effekt på aktiekursen. Några investerare uttrycker den osäkerhet som uppstår när det ständigt kommer ut information om oetiskt handlande i ett företag. Fondförvaltaren på Banco menar att ingen vill ha ett bolag som är belastat på grund av misstänksamhet. Tradingchefen på SHB uttrycker det som att risk-reward för investerare blir för stor och att man inte vill riskera att äga aktier när det nästa vecka kan komma fram ännu värre information. Han poängterar dock att det då är ett ekonomiskt beslut som tas, inte ett etiskt.

Sammanfattning

Vid ett oetiskt handlande som belyses av media är ledningens agerande oerhört viktig för huruvida aktiekursen kommer att påverkas eller inte. Ledningen måste uppvisa trovärdighet och agera på ett sådant sätt att förtroendet inte tar skada. Kommunikation är därför en central del av ledningens agerande. Osäkerhet vid återkommande medial belysning av oetiskt handlande kan även påverka aktiekursen, förutsatt att det påverkar förtroendet.

5. ANALYS

Nedan analyseras empirin utifrån den fastställda teoretiska referensramen för att utreda vad som kan leda till att ett företags aktiekurs påverkas vid medial belysning av oetiskt handlande, och varför. Först skildras två olika orsakerna till aktiekurspåverkan. Därefter presenteras en rad faktorer som kan inverka på investerarens agerande, vilket slutligen påverkar aktiekursen.

5.1. Orsaker till aktiekurspåverkan

5.1.1 Företagsvärdering

På frågan vad som påverkar aktiekursen blev det övervägande svaret från både journalister, IR-ansvariga och investerare att det är fundamentala faktorer som ligger till grund för hur bolag värderas. Denna syn verkar således prägla hela aktiemarknaden, och inte enbart analytikerna, vilket nämns av Malkiels (1990). I fundamental analys beaktas bolagets förväntade finansiella värdeskapande under kommande år. Runsten (2004) redogör dock för problematiken i att dessa förväntningar inte är givna, utan att de måste prognostiseras. I slutändan verkar det således vara prognoser som leder fram till förväntningar kring vinsten som avgör hur bolagen värderas.

Investerarens intresse för siffror och de fundamentala analyserna innebär således att de inte uppmärksammar exempelvis miljömässiga och sociala aspekter, vilka är svåra att kvantifiera. Det framkommer under några intervjuer att investerare som täcker en specifik bransch har kunskap om de frågor som är väsentliga för den verksamheten. Analytiker verkar således mer eller mindre undermedvetet inkludera en viss nivå av svårkvantifierbara aspekter i de fundamentala analyserna, men det verkar inte finnas ett systematiskt sätt att göra detta på. Under intervjuerna framkommer det att denna kunskap dock inte värdesätts hos investerare och att det heller inte förväntas att investerare utan uttryckt etiskt perspektiv ska vara insatta i sociala och miljömässiga frågor. Så länge ett mer etiskt perspektiv inte värdesätts hos dessa investerare, kommer de troligtvis att fortsätta utföra sina fundamentala analyser enligt tidigare mönster. Så länge investerare inte väljer att beakta socialt ansvarstagande med tron att det inte påverkar aktiekursen, kommer det heller inte att påverka aktiekursen. Det blir till ett cirkelresonemang där det ena påverkar det andra. Om det stämmer att företagens sociala ansvar på senare tid i större utsträckning har kommit att högt värderas av samhället, vilket både projektledaren på ABG och flertalet forskare menar, borde investerare så småningom även känna av detta och därmed i större utsträckning försöka beakta dessa faktorer i analyserna. Detta får dock framtiden utvisa.

Runsten (2004) skriver att det är förväntningar om ett bolags långsiktiga utveckling som påverkar aktiekursen mest. Därför påverkar engångsföreteelser som kan isoleras till specifika individer mindre, utifrån det resonemanget. Dock redogör Hellman (2000) för investerarens kortsiktiga fokus. Detta stämmer överens med vad miljö- och etikanalytikern

på Robur berättar. Hon menar att det är investerares kortsiktighet som resulterar i en frånvaro av miljömässiga och sociala faktorer i de fundamentala analyserna, eftersom dessa faktorer generellt får påverkan på medellång eller lång sikt. Eftersom investerare vill ha avkastning på kort sikt beaktas följaktligen inte dessa hållbarhetsaspekter. Enligt Brodin et al. (2000) är institutionella investerare främst finansiella kravställare, och deras personliga engagemang i verksamhetsnära frågor hamnar i skuggan av intresset för finansiell avkastning. Detta borde kunna spå på företagsledningens kortsiktighet i strävan efter kortsiktig vinstutveckling för att tillfredställa investerarna, i enighet med Hellman (2000). Dessa resonemang skulle i så fall tala för att de institutionella investerarna inte har något intresse av socialt ansvarstagande och hållbarhetsaspekter, så länge detta inte kan bevisas påverka avkastningen på kort sikt. Bischee (1998) har i sin studie kommit fram till att institutionella investerare med en lång placeringshorisont kan minska ledningens kortsiktiga beteende, vilket borde öppna upp för satsningar på hållbarhetsområdet. I vår studie visar det sig dock snarare bero på huruvida institutionella investerare har ett uttryckt etiskt perspektiv eller inte, där investerare med etiskt perspektiv arbetar för att företagen ska ta större socialt ansvar.

5.1.2 Ekonomiska konsekvenser eller oetiskt handlande i sig

Institutionella investerare vill troligtvis i likhet med andra företag tillfredställa sina kunder, vilka utgörs av både privatpersoner och institutioner. Eftersom kunderna kan flytta sitt sparande om de inte är nöjda med avkastningen från sin institutionella investerare är det därför viktigt för dem att beakta det kunderna värdesätter samt att uppfylla kundernas förväntningar. Enligt Copeland, Weston och Shastri (1992) strävar företagen efter att maximera avkastningen till sina aktieägare, dvs. de institutionella investerarna. Således är det också troligt att tänka sig att de institutionella investerarnas kunder, dvs. fondspararna, har kommit att förvänta en maximal avkastning på sitt sparande givet den valda risknivån. Detta framkommer även i intervjuerna. För att leverera så hög avkastning som möjligt i fonderna är det därför viktigt att beakta ekonomiska konsekvenser som kan komma att påverka bolagets framtida vinst och därmed värde. Vid oetiskt handlande i ett företag menar majoriteten av de intervjuade att det därför enbart är ekonomiska konsekvenser som kan få påverkan på företagets aktiekurs. Kommer det oetiska handlandet att leda till exempelvis minskad försäljning eller ökade utgifter kommer den framtida vinsten att minska. Detta kommer därmed att minska avkastningen på fonden, vilket inte investeraren vill. Således är det de ekonomiska konsekvenserna till följd av oetiskt handlande som beaktas av majoriteten av investerare och inte det oetiska handlandet i sig.

Under intervjuerna framkommer det dock att det finns en relativt liten, men ändå betydande, kundgrupp som inte enbart värderar avkastning utan som även värdesätter etik i sina placeringar. Sjunde AP-fonden och Svenska kyrkan hör båda till den gruppen kunder som vill förena god avkastning med socialt ansvarstagande. För att kunna ha dessa institutioner som kunder, måste institutionella investerare därför ha fonder med speciella

policys baserade på kundernas etik kring vilket ansvar de anser att företagen ska ta. Dessa fonder styrs således inte enbart av hur det går för företagen rent finansiellt, utan företagens sociala ansvar måste även beaktas. Vid medial belysning av ett företags oetiska handlande är det därför viktigt för dessa fonder att primärt beakta det oetiska handlandet i sig, vilket således står högre än de ekonomiska konsekvenser som kan bli gällande.

Att den övervägande delen av investerarna endast tar hänsyn till ekonomiska konsekvenser av det oetiska handlandet, och inte handlandet i sig, innebär att de måste ställa sig frågan om de tror att det oetiska handlandet kommer att föra med sig ekonomiska konsekvenser. Närmare bestämt, kommer det oetiska handlandet att påverka de befintliga analyserna av företagets värde. Eftersom framtiden vid tidpunkten för den mediala belysningen av det oetiska handlandet inte är säker, måste investerare bedöma vad de tror kommer att ske. För att skapa förväntningar på framtiden tar investerare hjälp av exempelvis prognoser. För att göra en prognos nämner Koller, Goedhart och Wessels (2005) att bland annat framtida intäkter och kassaflöde ska beaktas. Eftersom en medial belysning av ett företags oetiska handlande kan komma att förändra förutsättningarna för företaget, borde det inte vara helt självklart vad som ska tas med i dessa prognoser. Om det är relativt uppenbart att det oetiska handlandet direkt kommer att påverka kassaflödet kortsiktigt, genom exempelvis förväntningar på att skadestånd kommer att dömas ut, går det att i högre utsträckning räkna på de ekonomiska konsekvenserna. Skadeståndets storlek har betydelse, och investerarna beaktar bland annat om skadestånd kan komma att dömas ut i USA eller i övriga världen. Vanligtvis finns det dock en osäkerhet kring framtiden och det är därför inte uppenbart vad som kommer att hända. Således verkar inte antagandena bakom den effektiva marknadshypotesen (EMH) stämma överens med det som framkommit under intervjuerna. Av de tre olika nivåerna av effektivitet som Fama och Miller (1972) redogör för, bör den svaga och den starka nivån direkt kunna förkastas. Investerare har inte enbart tillgång till historisk information, och det är förbjudet enligt lag att utnyttja privat information, s.k. insiderinformation. Således finns bara den halvstarka formen kvar. Om marknaden hade varit halvstark, hade den justerats direkt vid ny publik information. Den osäkerhet kring framtiden som samtliga intervjuade nämner bekräftar att marknaden inte kan anses som effektiv. Schwartz (1988) menar dessutom att information är kostsam och att investerare därför aldrig har tillgång till all information. Vidare menar han att investerares förväntningar därför är heterogena. Även om investerare utgår ifrån en fundamental analys, verkar andra faktorer således inverka på hur prognoserna görs. Detta kan i sin tur leda till att investerare kommer fram till olika förväntningar kring bolagets framtid. Detta resonemang styrks av Schwartz (1988) som menar att investerare aldrig har samma förväntningar. Att det inte enbart är de fundamentala analyserna som ligger till grund för aktiekursens utveckling antyds det även om under intervjuerna. För att förstå vad det är som kan leda till att aktiekursen påverkas vid oetiskt handlande ter det sig väsentligt att undersöka vilka faktorer som kan inverka på investerares prognoser, som sedan används som beslutsunderlag för hur investeraren kommer att agera till följd av det oetiska handlandet.

5.2. Inverkansfaktorer på investerares agerande

5.2.1 Ledningens agerande

Samtliga intervjupersoner påtalar nödvändigheten av förtroende för företagsledningen, vilket även forskarna verkar vara överens om. Runsten (2004) säger till och med att ett långsiktigt förtroende förefaller viktigare för ledningen än att slå marknadens förväntningar för innevarande period. Ledningens relation till investerare verkar således till stor del vara avgörande för hur aktiekursen påverkas. Detta styrks av de intervjuade som menar att ledningens agerande i sig kan påverka om det oetiska handlandet får ekonomiska konsekvenser som följd. Även Larsson (2001) nämner att en aktiv och positiv inställning hos ledningen kan resultera i att de kommer ur krisen med hedern i behåll. Ledningens agerande är dock inte kvantifierbart i de fundamentala analyserna, men det visar sig ändå ha stor inverkan på hur investerarna agerar till följd av medial belysning av oetiskt handlande i ett företag.

Många av de intervjuade menar att de ekonomiska konsekvenserna vanligtvis blir som störst om det oetiska handlandet direkt påverkar företagets verksamhet. Om ledningen dock inte agerar ansvarsfullt, kan förtroendet sjunka, vilket kan leda till att varumärket försämrats med minskad försäljning som resultat. Deras resonemang är i enighet med Brytting (2005) och Wood (1991), som båda menar att det är kritiskt för företagen att upprätthålla intressenternas förväntningar för att kunna leva vidare. Resultatet kan annars vara exempelvis svikande kunder. Att omvärldens förtroende är en kritisk faktor för hög finansiell prestation, vilket hävdas av flertalet forskare, exempelvis Wheeler och Sillanpää (1998), blir därför tydlig eftersom ett tappat förtroende kan föra med sig ekonomiska konsekvenser om det påverkar försäljningen.

Kommunikation

Flera av de intervjuade understryker betydelsen av ledningens kommunikation och agerande vid en medial belysning av oetiskt handlande. Seniorpartnern på H&H betonar att det är de första minuterna som är avgörande för resten av förloppet. Även Larsson (2001) betonar snabb och tidig information som avgörande. För att ledningen ska inge förtroende är det viktigt att kommunicera på ett sant och trovärdigt sätt i en krissituation. De intervjuades åsikter kring ledningens agerande och kommunikation är väl förenliga med forskare som exempelvis Hedquist (2002) som framhåller att trovärdigheten stärks genom att vara öppen och ärlig. Det framgår tydligt från intervjuerna att ledningens agerande i hög grad påverkar om, och hur, media kommer att fortsätta belysa händelsen. En bristfällig kommunikation av oetiskt handlande kan resultera i ett stort mediedrev, även om omvärlden initialt inte ansåg att händelsen var allvarlig. Att otillräcklig krishantering leder till att en dålig situation blir sämre, understryker både flertalet intervjupersoner samt Regester och Larkin (2002). Journalisterna, men även investerarna, framhäver att man blir nyfiken om ledningen säger ”inga kommentarer”. Vid ett sådant agerande skapas en osäkerhet för hur ledningen kommer att agera i framtiden. Har företaget dessutom en

historia av att inte ha agerat ansvarsfullt blir den upplevda osäkerheten ännu större. Osäkerheten kan även förstärkas om det finns risk för upprepat oetiskt handlande.

Under intervjuerna har det framkommit att ledningens agerande och kommunikation inte enbart påverkar om och hur media fortsätter att belysa en händelse, vilket i sin tur påverkar kundernas agerande. Medias belysning påverkar även investerarna indirekt. Malkiels (1990) anser att en del av vinnarstrategin för investerare är att enbart köpa aktier i bolag som har ett bra rykte och som investeraren gillar. Detta skulle delvis kunna förklara de intervjuade investerarnas tankar om att man ogärna köper aktier när det råder osäkerhet kring ett bolag. Ledningens kommunikation och agerande påverkar dock även direkt investerarnas förtroende, där ett minskat förtroende för ledningen ökar den upplevda osäkerheten kring bolaget och dess framtid. Således blir det även svårare att prognostisera förväntningarna kring den framtida vinsten. Tversky och Kahnemans (1986) tankar kring att sättet ett problem presenteras på får inverkan på hur investerare upplever risken och vilken attityd de har till bolaget, kan innebära att investerare upplever negativa signaler från en ledning som inte hanterar en kris bra. Enligt informationsdirektören på ABB är dock öppenhet något som förväntas från företagen. Därmed är det troligt att en ledning som inte är öppen bryter mot normer för hur företag bör agera i en krissituation. Således kan den upplevda osäkerheten därför tänkas bli ännu mer påtaglig för investerarna.

Ledningens agerande får även stora konsekvenser för hur investerare med uttryckt etiskt perspektiv agerar till följd av oetiskt handlande. Dessa investerare ser inte främst till de ekonomiska konsekvenserna utan uppmärksammar det oetiska handlandet i sig. Många investerare med uttryckt etiskt perspektiv strävar efter att påverka företagsledningar där oetiskt handlande förekommer, vilket därför resulterar i aktivt ägande. Enligt Hedlund et al. (1985) har institutionella investerare inte möjlighet till aktivt ägande i så stor utsträckning på grund av deras relativt begränsade ägarandel i bolagen. Vissa investerare med uttryckt etiskt perspektiv hävdar trots allt att enda möjligheten för påverkan, framförallt vid litet innehav, är genom att behålla innehavet. Även Bengtsson (2005) menar att aktivt ägande är en bra strategi. Det borde dock kännas naturligare för dessa investerare med uttryckt etiskt perspektiv att sälja av innehavet, då det signalerar handlingskraft och att oetiskt handlande verkligen inte accepteras. Enligt de intervjuade investerarna med uttryckt etiskt perspektiv förutsätter dock aktivt ägande, och således behållning av innehavet, att det finns ett förtroende för ledningen. Däri ligger även att ledningen ska uppvisa vilja till förbättring. Därmed beaktar dessa investerare inte enbart det oetiska handlandet, utan framförallt också vilket förtroende ledningen inger hos investerarna genom sitt sätt att kommunicera och agera efter den mediala belysningen av det oetiska handlandet.

5.2.2 Osäkerhet

Under intervjuerna har det framkommit att investerare inte är så rationella som de kanske vill ge sken av. Malkiel (1990) belyser att institutionella investerare utgörs av människor

som påverkas av känslor snarare än fakta. Dock menar Malkiel (1990) att känslor endast påverkar investerare till tio procent och att merparten av påverkan därmed kommer från fakta. Andra forskare, bland andra Hastorf och Isen (1982), har också kommit fram till att investerares känslor påverkar deras agerande. Oavsett hur stor påverkan känslorna har, kan de i alla fall sägas påverka investeraren. Vid oetiskt handlande borde således investeraren själv ha inverkan på beslutet kring bolagets framtidsförväntningarna. Tradingchefen på SHB anser att framtidsförväntningar är subjektiva åsikter och att det är investerarnas omdöme som ligger till grund för bedömningen av framtiden. Eftersom människor är olika är även investerare olika. Följaktligen är det rimligt att förmoda att investerares beteende därför skiljer sig åt beroende på hur de upplever och hanterar den osäkerhet som kan komma av en medial belysning av oetiskt handlande.

Vad gäller de fundamentala faktorernas betydelse menar Hellman (2000) att de kan ha större påverkan på köpbeslut än på säljbeslut. Han menar att en försäljning av ett innehav är situationsbetingat snarare än helt styrt av den fundamentala värderingen av bolaget. Således kan en särskild situation, som exempelvis en medial belysning av ett företags oetiska handlande, ge upphov till ett säljbeslut. Under intervjuerna har det även framkommit att investerare kan vilja sälja om ett bolag är mycket omtalat i tidningarna. De understryker dock att det är de fundamentala faktorerna som är avgörande, och menar att det vid oetiskt handlande därför är viktigt att ta hänsyn till grad och art av händelsen samt att få klart för sig vilka konsekvenser som kan bli gällande. Det finns här många viktiga aspekter att ta hänsyn till. Om det oetiska handlandet har skett i ett B2C-företag understryker flertalet intervjuade att det är viktigt att fundera kring vilken etik konsumenterna kan tänkas ha och ta ställning till om det oetiska handlandet bryter mot konsumenternas normer för hur ett ansvarsfullt företag ska agera. Om investeraren inte tror att kunderna kommer reagera, kommer han i prognoserna för bolagets framtid inte att justera för en eventuell sjunkande försäljning. Om investeraren däremot tror att det oetiska handlandet bryter mot kundernas etik, blir nästa fråga att ta ställning till huruvida kunderna vill och/eller kan ändra sitt beteende inför framtida inköp. Det finns dock inget facit på frågorna rörande konsumenternas makt, utan investerarens förväntningar kring framtiden verkar därför baseras på vad han/hon tror kan tänkas hända. Här menar vissa av de intervjuade investerarna och journalisterna att graden av den mediala belysningen spelar roll. Det framkommer att tidningar som riktar sig till allmänheten kan påverka opinionen. Det kanske är därför media gärna väljer att belysa oetiskt handlande i B2C-företag som många läsare känner till och kan relatera till. Ju mer media väljer att skriva om ett oetiskt handlande, desto mer kan kunderna således troligtvis förväntas agera. Om investeraren tror att kunderna kommer att tappa förtroendet för företaget, men att de inte kommer att ändra sina framtida inköp, kommer det oetiska handlandet inte påverka försäljningen. Även om de svenska kunderna skulle ändra sitt köpbeteende till följd av en medial belysning i Sverige, innebär det dock inte per automatik att försäljningen kommer att sjunka markant. Om bolaget exempelvis har merparten av försäljningen i utlandet, behöver den totala

försäljningen nödvändigtvis inte påverkas av det oetiska handlandet och därmed behöver det inte bli några ekonomiska konsekvenser som påverkar aktiekursen.

March och Shapiras (1987) tankar kring att investerares riskpreferenser är styrda av personliga egenskaper och riskbenägenhet skulle till viss del kunna förklara hur investerare hanterar osäkerheten kring ett företags förväntade försäljning. Vissa av de intervjuade investerarna hävdar att en minskad försäljning kan påverka aktiekursen, men understryker att de ska ha sett att försäljningen har börjat sjunka. Dessa investerare vill således se siffror på att konsumenterna har börjat svika. Andra intervjuade menar däremot att aktiekursen kan påverkas om det finns förväntningar på att försäljningen kommer att sjunka. Således är det, enligt dessa investerare, förväntningarna kring konsumenternas reaktion på det oetiska handlandet som indirekt påverkar aktieägarna genom en minskad försäljning.

Informationsinsamling

Det finns olika sätt för investerare att hantera osäkerhet. Wydeveld (1999) har kommit fram till att osäkerhet kan reduceras genom att ignorera information som uppfattas som oönskad eftersom det inte stöder det fattade investeringsbeslutet. Hellman (2000) uppger istället att investerare väljer att hantera osäkerhet genom att söka mer information. Det verkar således finnas olika sätt för investerare att reducera osäkerheten. Många av de intervjuade investerarna hävdar att de vid oetiskt handlande försöker få en bild av vad som inträffat och därför försöker hämta information från olika källor. Således menar flertalet av de intervjuade investerarna att de hanterar osäkerhet genom att ta reda på mer information. Att investerare vänder sig till företagen vid upplevd osäkerhet kring framtiden bekräftas av de intervjuade IR-ansvariga. Troligtvis kontakter investerarna dock inte företagen för minsta lilla notis om oetiskt handlande i tidningarna, eftersom de då inte skulle hinna göra mycket annat. Flertalet intervjuade berättade även att mycket av det som står i tidningarna inte får ekonomiska konsekvenser och antagligen har de heller inte kontaktat företagen vid sådan medial belysning. Någonstans måste investerarna dra gränsen för när de tror att den mediala belysningen kan komma att få ekonomiska konsekvenser och därmed söka mer information från företaget. Det är då troligt att de kommer att avfärda information som de inte anser sig behöva ta ställning till, och därmed skulle det kunna hävdas att investerare i viss mån även ignorerar oönskad information.

Hellmans (2000) resonemang kring att pressreleaser inte är kompletta och att investerare därför kompletterar med andra källor, styrks av de intervjuade investerarna. I enlighet med honom menar flertalet av de intervjuade även att källans uppfattade trovärdighet är avgörande i vilken utsträckning de väljer att ta till sig av informationen. Därför menar de att det inte går att dra media över en kam. De uppger att var informationen står samt vem som skriver och hur personen skriver är avgörande för om källan anses vara trovärdig eller inte. Källornas trovärdighet kan således reducera osäkerheten. Hellman (2000) menar att investerare inte har möjlighet att ta del av all information som finns tillgänglig. Detta är dock inte något som problematiserats under intervjuerna. Möjligen hanterar investerarna

detta informationsöverflöd genom att främst välja information från källor de anser vara trovärdiga, som exempelvis information från företagen själva.

Investeringsfilosofi

Hur investerare agerar vid osäkerhet verkar till viss del även bero på den rådande investeringsfilosofin. Hedgefonder har en kortsiktig placeringshorisont, vilket bidrar till deras snabba agerande vid potentiella ekonomiska konsekvenser. Agerandet skulle kunna jämföras med de självsäkra investerare som Daniel, Hirshleifer och Subrahmanyam (1998) pratar om. Det är troligt att dessa aggressiva investerare emellanåt agerar omdömeslöst, något som dock inte framkommit under intervjuerna. Emellertid är det troligt att aggressiva investeringsbeslut inte är helt genomtänkta. Om det framkommer att investeraren i en hedgefond agerat omdömeslöst, att resten av marknaden inte trodde på ekonomiska konsekvenser och att kursen därmed inte föll, berättar tradingchefen på SHB att det dock bara är att köpa tillbaka aktierna. Följderna av dåligt omdöme hos en investerare i en hedgefond blir därmed inte förödande.

En annan investeringsfilosofi är att handla så lite som möjligt och att göra så få aktie-transaktioner som möjligt, vilket ofta verkar vara fallet vid indexförvaltning. Detta är en vinnarstrategi enligt både Malkiel (1990) och reportern på VA. Arnswald (2001) anser att den starka pressen från kunderna medför att investerare agerar handlingskraftigt vid minsta osäkerhet i syfte att maximera avkastningen till kunderna. Under intervjuerna har det dock framkommit att investerare inte säljer sitt innehav vid minsta osäkerhet. De interna fördröjningsmekanismer som Hellman (2002) redogör för, kan medföra att investerarna inte kan agera så handlingskraftigt som Arnswald (2001) framhäver.

Enligt Hellman (2000) är spridning av köp- och säljtransaktioner över en tidsperiod ytterligare ett sätt att minska osäkerheten. Genom att exempelvis inte sälja allt innehav på samma gång vid oetiskt handlande, kan portföljnehavet anpassas till nya förutsättningar eller utnyttja svängningarna på aktiemarkanden. Detta styrks även av intervjuade investerare som menar att det är viktigt vid stort innehav att sälja på ett icke-kursdrivande sätt. Det antyds även under intervjuerna att investerare ibland väljer att sälja delar av innehavet, vilket troligtvis leder till att osäkerheten reduceras.

Under- och överreaktion

Under intervjuerna har det framkommit att förväntningarna på om det oetiska handlandet kommer att få ekonomiska konsekvenser eller inte i stor utsträckning beror på vilken typ av kunder företaget har. Eftersom kunder är mer lättroliga i B2C-företag är dessa företag känsligare för mediala belysning är B2B-företag, där kunderna vanligtvis innehar långa kontrakt. Vid tidpunkten för den mediala belysningen av det oetiska handlandet är det oavsett kundgrupp inte säkert huruvida försäljningen kommer att påverkas eller inte. Om kunderna sviker ett B2C-företag kommer dock påverkan troligtvis att ske närmare i tiden, än om kunderna sviker ett B2B-företag. Denna tidsdimension kan således innebära att

investerar underreagerar på nyheter om oetiskt handlande i ett B2B-företag, eftersom de möjliga konsekvenserna får påverkan på relativt lång sikt. Det kan därför vara svårt för dem att säga något om framtiden, och därmed är det lättare att inte ändra på framtidsförväntningarna. Således skulle det kunna hävdas att de tror att vinsten är stabilare än vad som faktiskt är fallet, vilket Shleifer (2000) menar är en orsak till att investerar underreagerar på nyheter.

Ytterligare en orsak till att investerar underreagerar på information om oetiskt handlande kan vara att investerar, enligt DeBondt och Thaler (1985), litar alldeles för mycket på historisk avkastning istället för att göra framtidsbedömningar kring ett bolags förväntade vinst. Detta skulle kunna förklara uttalanden av några av de intervjuade investerarna som menar att man kan slarva med analyser av bolag som man har förtroende för och som har ett bra rykte. Om ett bolag tidigare haft en bra avkastning, vilket resulterat i ett starkt förtroende hos investerar, verkar det finnas tendenser att tänka att framtiden kommer att fortsätta på samma sätt. Om det dessutom är ett B2B-företag, där det kan vara svårt att se förhållandevis mer kortsiktiga ekonomiska konsekvenser, torde det resultera i att investerar struntar i att bedöma framtiden i tron att det inte kommer att ske några förändringar.

Barberis, Shleifer och Vishny (1998) nämner att underreaktion även kan ske till följd av att investerar bortser ifrån negativ information om ett bolag som inte är på modet. Modeföljandet innebär att investerar istället överreagerar på information kring bolag som är på modet. Detta är ytterligare en form av osäkerhetsreduktion, där osäkerheten reduceras genom att agera som alla andra. Ett företag det generellt skrivs mycket om i media och som många bevakar, blir därför mer utsatt för oväntade negativa nyheter. Att journalister gärna skriver om en viss typ av företag, vilket framkommit under intervjuerna med journalisterna, leder till att vissa företag, gärna företag som läsaren och allmänheten har en relation till, ofta omnämns i media. Följden blir således att andra företag omnämns mer sällan. Detta kan resultera i att samma företag ständigt uppmärksammas för oetiskt handlande. Meningarna går isär i vilken omfattning investerar påverkas av media. Oavsett vad investerarna berättar kan det dock finnas en undermedveten påverkan. Detta styrks av uttalandet från VD:n på Sjunde AP-fonden om att investerar kan känna obehag om det skrivs mycket om ett bolag de äger aktier i. Överreaktion till följd av modeföljande skulle även kunna förklara kortsiktig aktiekurspåverkan vid mediadrev som SRI-analytiker^A på DnB Nor berättar om.

Flockbeteende

Enligt Shefrin och Statman (1985) har investerar ett behov av att upprätthålla ett bra rykte på marknaden. För detta ter det sig viktigt att leverera det kunderna vill ha, gärna bättre än övriga institutionella investerar på marknaden. Investerar är, som Malkiel (1990) framhäver, människor, vilka drivs av pengar, spekulationsinstinkt, hopp och rädsla vid aktieaffärer. Genom att agera som alla andra investerar borde risken som kommer av

osäkerheten kring framtiden att minska. Investeraren blir troligtvis heller inte uthängd på samma sätt vid en eventuell förlust om övriga institutionella investerare på marknaden även gjort samma förlust. Sias och Starks (1997) påpekar att detta flockbeteende ofta förekommer bland institutionella investerare.

Det är troligt att flockbeteendet kan leda till att investerare ignorerar viktiga faktorer vid analys av ett bolag. Det har framkommit under några intervjuer att organisationer kan bli mindre effektiva till följd av medial belysning av oetiskt handlande, eftersom de anställas tid och energi läggs på att diskutera kring det oetiska handlandet istället för att fokusera på det dagliga arbetet. Om detta pågår under en längre period är det därför troligt att effektivitetsförlusten kommer att leda till ekonomiska konsekvenser, vilket minskar den framtida vinsten. Detta liknar även Woods (1991) resonemang kring att intressenter, exempelvis anställda, kan sluta utföra sin del av det ömsesidiga utbytet, vilket här är undanhållen lojalitet och prestation, om de förlorar förtroendet för företaget. Effektivitetsförlusten är dock svår att kvantifiera, vilket kanske kan leda till att investerare bortser från detta i prognoserna om framtida vinst. Om en investerare vid en medial belysning av oetiskt handlande anser att det kan komma att påverka företagets resultat, kan risken att agera annorlunda än de andra dock göra att denna investerare inte väljer att agera som han initialt hade gjort om han varit ensam. Osäkerhet hanteras således genom att agera som alla andra.

Istället för att göra prognoser om bolagens framtidsförväntningar, menar Keynes (1958) i Schwartz (1988) att investerare istället väljer ut de bolag som de tror att andra investerare kommer att välja. Enligt Hellman (2000) agerar investerare på det sättet på grund av pressen från omgivningen och att de vill upprätthålla ett bra anseende. Det framgår av flertalet intervjuer att investerare med indexförvaltning i stor utsträckning verkar agera i enighet med denna rädsla för konflikt och misslyckande. Att sälja ett innehav i ett företag som väger tungt i börsindex visar sig enligt de intervjuade innebära en stor risk. Därför tittar investerarna troligtvis mycket på varandra för att inte riskera att vara den enda som har sålt ett innehav som väger tungt. Vid oetiskt handlande som kan leda till ekonomiska konsekvenser verkar investerarna tycka att det är bättre att riskera att följa med de andra investerarna i en eventuell lägre avkastning, än att chansa och vara den enda som säljer ett innehav som väger tungt. Risken att gå miste om en eventuell vinst som alla andra kommer få, om det inte visade sig bli några ekonomiska konsekvenser, visar sig väga tyngre.

6. SLUTSATS OCH DISKUSSION

I detta avslutande kapitel redogör vi för vad det är som kan leda till att ett företags aktiekurs påverkas vid medial belysning av oetiskt handlande samt lyfter blicken och reflekterar över vad vi kommit fram till. Vidare för vi en diskussion kring uppsatsens styrkor och svagheter och slutligen ges förslag på fortsatt forskning.

Vår studie talar för att det finns tre huvudförklaringar till vad det är som kan leda till att aktiekursen påverkas vid medial belysning av oetiskt handlande. Dessa tre är ekonomiska konsekvenser, ledningens agerande samt psykologiska faktorer.

Företagens aktiekurs återspeglar förväntningarna på det framtida fundamentala värdet på bolaget. Därför visar det sig vara enbart de ekonomiska konsekvenserna som den övervägande andelen investerare beaktar vid oetiskt handlande. Det oetiska handlandet i sig får därmed inte direkt påverkan på aktiekursen. Då framtiden är osäker måste den prognostiseras, vilket påverkas av ledningens agerande samt psykologiska faktorer.

Ledningens agerande har stor betydelse för den upplevda osäkerheten kring ett bolags framtid. Aktiekursen påverkas därför i hög grad av ledningens agerande och kommunikation till följd av den mediala belysningen av det oetiska handlandet. Om ledningen agerar ansvarsfullt och handlingskraftigt minskar osäkerheten kring bolagets framtid. Aktiekursen påverkas därför troligtvis inte så mycket. Om ledningens agerande och kommunikation däremot anses vara bristfällig, kan det i hög grad påverka aktiekursen. Det påverkar även medias fortsatta belysning av händelsen, vilket kan förändra kundernas förtroende för företaget. Om det tappade förtroendet resulterar i minskad försäljning får det ekonomiska konsekvenser, vilket därmed påverkar investerarnas prognoser om framtiden och således aktiekursen. Utöver ledningens indirekta påverkan på investerare via media och kunder, påverkas investerare även direkt av ledningens agerande genom ömsesidig dialog. Ledningens agerande och kommunikation kan således direkt påverka investerarnas förtroende för ledningen och därmed deras vilja att investera i företaget.

Eftersom investerare är människor påverkas de inte enbart av fakta utan även av känslor. Investerares inställning till företagsledning och ändrade förutsättningar till följd av oetiskt handlande påverkar deras beteende. Ju mer ett företags oetiska handlande omnämns i media, desto mindre vilja har investerarna att äga aktier i företaget. Psykologiska faktorer har således inverkan på aktiekursen vid medial belysning av oetiskt handlande. Dessa faktorer kan dock även motverka det oetiska handlandets påverkan på aktiekursen, genom att investerare gärna agerar i flock samt att de kan ha föreställningen att vinsten är stabilare än vad den faktiskt är.

Oetiskt handlande kan påverka aktiekursen, både på kort och på lång sikt. Dock är det svårt att direkt härleda det oetiska handlandets påverkan på aktiekursen. Bilden av ett företag, som media bidrar till att skapa, påverkar hur intressenter, däribland kunder, leverantörer

och investerare, väljer att förhålla sig till företaget. Detta påverkar i sin tur företagens intjäningsförmåga och förmåga att attrahera investerare, vilket påverkar bolagets resultat och därmed aktiekurs.

6.1 Reflektion

Genom vår kvalitativa ansats kan vi inte mäta effekterna av oetiskt handlande på aktiekursen. Det har heller inte varit vår ambition. Istället har vi utifrån intervjupersonernas svar försökt bidra till att belysa hur företag påverkas av oetiskt handlande genom att komma fram till vad som kan påverka aktiekursen vid oetiskt handlande.

Det är tydligt utifrån vår studie att ledningens agerande har stor betydelse för konsekvensernas omfattning av det oetiska handlandet. Ledningen kan ha haft olika mycket inflytande över det oetiska handlandet som har skett i företaget. När media har valt att belysa händelsen, gäller det för ledningen att kommunicera på ett skickligt sätt, oavsett vem som är skyldig. Intressenter vill även se handling och inte bara prat. För att minimera effekterna på aktiekursen kan man, med det perspektivet som utgångspunkt, hävda att ledningen bör ha varit så lite involverad i det oetiska handlandet som möjligt för att kunna agera på ett förtroendeingivande sätt. Dessutom bör de verka överraskade över vad som hänt och tala öppet och ärligt om händelsen. Därefter måste ledningen på ett trovärdigt sätt övertyga omgivningen om att de kommer att agera snabbt och kraftfullt för att utreda det inträffade samt vidta lämpliga åtgärder för att förhindra återupprepning av det oetiska handlandet.

I samband med medial belysning av oetiskt handlande får ledningen chansen att komma till tals i tryckt och/eller muntlig form. Detta är sanningens ögonblick då några få meningar eller minuter kan påverka hur omvärlden och företagens intressenter väljer att tolka det oetiska handlandet. Dessa minuter eller citat i press kan få långvariga konsekvenser för företagens intressentrelationer och förutsättningarna för dessa. Kommunikationen sker i en kontext präglad av medias vinkling. Ledningen uttalar sig inte i ett isolerat vakuum, utan i en omgivning präglad av journalisternas åsikter och värderingar. Budskapen tolkas dessutom olika beroende på mediekonsumenternas egna värderingar. Trots att själva innehållet i ledningens budskap varit optimalt för att lindra effekterna, kan media göra att intressenter väljer att tolka det på ett, för företaget, mindre optimalt sätt. Media har således en stark påverkan på hur intressenterna tolkar såväl ledningens agerande som det faktiska oetiska handlandet.

Hur media väljer att vinkla ledningens agerande beror, förutom på det oetiska handlandet i sig, även på deras agerande som sådant. Ledningens hantering av den mediala belysningen av det oetiska handlandet kan därmed påverka hur media väljer att vinkla det, samt omfattningen av den fortsatta mediala belysningen. Snabb och ärlig kommunikation kan göra att media blir mindre intresserad av en fortsatt belysning. Ett mindre genomtänkt

agerande, som kan komma av tidspress och brist på information, i kombination med oerfaren mediehantering kan få motsatt effekt. Det är sanningens ögonblick som gäller. Oetiskt handlande som pågått under en längre tid eller åtgärder som tar lång tid innan de får effekt är långsiktiga aktiviteter. Hur intressenter, såsom institutionella investerare, väljer att tolka dessa aktiviteter kan dock bero på detta sanningens ögonblick.

Det verkar således inte vara det oetiska handlandet i sig som har störst betydelse för påverkan på intressentrelationerna. Det behöver heller inte vara de ekonomiska konsekvenserna av det oetiska handlandet som till 100 procent avgör effekterna. Istället verkar det vara ledningens förmåga att kommunicera och agera på ett professionellt och trovärdigt sätt som är den avgörande faktorn för om och hur aktiekursen kommer att påverkas efter ett oetiskt handlande. Det är således inte den faktiska verkligheten som är betydelsefull, utan snarare de externa tolkningarna. Det är den externa legitimiteten som har betydelse. Den i sin tur påverkas av hur ledningen väljer att hantera relationen till media och allmänheten.

Medias betydelse får dock inte överskattas. De institutionella investerarna påverkas visserligen i någon omfattning av mediebilderna men denna intressentgrupp kan direkt kommunicera med företagsledningen vid upplevd ökad osäkerhet. Investerarna gör således egna bedömningar av det inträffade, och de har möjlighet att få en mer fördjupad bild av händelsen genom enskilda samtal med företagsledningen. Ytterligare en anledning som talar för att investerare inte i någon nämnvärd utsträckning påverkas av medias skrivelser kan vara att media och investerare har olika drivkrafter. Investerare hävdar att fakta och ekonomiska konsekvenser är viktigast eftersom det direkt påverkar den finansiella avkastningen, medan media styrs av medielogiken med en förkärlek för skandaler och rykten. Så länge investerare tror sig drivas av fakta och media av rykten kommer dessa ha svårt att mötas. Frågan är dock i vilken utsträckning detta är fallet i praktiken. Det är förmodligen inte socialt accepterat att som investerare prata om att investeringsbeslut på hundratals miljoner kronor är baserade på rykten och känslor. I vår studie har vi dock sett att psykologiska faktorer inverkar på investerarnas agerande och således på aktiekursen. Därmed påverkas investerare troligtvis även av rykten. Det finns följaktligen en särkoppling mellan investerares prat och handling. För media är det viktigt att inge trovärdighet, vilket de gör genom att signalera en mer faktabaserad journalistik än vad som kan vara fallet. Således kan media och investerare mötas och investerare påverkas av medias skildringar och vinklingar i högre utsträckning än vad som framkommit under intervjuerna.

För en företagsledning finns det två sätt att se på etik. Antingen kan de se på etik och socialt ansvarstagande med negativa ögon, och placera området inom företagets konventionella riskhantering. Etik beaktas enbart för att minimera skandaler som kan skada företagets varumärke och därmed börsvärde. Eller så kan de välja ett positivt synsätt som främst handlar om hur de anställda uppfattar sin arbetsgivare. Ett företag med goda

intentioner skapar inte bara bättre motivation och samhörighet i den egna sfären, dvs. anställda, kunder och leverantörer, utan har också lättare att attrahera nya medarbetare. Den stora frågan är om företagen ska se till alla sina intressenter, eller främst gynna sina aktieägare. Företag som inte tar hänsyn till miljön eller mänskliga rättigheter förlorar lätt legitimitet i dagens informationssamhälle. Och utan legitimitet är det svårt att skapa aktievärde.

6.2 Styrkor och svagheter

En liknande frågeställning som vår men genomförd av studenter från exempelvis inriktningen finansiell ekonomi hade troligtvis resulterat i en uppsats med annat angreppssätt och resultat. Med tanke på sin inriktning har de säkerligen en bredare förståelse för finansmarknaden och dess funktion än vad vi har. Istället för att vara en svaghet, anser vi dock att vår bakgrund medför att vi tar oss an frågeställningen på ett annat sätt. Styrkan i uppsatsen blir således att vi kompletterar och vidgar perspektivet. Snarare än att understryka någon aktör eller något fenomen på finansmarknaden understryker vi ledningens avgörande betydelse för om aktiekursen påverkas eller ej vid oetiskt handlande.

Kvantitativt tillvägagångssätt verkar vara den vanliga metoden för att undersöka aktiekursen, vilket syntes tydligt när vi sökte efter tidigare forskning på området. Aktiekursen är kvantitativ, men i vår studie har vi använt oss av en kvalitativ ansats för att undersöka vad som kan påverka aktiekursen. Detta tillvägagångssätt kan därför ses som en svaghet, eftersom vi inte helt och fullt kan säga vad som påverkar aktiekursen och hur de olika faktorerna påverkar varandra. Studien undersöker dock oetiskt handlande, vilket kan förstås i kvalitativa termer snarare än kvantitativa. Därför ansåg vi att en kvalitativ lämpade sig bäst för att utreda vad som kan påverka aktiekursen vid oetiskt handlande. Bristen med de kvantitativa studierna är att de inte kan förklara varför resultatet blir som det blir. De kan komma fram till att aktiekursen påverkas och i vilken utsträckning, men inte varför den påverkas. Här bidrar vår studie genom att redogöra för vad det är som kan leda till att aktiekursen påverkas till följd av medial belysning av oetiskt handlande.

Vår studie bygger på intervjuer med personer som kan anses ha god insyn i vad som påverkar aktiekursen. Dock är endast två av de 24 intervjupersonerna sådana som de facto fattar investeringsbesluten, vilket kan ses som en svaghet. Vi har nästan enbart intervjuat personer som i sin tur påverkar de som fattar köp- och säljbeslut. Våra intervjupersoner, vilka främst består av analytiker, chefer, journalister och IR-ansvariga, har uttalat sig om hur en annan yrkesgrupp agerar. För att i högre utsträckning kunna komma fram till vad som kan leda till att aktiekursen påverkas vid medial belysning av oetiskt handlande skulle representanter från flera typer av institutionella investerare med fördel ha intervjuats. Förutom fler förvaltare av aktiefonder hade personer som fattar investeringsbeslut i exempelvis försäkringsbolag, pensionsbolag och hedgefonder gärna intervjuats.

6.3 Förslag på fortsatt forskning

I denna studie har vi undersökt vad som kan leda till att oetiskt handlande påverkar aktiekursen genom att främst fråga institutionella investerare. För att kunna svara på hur företag påverkas av oetiskt handlande är det dock viktigt att ta reda på hur andra intressenter påverkas av företagets oetiska handlande. Förutom aktieägarna är kunder, leverantörer och anställda viktiga intressenter för företagen att beakta. Här finns således ett flertal uppslag för framtida forskning. En studie om hur anställda mår till följd av medial belysning av oetiskt handlande i företaget de arbetar på skulle bidra till ökad kunskap om hur företag påverkas av oetiskt handlande. Här skulle exempelvis det oetiska handlandets påverkan på arbetsmiljö, arbetsmoral och antal sjukdagar kunna undersökas.

Det är påtagligt att det är svårt att direkt härleda vad som påverkar aktiekursen. Om det är svårt att härleda en stor beställningsorders påverkan på aktiekursen, är det inte konstigt att det är svårt att direkt peka på oetiska handlingars påverkan på aktiekursen. Vi har kommit fram till att det finns ett flertal faktorer som kan leda till att värderingen av ett företag påverkas vid oetiskt handlande. För att i högre utsträckning kunna argumentera för att företag bör ta ökat socialt ansvar skulle det vara värdefullt att genomföra en kvantitativ studie men att använda ett annat måttetal än just aktiekursen. I Reas (2006) undersökning av oljebolaget Talisman Energy använder han sig av discount rate. En kvantitativ studie där företagets discount rate undersöks efter medial belysning av oetiskt handlande skulle således bidra till att få fram belägg för att företag bör handla etiskt.

7. KÄLLFÖRTECKNING

7.1 Böcker

- Alvesson, M. & Sköldberg, K. (1994). *Tolkning och reflektion - vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur.
- Belfrage, E. (2003). "Ökade krav och förväntningar på företaget", i Magnusson, Å (red), *Det globala ansvaret*. Stockholm: Ekerlids, s. 151-160.
- Bernstein, P.L. (1996). *Against the gods - the remarkable story of risk*. New York: Chichester.
- Bowen, H.R. (1953). *Social responsibilities of the businessman*. New York: Harper & Brothers.
- Brodin, B. et al. (2000). *Koncernchefen & ägarna*. Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Brytting, T. (2005). *Företagsetik*. Malmö: Liber Ekonomi.
- Carroll, A.B. & Buchholtz, A.K. (2003). *Business & society: ethics and stakeholder management*. Mason, Ohio: South-Western.
- Collste, G. (1996), *Inledning till etiken*. Lund: Studentlitteratur.
- Copeland, T., Weston, J.F. & Shastri, K. (1992). *Financial Theory and Corporate Policy*, Boston, Mass.: Pearson Addison-Wesley.
- Davis, E. P. & Steil, B. (2001), *Institutional investors*. London: The MIT Press.
- Fama, E.F. & Miller, M.H. (1972). *The Theory of Finance*. Hinsdale: Illinois.
- Foster, G. (1986). *Financial Statement Analysis*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic management - A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Hedlund, G. et al. (1985). *Institutioner som aktieägare - förvaltare? Industrialister? Klippare?* Stockholm: Studieförbundet Näringsliv & samhälle.
- Hedquist, R. (2002). *Trovärdighet - en förutsättning för förtroende*. Stockholm: Styrelsen för psykologiskt försvar.

- Holme, I.M. & Solvang, B.K. (1997). *Forskningsmetodik - om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur.
- Horn af Rantzien, M. (2003). "Företagens sociala ansvar - den internationella utvecklingen i ett svenskt perspektiv", i Magnusson, Å. (red), *Det globala ansvaret*. Stockholm: Ekerlids Förlag, s. 151-160.
- Isen, A.M, Hastorf, A.H (1982), "Some perspectives on cognitive social psychology", i Hastorf, A.H, Isen, A.M (red), *Cognitive Social Psychology*, Elsevier, North-Holland, New York, pp.1-31.
- Jackson, N. & Carter, P. (2000). *Rethinking organizational behaviour*. London: Financial Times.
- Johansson, A. & Modén, K.-M. (1997). *Investment plan revisions and share price volatility*. Stockholm: Konjunkturinstitutet.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons.
- Kylén, J-A. (1994). *Fråga rätt - vid enkäter, intervjuer, observationer, läsning*. Stockholm: Kylén.
- Larsson, L. (2001). *Tillämpad kommunikationsvetenskap*. Lund: Studentlitteratur.
- Larsson, L-O. (2003). "Ansvarsfullt företagande har avgörande betydelse för ett företags värde", i Magnusson, Å (red), *Det globala ansvaret*. Stockholm: Ekerlids, s. 86-101.
- Löhman, O. & Steinholtz, D. (2003). *Det ansvarsfulla företaget - corporate social responsibility i praktiken*. Stockholm: Ekelid.
- Malkiel, B.G. (1990). *A random walk down Wall street - including a life-cycle guide to personal investing*. New York: Norton.
- Merriam, S.B. (1994). *Fallstudien som forskningsmetod*. Studentlitteratur: Lund.
- Regester, M. & Larkin, J. (2002). *Risk issues and crisis management - A casebook of best practise*. London: Kogan Page.
- Rienecker, L. & Stray Jørgensen, P. (2002). *Att skriva en bra uppsats*. Malmö: Liber.

Robin, D.P. & Reidenbach R.E. (1989). *Business ethics - where profits meet value systems*. London: Prentice Hall.

Rubin, H.J & Rubin, I.S. (1995). *Qualitative interviewing - the art of hearing data*. Thousand Oaks: Sage.

Runsten, M. (2004), "Vinst, vinstförväntningar & aktiekursrörelser mot bakgrund av de finansiella styrprocesserna", i Lind, J & Schuster, W. (red.), *Redovisningens teori, praktik & pedagogik - en vänbok till Lars Östman*. Stockholm: Handelshögskolan i Stockholm, s. 119-156.

Sandberg, J. (1999). "Konstruktioner av socialkonstruktionism", i Sjöstrand, S.-E., Sandberg, J. & Tyrstrup, M. (red), *Osynlig företagsledning*. Lund: Studentlitteratur, s. 39-60.

Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets - an introduction to behavioural finance*. Oxford: Oxford University Press.

Sims R.R. (2003). *Ethics and corporate social responsibility - why giants fall*. Westport, Connecticut: Praeger.

Smith, N.C. (1990). *Morality and the market - consumer pressure for corporate accountability*. Routledge: London.

Schwartz, R.A. (1988). *Equity markets - structure, trading and performance*. New York: Harper & Row.

Treviño, L.K. & Nelson, K.A (1999). *Managing business ethics - straight talk about how to do it right*. New York: Wiley.

Wallander, J. (2004). "Om styrning avbolag". i Lind, J. & Schuster, W. (red.), *Redovisningens teori, praktik och pedagogik - en vänbok till Lars Östman*. Stockholm: Handelshögskolan i Stockholm, s. 39-84.

Warg, L-E. (2000). "Tillit och trovärdighet i riskkommunikation", i Lidskog, R., Nhrstedt, S.A. & Warg, L-E (red), *Risker, kommunikation och medier: en forskarantologi*. Lund: Studentlitteratur, s. 49-68.

7.2 Akademiska artiklar

Barberis, N., Shleifer, A. och Vishny, R. (1998), "A model of investment sentiment". *Journal of Financial Economics*. Vol. 49. s. 307-343.

- Barker, R.G. (1998). "The market for information – evidence from finance directors, analysts and fund managers", *Accounting and Business Research*. Vol. 29, Nr 1, s. 3-20.
- Bushee, B.J. (1998). "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior", *Accounting Review*. Vol. 73, Nr 3, s. 305-333.
- Carroll, A.B. (1979). "A three dimensional conceptual model of corporate performance", *The Academy of Management Review*. Vol 4, Nr. 4, s. 497-505.
- Carroll, A.B. (1991). "The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders", *Business Horizons*. Vol. 34, Nr. 4, s. 39-49.
- Carroll, A.B. (1999). "Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct", *Business and Society*. Vol. 38, Nr. 3, s. 268-295.
- Clarkson, M. (1995). "A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance", *The Academy of Management Review*. Vol. 20, Nr. 1, s. 92-117.
- Daniel, K., Hirshleifer, D. & Subrahmanyam, A. (1998). "Investor psychology and security market under- and overreactions", *Journal of Finance*. Vol. 53, Nr. 6, s. 1839-1885.
- Davidson, W.N., Worrell, D.L. & Lee, C. (1994). "Stock market reactions to announced corporate illegalities", *Journal of Business Ethics*, Vol.13, Nr. 12, s. 979-988.
- Davis, K. (1973). "The case for and against business assumption of social responsibilities", *Academy of Management Journal*. Vol. 16, Nr 2, s. 312-322.
- De Bondt, W.F.M. & Thaler, R. (1985). "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance*. Vol. 40, Nr. 3, s. 793-805.
- Greenfield, W.M. (2004). "Attention to people and principles is key to corporate governance and ethics", *Employment Relations Today*. Vol. 30, Nr. 4, s. 1-10.
- Grinblatt, M., Titman, S. & Wermers, R. (1995). "Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding - a study of mutual fund behavior", *The American Economic Review*. Vol. 85, Nr. 5, s. 1088-1105.
- Hong, H., & Stein, J.C. (1999). "A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets", *The Journal of Finance*. Vol. 54, Nr. 6, s. 2143-2185.

- Jones, T.M. (1991). "Ethical Decision Making by Individuals in Organizations: An Issue Contingency Model". *Academy of Management Review*. Vol. 16, Nr. 2, s. 366-95.
- Manne, H. (1965). "Mergers and the Market for Corporate Control". *Journal of Political Economy*. Vol. 75, Nr. 4, s. 110-126.
- March, J.G. & Shapira, Z. (1987). "Managerial perspectives on risk and risk taking", *Management Science*. Vol. 33, Nr. 11, s. 1404-1418.
- Rao, S.M. & Hamilton, J.B. (1996). "The effect of published reports of unethical conduct on stock prices", *Journal of Business Ethics*, Vol.15, Nr. 12, s. 1321-1331.
- Shefrin, H. & Statman, M. (1985). "The disposition to sell winners too early and ride losers to long - theory and evidence", *The Journal of Finance*. Vol. 40, Nr. 3, s. 777-790.
- Sias, R.W. & Starks, L.T. (1997). "Return autocorrelation and institutional investors", *Journal of Financial Economics*. Vol. 46, Nr. 1, s. 103-131.
- Slovic, P. (1993). "Perceived risk, trust, and democracy", *Risk Analysis*, Vol 13, Nr 6, s. 675-682.
- Stoffman, D. (1991). "Good behavior and the bottom line", *Canadian Business*, Vol. 64, Nr. 5, s. 28-32.
- Torabzadeh, K.M., Davidson, D. & Assar, H. (1989). "The effect of the recent insider - trading scandal on stock prices of securities firms", *Journal of Business Ethics*, Vol. 8, Nr. 4, s. 299-303.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1986). "Rational choice and the framing of decisions", *Journal of Business*. Vol. 59, Nr. 4, s. 251-278.
- Wheeler, D. & Sillanpää, M. (1998). "Including the stakeholders - the business case", *Long Range Planning*, Vol. 31, Nr. 2, s. 201-210.
- Wood, D.J. (1991). "Corporate Social Performance Revisited", *Academy of Management Review*. Vol 16, Nr. 4, s. 691-718.
- Wood, K.P. (1957). "The telephone company examines its community role", *Journal of Educational Sociology*. Vol. 31, Nr. 1, s. 27-31.

7.3 Avhandlingar

Bengtsson, E. (2005). *Shareholder activism of Swedish institutional investors*. Stockholm: Företagsekonomiska institutionen, Stockholms universitet.

Borglund, T. (2006). *Aktieägarvärden i fokus - Internationell påverkan på intressentrelationer genom förvärv och fusion*. Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.

Hellman, N. (2000). *Investor Behaviour – An empirical study of how large Swedish institutional investors make equity investment decisions*. Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.

Söderlund, M. (1993). *Omvärldsmodeller hos beslutsfattare i industriföretag - en studie av svenska leverantörer till fordonsindustrin*. Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.

7.4 Övrigt

Arnsward, T. (2001). *Investment behaviour of German equity fund managers - an exploratory analysis of survey data*. Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank.

Eriksson, G. & Fernström, S. (2001). *Påverkas svenska företags aktievärde av uppmärksammade oetiska handlingar?*. Examensuppsats, Handelshögskolan i Stockholm.

KOM(2002) 347 slutlig. "Meddelande från Kommissionen om företagens sociala ansvar – näringslivets bidrag till en långsiktig stabil utveckling". Europeiska Gemenskapernas Kommission.

Svedberg Nilsson, K. (2003). *The (Ir)responsible Organisations: Argumentative Themes in the Literature on Corporate Social Responsibility and Corporate Citizenship*. Presented at the 17th NFF Conference in Reykjavik, August 14-16.

Svenska Dagbladet. (2006-04-05). "Etisk bolagskritik ofta utan resultat". Wahlin, E. & Lomberg, S.

Svenska Dagbladet. (2006-04-05). "Förtroendet kan urholkas". Wahlin, E.

Svenska Dagbladet. (2006-11-16). "Rent hus med bolag utan etik". Fröberg, J.

Svenska Dagbladet. (2006-11-23). "Stockholm slutar köpa kinesisk sten". Sidanbladh, E.

Rea, M.H. (2006). *The role of sustainability reporting in the boardroom - Have we reached the moment in time when it can be considered a strategic management tool?*. Article from GRI meeting in Amsterdam, 2006.

Veckans Affärer. (2006-11-16). "Pr-flopp för G & L Beijers". Ericson, B.

7.5 Intervjuer

Abelin, Peter, Aktieanalytiker, Robur, muntlig delgivning [2006-10-17].

Andersson, Viktor, Etikanalytiker, Banco Fonder, muntlig delgivning [2006-10-23].

Aronsson, Cecilia, Reporter, Veckans Affärer, muntlig delgivning [2006-10-18].

Borglund, Tommy, Seniorkonsult, Hallvarsson & Halvarsson, muntlig delgivning [2006-10-09].

Cervenka, Andreas, Reporter, Affärsvärlden, muntlig delgivning [2006-11-01].

Froste, Calle, Redaktör, Affärsvärlden, muntlig delgivning [2006-10-31].

Ekholtz, Gunilla, IR-ansvarig, Nobel Biocare, muntlig delgivning per telefon [2006-10-20]

Emanuelsson, Allan, SRI-analytiker, DnB Nor Asset Management, muntlig delgivning [2006-10-26].

Granat, Niklas, Tradingchef, Handelsbanken Capital Markets, muntlig delgivning [2006-10-31].

Gripenberg, Pia, Börskrönikör, Dagens Nyheter, muntlig delgivning per telefon [2006-10-23].

Guri, Martin, Analyschef, SEB Asset Management, muntlig delgivning per telefon [2006-10-20].

Hedström, Ingalill, IR-ansvarig, ABB, muntlig delgivning per telefon [2006-11-01].

Ihre, Emma, Projektledare, Amnesty Business Group, muntlig delgivning [2006-10-19].

Karlsson, Bengt, Finansiell controller, Svenska kyrkan, muntlig delgivning [2006-11-02].

Karp, Rolf, Aktieanalytiker, Öhman Fondkommission, muntlig delgivning [2006-11-07].

Larsson, Sara, Reporter, SvD Näringsliv, muntlig delgivning per telefon [2006-10-23].

Lindberg, Gunnar, Fondförvaltare, ABN Amro, muntlig delgivning per telefon [2006-10-30].

- Lindström, Johan, Fondförvaltare, Banco Fonder, muntlig delgivning [2006-11-02].
- Lundberg, Carina, Ansvarig för ägarfrågor, Folksam, skriftlig delgivning [2006-10-24].
- Löfving, Pär, SRI-analytiker, DnB Nor Asset Management, muntlig delgivning [2006-10-26].
- Nilsson, Anna, Miljö- och etikanalytiker, Robur, muntlig delgivning [2006-11-06].
- Norman, Peter, VD, Sjunde AP-fonden, muntlig delgivning [2006-10-17].
- Rock, Herbert, Seniorpartner, Hallvarsson & Halvarsson, muntlig delgivning [2006-10-17].
- Skarner, Jan, Koncerncontroller, Clas Ohlson, muntlig delgivning per telefon [2006-10-25].
- Storwall, Anna-Karin, Reporter, Näringsliv 24, skriftlig delgivning, [2006-11-08].
- Vinge, Nils, IR-ansvarig, Hennes & Mauritz, muntlig delgivning per telefon [2006-10-26].
- Östman, Ingalill, Informationsdirektör, ABB, muntlig delgivning per telefon [2006-11-01].

APPENDIX 1. EXEMPEL PÅ FÖRETAGS OETISKA HANDLINGAR

Nedan redogörs för de oetiska handlingar som omnämns i empirin.

ABB

Asbestproblemen i USA har hängt över det svensk-schweiziska ABB under en flerårsperiod som hade kunnat driva bolaget i konkurs. De asbestrelaterade skadeståndskrav som riktas mot dotterbolaget Combustion Engineering härrör från försäljning av ångpannor med asbest som isoleringsmaterial på 1960- och 1970-talen flera decennier innan ABB köpte bolaget 1989. Över 60 000 asbestskadade personer har stämt ABB och företaget hade under våren 2001 dittills reserverat 4,5 miljarder kronor och betalat 108 miljoner kronor i advokat- och andra administrativa kostnader. När skadeståndens storlek blev belyst av media halverades industrikoncernen ABB:s värde på Stockholmbörsen inom fem minuter.

Boliden

Boliden ägde en damm i Spanien som de varken hade byggt eller designat. Dammen var nödvändig för gruvdriften i regionen. Sandmagasinet som dammen bestod av rymde ca 33 milj kubikmeter och upptog en yta av ca 200 ha. Sanden innehöll höga halter av zink, bly, arsenik och koppar men även andra tungmetaller av lägre koncentrationer. Dammen brast 1998, vilket uppmärksammades som en stor skandal. Boliden hade målsättningen att sätta igång gruvdriften igen i januari 1999. Olyckan fick naturligtvis inte bara uppmärksamhet i Sverige utan även i Spanien. Trots att Boliden friats från ansvar för olyckan i både en brottmålsdom och en internationell haveriutredning krävde det spanska miljödepartementet gruvföretaget på över 400 miljoner kronor för uppställningskostnader i samband med olyckan, ett krav som dock Boliden helt avvisar.

Clas Ohlson

Clas Ohlson fick under våren 2005 hård kritik av människorättsorganisationen Swedwatch för att butikskedjan inte ställer krav på rimliga villkor för arbetarna i de kinesiska fabrikerna, avseende bl.a. övertid och eventuellt barnarbete. Den holländska bankjätten ABN Amros etiska fondbolag Banco beslutade därför att sälja hela sitt innehav på 28 000 aktier, motsvarande 4 miljoner kronor. I aktievärlden är det inte en stor summa, men det är av stort symboliskt värde när en etisk fondförvaltare avvecklar ett aktieinnehav som en sista åtgärd. Banco är inte ensam om att hålla koll på Clas Ohlson i Kina. Också Folksam/KPA för en dialog med bolaget eftersom de har ett mindre innehav i bolaget.

Enron

Enron Corporation var världens största el-, naturgas- och kommunikationsföretag med cirka 21 000 anställda. År 2000 hade företaget intäkter på 101 miljarder dollar. Fortune magazine

utsåg Enron till USA:s mest innovativa företag sex år i rad. År 2001 avslöjades den så kallade Enronskandalen då det framkom uppgifter om avancerade och välplanerade brott som bröt mot åtskilliga lagar, bland annat bokföringsbrott och korruption. I Europa ansökte Enron om konkurs den 30 november 2001 och två dagar senare ansökte de om skydd från den amerikanska konkurslagen Chapter 11 (omorganisering istället för likvidering). I dag existerar Enron endast för att sköta om sina fastigheter, konkursprocesser och för att reda ut rättsliga frågor. Enron ses ofta som ett praktexempel på företagsbedrägerier och korruption.

Ericsson

I mitten av 90-talet var Ericsson inblandad i en mutskandal. Deras dotterbolag i Österrike fick en miljardorder på fiberoptisk kabel längs den ryska järnvägen. En anonym agent fick 25 procent av kontraktssumman, dvs. en miljard kronor, i ”provision” för affären. Mutskandalen kostade Ericsson 350 Mkr i form av skatt till Skatteverket. Ericsson har enligt Skatteverket dolt stora kostnader i samband med den här mutskandalen i Österrike och upptaxeras därför med motsvarande belopp. Ericssons huvudkontor försökte dölja dotterbolagets misslyckade och mutindränkta affärer. På olika omvägar och under olika namn överfördes pengar från Stockholm till den österrikiska banken. Det är de här transaktionerna som har lett till att Skattemyndigheten anser att pengar undanhållits beskattning. Två tidigare Ericssonchefer riskerar åtal för skattebrott.

H&M

Under vintern 1997 uppmärksammades det i media att H&M:s underleverantörer i Asien använd barnarbete i stor utsträckning. Barnen arbetar till minimala löner och under usla arbetsförhållanden. Den svenska arbetsmarknadsministern uppmanade till bojkott, men drog senare tillbaka uttalandet. Sedan dess har H&M utvecklat ett omfattande arbete för att förbättra villkoren vid företagets 2 000 leverantörsfabriker. H&M har idag 40 anställda etiska granskare vid företagets produktionskontor runt om i världen.

ICA

Uppdrag Granskning följde under hösten 2006 upp ICA:s inspektion av de egna leverantörernas fabriker i Indien och skickade ut indisk fotojournalist till en fabrik som tillverkar trasmattor. Trasmattorna säljs till ICA och saluförs bland annat på ICA Maxi. Vidriga arbetsförhållanden upptäcktes i fabriken som jobbar åt bland annat Indiska, Jysk och Ica. Arbetarna uppgav för journalisten som granskade ICA:s inspektion att man bara inför tillfället fått skyddsutrustning vilket normalt inte används. När journalisten senare skulle återvända till fabriken för att filma intervjuerna överfölls han och hans medarbetare utanför fabriken. En grupp människor förde in dem på fabriken och misshandlade dem. Enligt uppgifter till Uppdrag Granskning förstördes även utrustningen. Den indiske fotojournalisten hävdar att överfallet leddes av en chef på den fabrik som levererar till ICA.

Lundin Petroleum (f.d. Lundin Oil)

Lundin Oil anklagades under vintern 2001 för att bryta mot FN:s regler om att samarbeta med en regim som bryter mot mänskliga rättigheter. De anklagades för att vara medbrottslingar på regeringssidan i det inbördeskrig som pågått i Sudan i snart 20 år. En väg som Lundin Oil bekostat ansågs användas för militära ändamål, och oljepengar finansierade regeringssidans vapen samt bidrag till att trappa upp våldet mot lokalbefolkningen och oppositionen. De anklagades även för att ha tvångsförflyttat tiotusentals människor från områden där olja skulle prospekteras. Efter skandalerna i Sudan har företaget börjat ta större ansvar genom samarbete med hjälporganisationer och lokalbefolkningen. Tillsammans har de utarbetat ett humanitärt program som ska leda till bättre hälsa och utbildning, samt bidragit till den ekonomiska och sociala utvecklingen i området.

Nobel Biocare

Enligt de tandläkare som kontaktade Nobel Biocare våren 2005 får ungefär en tredjedel av de patienter som använder bolagets implantatskruv Nobel Direct allvarliga problem. Skruven påverkar tandköttet så kraftigt att det bryts ned och i många fall tappar patienterna till slut sina implantat. I en preliminär internrapport hösten 2005, där uppgifter från flera tandläkare sammanställts, visade Nobel Biocares egna siffror på att problem kan förekomma, men dock inte i samma utsträckning som kritikerna menar. DN uppger att Nobel Biocare vid minst ett tiotal tillfällen offentligt och medvetet spridit osann information om riskerna med Direct. Nobel Biocare har konsekvent tillbakavisat all kritik mot tandimplantatet. Bolaget anser bland annat att röntgenbilder har tolkats felaktigt och att benförlusterna förmodligen beror på att tandläkarna inte har gjort rätt när de har satt in implantatet. I Läkemedelsverkets senaste uttalande i slutet av november 2006 anser dem att Nobel Direct bör användas med mycket stor försiktighet.

Skandia

I november 2003 tvingades Skandias ledning avgå efter att misstänkta oegentligheter uppdagats. Ett antal brottsutredningar och skiljeförfaranden har inletts. Bolagets tidigare VD Lars-Eric Petersson har fällts i Stockholms tingsrätt för trolöshet mot huvudman. Domen har överklagats och har alltså inte vunnit laga kraft. Skandias varumärke skadades svårt under den mediala belysningen av lägenhetsaffärer och utredningar om höga bonusar.

Skanska

Under 1993 startade arbetet med att borra en järnvägstunnel genom Hallandsåsen. Ett par år senare tog Skanska över arbetet efter Kraftbyggarna. Skanska fick 1997 problem med vattenläckage och började använda tätningssmedlet Rhoca Gil. I oktober samma år stoppades arbetet tvärt sedan akrylamid läckt ut och förgiftat boskap och fisk. En

undersökning visade senare att 23 byggnadsarbetare hade symptom på skador i perifera nervsystemet. Två chefer står åtalade för arbetsmiljöbrott och miljöstörning. Åklagaren yrkar också på att Skanska Sverige ska betala ett skadestånd på 3 Mkr.

Wal-Mart

Wal-Mart är världens största detaljhandelskedja och sett till omsättningen världens största företag. De viktigaste faktorerna bakom Wal-Marts vinster och låga priser är låga löner i USA och att varorna produceras av extremt underbetalda kinesiska arbetare. Länder som har en fri fackföreningsrörelse och som respekterar grundläggande mänskliga fri- och rättigheter kan svårtligen konkurrera med företag baserade i Kina. Den utpräglade fackföreningsfientligheten är gemensam mellan Wal-Mart och den kommunistiska diktaturen i Kina. Anställda som går med facket gör sig sydstatsföretaget Wal-Mart av med. I Kina sätts de i slavarbetsläger. Kritiker har därför uppmärksammat de dåliga arbetsförhållandena för de anställda och att företaget har en lönenivå som är låg i förhållande till andra delar av detaljhandeln.