

Med ordet som verktyg

En studie om dialogen som påverkansverktyg för institutionella ägare

Caroline Landquist (22577) & Jennifer Nässelkvist (22709)

Abstract

Socially Responsible Investments (SRI) and Active Ownership have become increasingly important concepts when it comes to the corporate governance of investors today. Institutional owners highlight the importance of engaging in dialogue, in their pursuit to influence the companies to become sustainable. However, stakeholders and academia are requesting more insight into the workings of these dialogues, concerning their purpose, design and function.

This study attempts to increase the existing knowledge of dialogue as a tool for active engagement, used by institutional investors in Sweden. The performed study is based on interviews with five public and private Swedish institutional investors, an SRI consultant firm as well as representatives from two NGOs. By applying a theoretical framework consisting of the corporate governance concepts of Exit and Voice and Stakeholder theory, this study examines what influences the institutions in their choice to enter into dialogue with a company, as well as what influences the design of the dialogue. Empirical findings show a few underlying factors that explain the institutions strong tendency to choose dialogue. Furthermore, the study finds a number of factors that influence how the dialogue is carried out: concerning the question to outsource the dialogue or not as well as on how long a dialogue can proceed until the investor divests its shares.

Keywords: *Investor Dialogue, Active Ownership, Institutional investor, Socially Responsible Investments*

Tack alla Ni som gjort denna studie möjlig

Först och främst vill vi tacka samtliga respondenter för att ni har låtit oss ta del av era tankar kring ert viktiga arbete, och öppnat upp en spännande värld för våra ögon.

Vi vill även tacka vår handledare Mats Jutterström, för goda råd och lugnande ord på vägen.

Vi vill också tacka våra nära och kära för att ni funnits där under en stundtals stormig vår, och för att ni har stått ut med att höra oss tjata om samma sak, om och om igen.

Vi vill även tacka varandra, för att vi gjorde detta tillsammans, från start till slut.

Till sist vill vi rikta ett särskilt tack till Gabriel, för att du kom ihåg hur det är att vara student, och för din vägledning i precis rätt skede!

Jennifer & Caroline

Stockholm, 18 maj 2015

Innehållsförteckning

1. Inledning	5
1.1 Det aktiva ägandets växande betydelse	5
1.2 Tidigare forskning	6
1.3 Studieområde och syfte	7
Syfte	7
Forskningsfrågor	7
Avgränsning	8
1.4 Definitionslista	9
1.5 Uppsatsens disposition	9
2. Teoretisk referensram	11
2.1 Val av teori	11
2.2 Begränsad forskning om ägardialogen	11
2.3 Exit och voice	13
Exit - att avyttra	13
Voice - att föra dialog	14
Valet mellan exit och voice	14
Benägenhet till exit eller voice	15
2.4 Intressentteori	16
Makt	16
Legitimitet	16
Angelägenhet	17
2.5 Legitimitetsteori	18
3. Metod	19
3.1. Studiens kvalitativa forskningsansats	19
Semistrukturerad intervjumetod	20
Intervjuguide	20
Induktiv och iterativ ansats	21
3.2 Datainsamling och design	21
Förstudie	21
Val av organisationer	21
Urval av respondenter	22
Sekundärkällor	24
3.3 Databearbetning	24
Empiriskt grundad komparation	24
Uppsatsens reliabilitet och validitet	24
4. Empiredovisning	26
4.1 De undersökta aktörerna	26
SRI-konsult: Etikonsulten	26
Statliga institutioner: AP-fonderna	26
Privata institutioner: Privat1 och Privat2	26
Intresseorganisationer: Fair Finance Sweden och Swedwatch	27
4.2 Dialogprocessen	27
Genomlysning av institutionernas portföljer	27
Beslut vid misstänkt eller verifierad kränkning	27
Dialog genom etikonsult	28
Dialog mellan institutionella ägare och företaget	29
Kollektiv dialog	30
Att avsluta en dialog	30
4.3 Faktorer som påverkar dialogen	31
Innehavets geografiska position	31
Institutionens resurser	32

Institutionens påverkansstrategi	33
Ägarandelens storlek	33
Uppmärksamhet i media	34
Granskande intresseorganisationer	34
Transparens och förtroende	35
5. Analys	37
5.1 En stark tendens till dialog	37
Delslutsats	38
5.2 Via media kan intressenters fordringar leda till avyttring	38
Delslutsats	39
5.3 Dialog via konsult, kollektivt eller av institutionen själv	39
Begränsade resurser spelar in	40
Delslutsats	40
Förmågan att påverka kan vara avgörande	40
Delslutsats	41
Små ägarandelar kan leda till kollektiv dialog	41
Delslutsats	42
5.4 Institutionerna ser olika på hur länge en dialog får pågå	42
Tidsgränser är ett sätt att legitimera dialogen	42
Delslutsats	43
5.5 Studiens utvecklade modell	43
6. Slutsats	45
6.1 Vad påverkar valet mellan dialog och avyttring?	45
6.2 Vad påverkar dialogens utformning?	45
7. Diskussion	47
7.1 Implikationer	47
7.2 Bidrag till forskningsfältet	47
7.3 Metoddiskussion	48
7.4 Förslag till fortsatt forskning	49
Avslutande tankar	49
Referenslista	50
Appendix	55
Appendix 1: Goodman, Louche och Cranenburghs modell (2014)	55
Appendix 2: Intervjuguide	56

1. Inledning

Detta kapitel introducerar området aktivt ägande och dialog som verktyg för investerare att påverka portföljbolagen vad gäller hållbarhetsfrågor. Vidare görs en kort presentation av tidigare forskning inom området innan uppsatsens studieområde och syfte redovisas. Till sist förklaras för studien relevanta begrepp.

1.1 Det aktiva ägandets växande betydelse

”Med stor makt följer stort ansvar” – Voltaire

De institutionella ägarna har under det senaste decenniet tillsammans kommit att utgöra den största ägaren av världens företag, och Sverige är inte ett undantag (Sjöström 2010, SCB 2014). Men med större andelar, och fler och mer globaliserade bolag, har institutionerna i allt större utsträckning alla världens problem i sina portföljer.

Krav från omvärlden har lett till att institutionella ägare i allt högre grad ägnar sig åt att försöka påverka bolagens beteenden genom ägarstyrning. Påverkansförsöken tar sig oftast formen av informella samtal med företagsledningen (Bengtsson 2005), vilka kommit att kallas ägardialoger eller påverkansdialoger. De svenska institutionerna framhåller dialogerna som ett av deras viktigaste påverkansverktyg (Nyqvist 2015).

Fenomenet att på detta vis ta ansvar för sina investeringar kallas internationellt för *Socially Responsible Investment, SRI*, eller på svenska ansvarsfulla investeringar. År 2006 instiftade FN *Principles for Responsible Investment, PRI*, ett initiativ för investerare att underteckna och därmed tydliggöra att hänsyn till miljö och sociala frågor tas i investeringsverksamheten (PRI odaterad hemsida a). Idag har samtliga svenska AP-fonder och många av de privata fondförvaltarna signerat initiativet (PRI odaterad hemsida b). Under samma period har liknande nationella initiativ vuxit fram med syftet att påverka innehavens balansering av ekonomiska, sociala och miljömässiga aspekter i sin verksamhet (Hållbart värdeskapande 2008).

Investerare som inkluderar hållbarhetskriterier hävdar att det är just genom ansvarsfulla investeringar som man kan göra skillnad i samhället (Rivoli 2003). I takt med att fenomenet

blir allt vanligare stiger även förväntningarna på att investerare bör påverka sina portföljbolag (Sjöström 2010). Detta gör det särskilt relevant att skapa större förståelse för hur denna skillnad faktiskt kan skapas, och därmed även hur påverkansarbetet genom dialog går till.

1.2 Tidigare forskning

Trots att allt fler forskare intresserar sig för aktivt ägande är forskningsfältet fortfarande ungt och begränsat till ett fåtal studier (Sjöström 2010, Sjöström 2008). Då påverkansarbete som en form av ägarstyrning kan ske på en mängd olika sätt, har även det teoretiska området en vid spridning i fokus. Institutionella ägares påverkansarbete kan ske genom såväl röstning på bolagsstämma som genom att engagera sig i dialog med det ägda bolags ledning (Sjöström 2014, Sparkes & Cowton 2004).

Flertalet forskare har uppmärksammat en brist på forskning om ägardialogen som påverkansverktyg (Goranova & Ryan 2014, Logsdon & Van Buren 2009, Goodman, Louche & Cranenburgh 2014). Enligt Logsdon och Van Buren är anledning till att få studier gjorts om dialogen att den ofta sker bakom stängda dörrar. Då röstning på bolagsstämma är en mer publik handling har tidigare forskning fokuserat på denna typ av ägaraktivism¹ (Logsdon & Van Buren 2009, Sjöström 2008). Detta undervärderar styrkan av aktieägarnas faktiska påverkan, då det är i dialogen som den största påverkan på bolagens hållbarhetsarbete sker (Logsdon & Van Buren 2009, Goranova & Ryan 2014, Sparkes & Cowton 2004).

Den begränsade forskningen som finns har fokuserat på vilka faktorer som påverkar innehavets mottagande av dialogen (Rehbein, Logsdon & Van Buren 2013, Gifford 2010). Även intresseorganisationers inflytande på såväl ägare som företagsledning har analyserats, men hur dessa påverkar dialogen mer specifikt har utelämnats (Guay & Sinclair 2004). Andra studier har tittat på hur kollektivt engagemang, genom initiativ som PRI, skapar möjligheter för ägare att stärka sin påverkan gentemot portföljbolagen (Gond & Piani 2012). Inom den svenska forskningen har det presenterats deskriptiva studier om hur svenska institutioner för informella samtal med företagsledningar för att påverka dem i önskvärd riktning (Sjöström 2014, Nyqvist 2015).

¹ Se definitionslista nedan.

Istället för att bortse från dialogen efterfrågar forskare kvalitativa studier om dessa ägardialoger (Logsdon & Van Buren 2009). Det föreslås bland annat studier om varför företag och ägare finner att dialogen är ett attraktivt verktyg, och mer specifikt vilka underliggande motiv som påverkar dessa grupper och deras avvägande när dialogen är värdefull eller inte (Bundy, Shropshire & Buchholtz 2013).

Genom att bygga vidare på tidigare forskningsresultat ämnar vi genom denna studie bidra till fältet genom att öka förståelsen för svenska institutioners handlingar vad gäller påverkansdialoger.

1.3 Studieområde och syfte

Syfte

Studiens syfte är att söka förståelse för vad som påverkar svenska institutionella ägare i valet att engagera sig i dialog och varför dialogen sedan utformas på olika sätt. Då området fortfarande är relativt outforskat görs detta genom en explorativ studie med utgångspunkt i de berörda aktörernas perspektiv. Studien ämnar komplettera den befintliga teorin om ägares arbete med dialoger om hållbarhetsfrågor.

Forskningsfrågor

För att uppnå studiens syfte att skapa en djupare förståelse av dialogens utformning och bakomliggande faktorer söker vi att besvara en tudelad frågeställning:

När misstanke om föreliggande konventionsbrott uppdagas i ett bolag som institutionen äger,

- Vad påverkar institutionerna i valet att föra dialog eller att avyttra?*
- Vid valet att föra dialog, vad påverkar institutionerna vad gäller dialogens utformning?*

Avgränsning

Ett antal begränsningar har gjorts för att kunna besvara studiens frågeställning och syfte på bästa sätt. Studien omfattar fem svenska institutionella ägare samt en etikkonsult och två representanter från två olika intresseorganisationer med god insikt i dialogerna.

Valet att inkludera såväl privata som statliga institutionella ägare har gjorts för att eventuella skillnader skall kunna belysas, och således öka studieresultatens relevans för andra institutionella ägare i Sverige. Vi valde även att inkludera flera institutionella ägare med statlig respektive privat verksamhet för att kunna se mönster i vilka faktorer som ligger till grund för dialogens initiering och utformning. Vidare har studien avgränsats till institutioner som uppger sig arbeta med aktivt ägande².

Med hänsyn till att studien fokuserar på vad som driver de institutionella ägarna i deras val och arbete med ägardialoger har vi inte involverat de berörda portföljbolagen i studien. Tidigare studier³ har belyst det ägda bolagets perspektiv, och vår förhoppning är att denna studie kan komplettera dessa och möjligtvis skapa större underlag för framtida studier vilka involverar samtliga involverade aktörer.

Avslutningsvis har empiriinsamlingen begränsats till att fokusera på dialogen som ägarstyrningsverktyg. Andra delar av ägarstyrning, såsom röstning i bolagsstämmor, har exkluderats. Detta för att söka en djupare förståelse för dialogen, då denna har framhållits både som det vanligaste och mest effektiva sättet att utöva ägarstyrning inom hållbarhetsfrågor (Bengtsson 2005, Goranova & Ryan 2014). Därtill har så kallade proaktiva dialoger⁴ inte heller inkluderats i studien.

² Att aktivt påverka ägda bolag inom hållbarhetsfrågor, se definitionslista.

³ Se sektion 2.2.

⁴ Omnämns under intervjuerna som dialoger med syfte att påverka bolag utan misstanke om konventionsbrott.

1.4 Definitionslista

Nedan följer definitioner av ord och beteckningar som används i studien.

Ord	Förklaring
ANSVARSFULLT OCH AKTIVT ÄGANDE	Innebär att som ägare påverka portföljbolag till att ta socialt och miljömässigt ansvar, ofta även att utesluta kontroversiella vapen samt systematiskt granska företag
ANSVARSFULLA INVESTERINGAR	Att ta hänsyn till kriterier för sociala-, miljö-, och andra etiska frågor i sina investeringsbeslut och förvaltning
DIALOG ELLER ÄGARDIALOG	Benämner i denna uppsats enbart de reaktiva dialoger vilka institutionella ägare för med portföljbolagen
ETIKKONSULT	Konsulter specialiserade på att genomlysna bolag, efter hållbarhetskriterier och internationella konventioner, och föra dialog med bolag åt investerare
INSTITUTIONELL ÄGARE	Organisation som förvaltar kapital på uppdrag av andra organisationer eller privatpersoner
RESPONDENTERNA	De intervjuade aktörerna i studien
SRI	Socially Responsible Investments, på svenska socialt ansvarsfulla investeringar. Används ibland synonymt med aktivt ägande
ÄGARAKTIVISM	Används i tidigare forskning för att benämna aktieägars försök att påverka dess innehav i hållbarhetsfrågor (se ex. SRI)
ÄGARSTYRNING	Syftar i uppsatsen på hur företagsägare påverkar bolagsledning i önskad riktning genom ett flertal metoder
AVYTTRING	Syftar på handlingen att sälja av aktier i ett bolag och därmed upphöra som ägare. Ibland använt av respondenterna synonymt med uteslutning
EXIT	Hirschmans begrepp för avyttring (Hedlund et al., 1985)
VOICE	Hirschmans begrepp för aktieägars påverkansförsök, som bland annat omfattar ägardialoger (Hedlund et al., 1985)

Tabell 1. Definitionslista

1.5 Uppsatsens disposition

Det följande avsnittet presenterar uppsatsens teoretiska bakgrund, det vill säga den tidigare forskning som studien ämnar bidra till samt ta hjälp av. Efter detta redogörs i avsnitt tre för studiens metod. Därefter, i avsnitt fyra, presenteras den huvudsakliga och relevanta empiriska intervjubaserade datainsamlingen. Detta avsnitt följs av en analys av empirin givet

teoriramen. Vi presenterar sedan våra slutsatser och för en diskussion kring studiens tillförlitlighet och generaliserbarhet, samt föreslår fortsatta forskningsfrågor. Till sist redogörs för strategiska implikationer och rekommendationer.

2. Teoretisk referensram

Detta kapitel inleder med en kort förklaring till valet av teori, följt av en syntes av tidigare forskning inom området. Därefter följer en presentation av ägarstyrningsverktygen *exit* och *voice* samt intressent- och legitimitetsteori, som ligger till grund för analysen.

2.1 Val av teori

I valet av teoretiskt ramverk användes ett induktivt⁵ förhållningssätt. Detta innebär att vi efter initial insamling av empiri har utgått från framhävda teman för att därefter genom teorisökning finna ett teoretiskt underlag med potential att förtydliga och förklara dessa. Frågeställningens tudelade utformning, samt att forskningen om dialoger som ägarstyrningsmetod är ung och utforskad, har lett till ett sammansatt ramverk av teoretiska begrepp inom organisationsteori med fokus på ägarstyrning och intressenter.

2.2 Begränsad forskning om ägardialogen

Forskningsfältet inom ägaraktivism⁶ är ungt och behandlas därför av ett begränsat antal studier. Den större delen av den befintliga forskningen omfattar USA och till viss del England. Då denna typ av ägarstyrning är på uppgång inom många europeiska länder kvarstår därmed ett stort forskningsgap (Sjöström 2008).

Den befintliga teorin har främst behandlat det ägda företags perspektiv på dialogen. Rehbein, Logsdon & Van Buren (2013) har studerat vilka attribut som influerar företags respons på denna typ av påverkansarbete. Även Gifford (2010) finner i sina studier av ägaraktivism ur företags perspektiv, ett antal faktorer vilka gör en ägaraktivist viktig för företaget. Bland annat visar Giffords studie att innehavets storlek inte är av den vikt som tidigare kunnat tros, såtillvida en aktieägare inte är en av de största ägarna. Därtill finner hans studie bevis för att koalitioner, inte bara med andra ägare, utan även med icke-statliga organisationer och beslutsfattare, bidrar till sannolikheten att aktieägars krav adresseras av företagen. Slutligen finner han dock att den viktigaste faktor som leder till att en ägars fordring betraktas som viktig, är de värderingar som bolagets ledning har.

⁵ För vidare förklaring av den induktiva metoden se sektion 3.1.

⁶ Se definitionslista.

En annan del av forskningsfältet har fokuserat på intresseorganisationers inflytande på ägarstyrning i stort. Denna dimension har lyfts fram i ägarstyrningen och erkänns få en allt viktigare och mer inflytelserik ställning gentemot både ägare och företagsledning (Guay & Sinclair 2004).

Vidare har olika former av dialog studerats, däribland effekten av kollektivt ägarengagemang. Gond och Piani (2012) beskriver hur så kallade möjliggörande organisationer⁷ gör ägares kollektiva engagemang i dialog möjlig. Studiens resultat visar att kollektivt agerande leder till investerares förstärkta makt, legitimitet och angelägenhet och således kan företagsledningens uppmärksamhet attraheras och deras uppfattning omformas. Möjliggörande organisationer sänker dialogens inträdesbarriär för ägare genom att mobilisera dem, tillhandahålla normativ kraft, samt bära finansiella kostnader. Vidare adderas en symbolisk kraft i den kollektiva dialogen genom samordnande organisationer såsom FN, eller deltagande organisationer vilka uppfattas som legitima.

Inom det svenska fältet har Sjöström (2010) genom intervjuer med svenska institutioner bidragit med att illustrera dialogens syfte, aktörer och informationsutbyte. Hon beskriver dialogens roll inom ramarna för aktivt ägande med syftet att långsiktigt bidra till förbättrad avkastning och som en form av riskhantering genom att motverka värdeförstörande företagsskandaler. Dessutom noterar hon dialogens begränsade transparens gentemot media och andra intressenter. Fördelarna med begränsad transparens framhålls vara ökat förtroende samt ett lösningsorienterat samarbete mellan ägare och bolag. Däremot blir det svårare för intressenter att bedöma om institutionens påverkansarbete är tillräckligt, varvid Sjöström (2010) framhåller ägares ökade resultatredovisning kring de förda dialogerna som en partiell lösning.

Även Nyqvist (2015) har tittat närmare på de svenska institutionernas dialoger. Enligt Nyqvist framhålls dialogen av institutionerna själva som deras främsta påverkansverktyg, men menar att det är svårt att definiera vad dialogen innebär. Vidare menar hon att dialogen har flera syften. Ett syfte är att kunna visa sina egna kunder och andra bolag att man är en ansvarsfull ägare, det främsta syftet är dock att kunna stanna kvar i bolaget (Nyqvist 2015).

⁷ Direktöversättning av *enabling organizations*, benämner i studien det undersökta FN-initiativet Principles for Responsible Investment.

Trots att det kvarstår ett forskningsgap vad gäller de institutionella ägarnas perspektiv på dialogen som ägarstyrningsverktyg, har Goodman, Louche och Cranenburgh (2014) bidragit särskilt till insikt inom denna aspekt. I sin studie använder de Hirschmans teoretiska begrepp *exit* och *voice*⁸ för att förklara vad som påverkar religiösa institutionella ägare i USA i deras arbete med dialoger. Genom sina resultat utvidgar de Hirschmans teori om *exit* och *voice* som verktyg, och drar slutsatsen att dessa två handlingsalternativ är sammanflätade, snarare än separata eller efterföljande av varandra. Dessutom finner de att religiösa organisationer avyttrar av "politiska" skäl, snarare än ekonomiska, och att *exit* används som en form av *voice*. Vidare identifierar de vilka huvudsakliga faktorer som påverkar besluten som dessa religiösa organisationer tar vid varje steg i processen, varvid bland annat resurser och medial uppmärksamhet förtydligas som viktiga faktorer i valen att föra dialog samt hur de utformas (Goodman, Louche & Cranenburgh 2014).⁹

I likhet med Goodman, Louche och Cranenburgh (2014) har vi i denna studie valt att utgå från Hirschmans teori om *exit* och *voice* för att söka svar på vad som influerar de svenska institutionella investerarna. Nedan presenteras dessa teoretiska begrepp.

2.3 Exit och voice

Exit och *voice*¹⁰ är benämningar för två handlingsalternativ vilka myntades av Hirschman år 1970. Hans teori har fått en omfattande tillämpning i syftet att beskriva ägarroller och institutionella ägares agerande. I Hedlund et al. (1985) tillämpning av Hirschmans arbete, vilken används i denna studie, brukas termerna för att beteckna de två alternativa handlingarna att *avyttra* eller att *stanna och påverka*, i ägarstyrning av innehav.

Exit - att avyttra

Hirschman definierade *exit*, avyttrandet av ett innehav, som ett ekonomiskt beteende. Genom aktieägarnas exitbeteende signalerar dessa till innehavets ledning hur bolagets prestationer förhåller sig till alternativa placeringar, och således sätter handlingen press på ledningen att besvara marknadens förväntningar. Bruket av *exit* kan tolkas som en negativ betygsättning av företagets och ledningens prestationer, men ger varken utrymme för diagnos eller angivande av riktning för företaget, då ägaren lämnar bolaget (Hedlund et al. 1985).

⁸ För presentation av Hirschmans teoretiska begrepp *exit* och *voice*, se avsnitt 2.2.

⁹ Se Appendix 1 för Goodman, Louche & Cranenburghs (2014) sammanfattande modell.

¹⁰ Begreppen översätts ej då de är vedertagna begrepp. De kursiveras fortsättningsvis för att förtydliga dess teoretiska betydelse.

Voice - att föra dialog

Enligt Hedlund et al. (1985) såg Hirschman *voice* som ett mer diplomatiskt sätt för ägare att uttrycka missnöje eller påverka företagsledningen till förändring. Forskarna beskriver att *voice* har fördelar gentemot *exit* i att ange riktning för förbättring och förnyelse av ett företag. Initierade och lojala ägare har goda möjligheter att se annalkande problem tidigare än marknaden så länge de har tillgång till relevant information från företagets anställda. Genom att bistå med expertis, god överblick och andra resurser kan ägarna således vara behjälpliga i att bemöta svårigheter tidigt (Hedlund et al. 1985).

Enligt teorin finns det ett antal former av *voice* vilka alla används som mekanismer för ägarstyrning i syfte att utöva inflytande. Bland annat nämns röstning på bolagsstämma som blivit vida studerat i tidigare forskning. I denna studie har vi valt att begränsa oss till det ovanstående teori kallar *direktkontakt med bolagets ledning* samt *kontakter med övriga ägare*, vilket vi definierar som den ägardialog studien åsyftar att undersöka.

Hirschman presenterade även begreppet *loyalty*, vilket ses som en förklarande faktor till varför *exit* och *voice* i vissa fall förekommer samtidigt trots *exits* tendens att tränga ut *voice*. Loyalty antas minska benägenheten till *exit* och leda till sökande efter alternativa handlingssätt. Likt Hedlund et al. (1985) kommer vi inte att använda oss av begreppet i vår studie, då det saknar en tydlig definition och således är svårt att applicera.

Valet mellan exit och voice

Enligt Hirschman bär *exit* ofta lägre kostnader än *voice*, och kan därför vara ett enklare alternativ än *voice*, vilken kräver mer än antingen-eller beslut (Hedlund et al. 1985). Detta leder enligt Hirschman till en betydande bias gentemot *exit* när båda handlingsalternativen är tillgängliga. Vidare framhålls att det är de aktörer som önskar eller hoppas att produkten eller bolaget åter kommer bli bättre än andra tillgängliga alternativ som väljer att tillämpa *voice* (Hedlund et al., 1985).

Hedlund et al. (1985) drar slutsatsen från Hirschmans resonemang att två bedömningar görs vid ägarnas val av *exit* eller *voice* som handlingsalternativ:

- En bedömning görs av möjligheterna att påverka bolaget i positiv riktning, vilken förutsätter inflytande och kompetens

- En bedömning görs av värdet av alternativa handlingsmöjligheter, såsom att avyttra och investera i andra bolag

Benägenhet till exit eller voice

Hedlund et al. (1985) urskiljer fem huvudsakliga ägartyper varav en är institutioner. De presenterar även ett antal faktorer vilka påverkar institutionernas val av agerande, vilka redogörs för nedan.

Vid valet mellan *exit* och *voice* är institutionernas *syfte med placeringen* särdeles avgörande. De framhåller att institutioner som försäkringsbolag, pensionsfonder och aktiefonder främst kan sägas eftersträva hög avkastning vilket bestäms av uppdragsgivarnas intressen och att de kännetecknas av en relativt låg risktolerans. Detta innebär en tendens till *exit*. Institutioner som staten och intresseorganisationer bär däremot ofta andra intressen med sina innehav än avkastning, vilket därför bör leda till en tendens till *voice*.

Vidare är institutionernas *kompetens* en påverkande faktor. Teoretikerna argumenterar för att den ägande institutionens utformning och verksamhet påverkar vilken slags kunskap och kompetens som dessa kan bidra med. En institution sägs även kunna anskaffa mer insikt i verksamhetens karaktär under ett längre innehav, vilket därmed kan öka möjligheten att använda *voice* med tiden.

Institutionens och innehavets relativa storlek sägs påverka tendensen till *voice* då de står i relation till förhandlingskraften gentemot andra aktieägare och företagsledningen. En mindre institution kan dock ha starkare incitament att påverka företag i vilka de har koncentrerade innehav, samtidigt som en större institution kan ha minskade incitament att använda *voice* då riskerna är fördelade genom ett mer utspritt innehav. Samtidigt kan ett spritt innehav skapa möjligheter att tillföra information om händelser på utländska marknader, nya idéer eller förmedla kontakter, varvid det är svårt att förutse vilken effekten blir.

Företagets totala ägarstruktur påverkar också vilket handlingsalternativ institutionerna väljer. När det finns andra dominerande enskilda ägare minskas benägenheten att ta en aktiv ägarroll. I en struktur där sådana dominerande ägare saknas ökar på motsvarande sätt denna tendens.

Institutionernas riskbenägenhet påverkar valet av handling och riskaversion förklaras leda till en benägenhet att bruka *exit*. Institutionerna vilka förvaltar andras pengar är genom lagstiftning och politik tvingade till lågt risktagande och *voice* ses typiskt sett som en mer osäker handling. Även egenskaperna hos individen som förvaltar placeringen och agerar som beslutsfattare kan dock påverka denna benägenhet (Hedlund et al. 1985).

2.4 Intressentteori

För att förstå dynamiken mellan de institutionella ägarna och dess intressenter redogörs nedan för Mitchell, Agle och Woods (1997) teori som identifierar en organisations huvudsakliga intressenter¹¹ och delar in dessa i grupper utifrån särskilda parametrar.

Intressenter blir viktiga i den utsträckning organisationens ledare uppfattar att intressenter har följande attribut: *Makt* att påverka företaget, *legitimitet* ifrån organisationen, och *angelägenhet* i sitt anspråk på organisationen¹². Utifrån dessa skapar de sju kategorier för intressenter.

Attributen framhålls kunna förändras för varje relation över tiden. Vidare utgör de en subjektiv och konstruerad verklighet snarare än objektiv. Teorin hävdar även att dessa attribut kan vara omedvetna från intressentens sida.

Makt

Enligt teorin är makt svårt att definiera, men inte för att det är svårt att urskilja: det är förmågan hos de som har makt att framkalla sitt önskade resultat. Om intressenten inte är medveten om att den har en kraft, eller inte har viljan att utöva den, så är den inte en huvudsaklig intressent. Alltså kan makt i sig inte göra en intressent viktig, utan det kräver att även angelägenhet eller legitimitet föreligger.

Legitimitet

Teorin har antagit Suchmans definition av legitimitet, en generaliserad perception eller antagande att en enhets agerande är önskvärt, riktigt, eller lämpligt inom ett visst socialt konstruerat system av värderingar, tankesätt och definitioner (Suchman 1995, återgiven av Mitchell, Agle & Woods 1997).

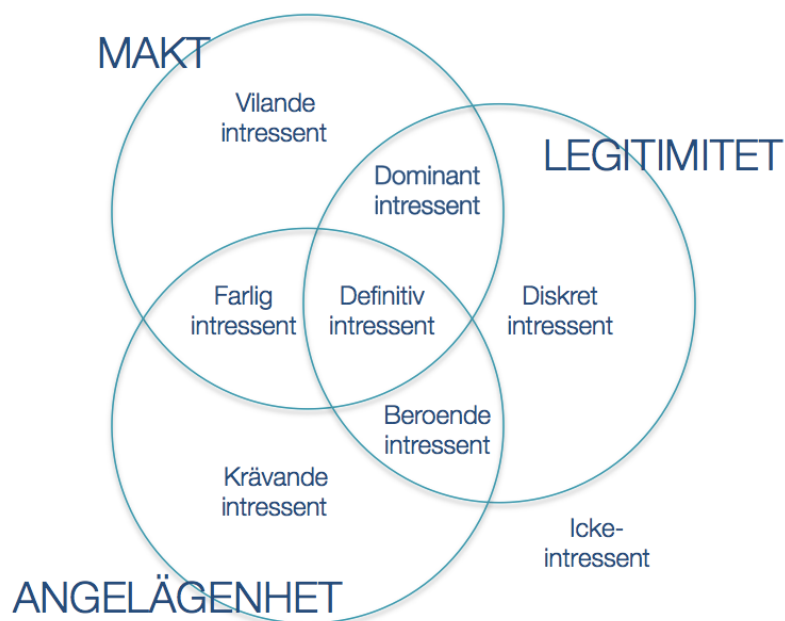
¹¹ Översatt från *salient stakeholder*.

¹² Översatt från *power, legitimacy* och *urgency*.

Legitimitet är ett dynamiskt attribut i relationen mellan intressenten och organisationen. Om legitimitet existerar är den baserad på en generell dygd som uppfattas för en intressent. Intressenten behöver inte uppfatta legitimiteten själv, likaså kan organisationen uppfattning om intressentens legitimitet skilja sig ifrån intressentens egen uppfattning.

Angelägenhet

Enligt teorin finns angelägenhet endast då två tillstånd är uppnådda; när en relation eller en fordran är av tidskänslig karaktär och när en relation eller fordran är viktig eller kritisk för intressenten. Angelägenhet är baserad på två attribut: tidskänslighet vilket är den grad organisationens fördröjning att adressera relationen eller fordran är oacceptabel för intressenten, och kriticitet, vilket innebär vikten av fordringen eller relationen för intressenten. Angelägenhet definieras som den grad till vilken intressentens fordran kräver omedelbar handling. Angelägenhet är inte heller en fast variabel, utan kan variera mellan relationer eller inom en relation över tid. Likt makt och legitimitet är angelägenhet ett socialt konstruerat fenomen som kan uppfattas korrekt eller inkorrekt. Kombinerat med något av de övriga attributen kan angelägenhet påverka förhållandet, och intressenten bli viktig för organisationen. Tillsammans med makt uppmuntrar det ensidigt handlande av intressenten. Kombinerat med båda, utlöser angelägenhet en ömsesidig acceptans och handlande mellan intressent och organisationen (Mitchell, Agle & Woods 1997).



Figur 1. De sju intressentgrupperna (Mitchell, Agle & Woods 1997)

2.5 Legitimitetsteori

Enligt legitimitetsteorin kan företag endast fungera om de anses agera i linje med samhällets och de relevanta intressenternas värderingar och normer, vilket enligt Friedman och Miles (2006) är ledningens uppgift. Sethi (1979) menar att ett *legitimitetsgap* uppstår om företagets värderingar inte lever upp till de som dess intressenter har.

Enligt Lindblom lägger organisationer resurser på att legitimera dess handlingar. Legitimitet kan uppnås genom kunskap och research, allianser och nätverk, eller genom att försöka influera policy. För att hantera en konflikt, och minska legitimitetsgapet, föreslås följande strategier (Lindblom 1994, återgiven i Friedman och Miles 2006):

- Utbilda sina intressenter om organisationens intentioner att förbättra sig
- Förändra intressenternas perception, men inte beteende
- Manipulera intressenternas perception genom distraktion
- Förändra de externa förväntningarna på dess prestationer

3. Metod

Följande avsnitt presenterar studiens genomförande vad gäller metodval, empiriinsamling samt hur empirin sedan analyserats. Därtill förs en kritisk diskussion kring eventuella svagheter med valet av metod, samt studiens reliabilitet och validitet.

3.1. Studiens kvalitativa forskningsansats

För att besvara vår frågeställning har vi valt att utföra en kvalitativ studie baserad på djupintervjuer med representanter för ett antal institutionella ägare samt andra aktörer med insyn i arbetet med dialoger.

Till skillnad från den kvantitativa metoden lägger den kvalitativa ansatsens tolkande synsätt tonvikten vid hur individer uppfattar och tolkar sin sociala verklighet (Bryman & Bell 2013). Detta gör den till en för studien lämplig forskningsansats, då frågeställningen tar avstamp i individernas perspektiv. Kvalitativa intervjuer har tillåtit en obunden empiriinsamling vilket möjliggjort att respondenters egna åsikter, erfarenheter och kunskap framhävts och fokuserats (Bryman & Bell 2013). Således har respondenterna själva kunnat fokusera på vad de anser och uppfattar som viktigt, vilket fått styra studiens fokus och utformning, istället för forskarnas egna åsikter och kunskap. Den kvalitativa ansatsen är vidare lämplig för uppsatsens explorativa ansats (Bryman & Bell 2013). I sin tur förklaras den explorativa karaktären av att det finns begränsad forskning om vad som påverkar institutionella ägares beslut att föra dialog och dialogens utformning, inte minst i Sverige (Fernler 2015).

Kvalitativ forskning har kritiserats för att framkalla empiriskt material som leder till en djup snarare än bred studie. Detta då en begränsad grupp av homogena respondenter kan bidra med förståelse av en viss grupp, vilken är subjektiv och kan leda till slutsatser som inte är lämpliga för en större population (Bryman & Bell 2013). I sin tur begränsar det möjligheten till generaliserbara resultat på grund av vår avsaknad av kvantitativ jämförelse, vilken hade möjliggjort ett större urval. På grund av studiens explorativa karaktär har vi dock avgjort att en kvalitativ ansats är bäst lämpad, och har valt att bemöta denna problematik genom att undersöka minst två institutionella ägare av respektive privat och statlig karaktär.

Semistrukturerad intervjumetod

Av den kvalitativa forskningens olika metoder har vi valt att basera vår empiriinsamling på semistrukturerade djupintervjuer. Intervjumetoden gör sig, enligt Bryman och Bell (2013), lämplig för att belysa de intervjuades personliga erfarenheter och åsikter om vad som påverkar dem i arbetet med ägardialogerna. Dessutom möjliggör denna metod för respondenterna att ta upp ämnen av eget intresse, vilket enligt ovannämnda författare är svårare att uppnå genom den strukturerade intervjumetodens standardiserade frågor. Samtidigt har en viss struktur i intervjuerna, ledd av en intervjuguide, skapat jämförbarhet då det tillåter oss uttolka generella teman och tendenser respondenterna sinsemellan.

Samtliga intervjuer har utförts mellan respektive respondent och uppsatsens två författare. Intervjuerna har skett genom fysiska möten på respondentens arbetsplats, vilket tillhandahåller en miljö där denne känner sig bekväm. Vid varje intervju började vi med en presentation av uppsatsens syfte samt vilka frågor vi ämnade söka svar på. De var alla runt en timme lång. Samtliga intervjuer spelades även in och transkriberades för att säkerställa att empirin blir korrekt återgiven.

Vidare har samtliga respondenter erbjudits anonymitet, både med hänsyn till sitt eget namn, sin arbetsgivare, samt de aktörer de namnger under intervjun. Då ett fåtal av respondenterna efterfrågade detta har vi valt att anonymisera samtliga personnamn. De intervjuade intresseorganisationerna och statliga AP-fonderna i studien har inte anonymiserats, detta då det hade varit svårt att illustrera dess karaktär i den utsträckning vi ansåg nödvändig. Sammantaget utgår studien från ungefär elva timmar av intervjumaterial hänförligt till tio intervjuer.

Intervjuguide

Intervjuguiden¹³ är utförd i enlighet med Bryman och Bells (2013) förslag, vilket innebär att intervjuaren ställer frågor i en förutbestämd ordning med frihet att frångå ordningsföljden för att följa respondentens resonemang. I linje med vår iterativa ansats¹⁴ utformades intervjuguiden efter en första informationsinsamling från de respektive organisationernas publicerade material om ägarstyrning samt den utförda förundersökningen¹⁵. Intervjuguiden kartlade ett antal områden som tillsammans täckte dialogens syfte; hur valet att föra dialog

¹³ Se Appendix 2.

¹⁴ Process som kombinerar induktiv metod med deduktiv metod.

¹⁵ Se sektion 3.3.

sker, dialogprocessens utformning, samt framgångsfaktorer och problematik med dialogarbetet.

Induktiv och iterativ ansats

För att möjliggöra en explorativ studie har en induktiv metod tillämpats, vilket innebär att empirin har legat till grund för det valda teoretiska ramverket (Bryman & Bell 2013). En första empiriinsamling genom kvalitativa intervjuer utfördes vilken sedan strukturerades i framstående teman. Med utgångspunkt i dessa teman utfördes sedan teorisökning, vilken lade grund för det teoretiska ramverket. I sin tur ledde teoriramen till ett behov av en kompletterande empiriinsamling, vilket kallas deduktiv metod (Bryman & Bell 2013). På detta sätt har vi efterföljt det som Bryman och Bell (2013) kallar en iterativ process. Den iterativa processen tillämpades för att säkerställa att insamlingen av empirin inte begränsades av ramen för en viss teori, samtidigt som efterföljande analys fick teoretisk grund.

3.2 Datainsamling och design

Förstudie

Innan fastställandet av frågeställning samt studiens respondenter, gjordes en förstudie. Detta hjälpte oss att ringa in studiens fokus genom att undersöka vilka aspekter av dialogen som lämpligen kunde diskuteras under intervjuer, samt säkerställa att anställda med insikt i dessa dialoger fanns tillgängliga hos organisationerna av intresse. Förstudien genomfördes genom öppna intervjuer med en forskare vid Score¹⁶, grundare och VD för Etikonsulten vilken ingår i studien samt en anställd vid en av studiens privata institutioner¹⁷.

Val av organisationer

Val av studiens undersökta institutioner har utgått från ett antal kriterier. De anger sig vara aktiva ägare¹⁸, samt har sitt huvudsäte i Stockholm, vilket möjliggör de önskade djupintervjuerna. För att dessutom kunna förtydliga eventuella likheter och skillnader mellan statliga och privata institutionella ägare valde vi att intervjua tre statliga samt två privata institutioner.

¹⁶ Score, Stockholms centrum för forskning om offentlig sektor.

¹⁷ Personen i fråga ingår inte i studien.

¹⁸ Samtliga har undertecknat FN:s *Principles for Responsible Investment*.

Uppsatsen omfattar empiriska studier av fem svenska institutionella ägare. Tre av dessa är statliga pensionsfonder: Första AP-fonden, Tredje AP-fonden samt Sjunde AP-fonden. Även två statliga institutioner är representerade, och benämns framöver Privat1 och Privat2.

Under intervjuer med institutionerna framkom ett flertal aktörer som påverkande eller var direkt involverade i dialogarbetet. Därför har intervjuer genomförts med ytterligare tre organisationer. En av dessa kallas fortsatt Etikkskonsulten. De hjälper institutionella ägare att genomlys¹⁹ portföljbolagen med hänsyn till internationella konventioner och institutionernas ägarpolicys. Dessutom genomför de dialoger å institutionernas vägnar.

Till sist intervjuades de två intresseorganisationerna Fair Finance Sweden och Swedwatch. Fair Finance Sweden²⁰ är ett initiativ som bland annat undersökt och utvärderat institutionernas ägarpolicys med hänsyn till olika hållbarhetskriterier (Fair Finance Guide odaterad hemsida). Swedwatch är en ideell organisation som bland annat granskar institutionernas arbete med ägardialoger i praktiken med syftet att skapa kännedom om missförhållanden relaterade till svensk företagsverksamhet (Swedwatch odaterad hemsida).

Urval av respondenter

Studien innefattar totalt tio djupintervjuer med individer från de åtta organisationerna med mycket god insikt i arbetet med dialoger. Från de fem institutionerna har en person intervjuats vilken har ett huvudsakligt ansvar för arbetet med ägardialoger. Då endast en eller ett fåtal personer är aktivt delaktiga i ägardialogerna på de undersökta institutionerna, har det antal intervjuer som utförts på vardera institutionen begränsats.

På de privata institutionerna har intervju även genomförts med chef för CSR. De utför inte själva ägardialogen, men är engagerade genom att de ansvarar för institutionens policy och ställningstagande i dessa frågor samt erhåller rapportering om dialogerna från respektive dialogansvarig.

Respondenten från Första AP-fonden är även ordförande för Etikrådet, Första till Fjärde AP-fondens samarbetsorgan för arbetet med hållbarhetsfrågor (Etikrådet odaterad hemsida). Sjunde AP-fondens respondent är ordförande för Swesif, en oberoende samarbetsorganisation

¹⁹ Benämns av respondenterna som screening.

²⁰ Organiserat av medlemsorganisationer som Sveriges Konsumenter m.fl. och finansierat av Sida.

för svenska kapitalförvaltare som engagerar sig i hållbara investeringar (Swesif odaterad hemsida). Därmed ger de oss utöver insikt om de respektive institutionernas arbete även ett bredare perspektiv på dialogprocessen. Intervju har även genomförts med Etikonsultens grundare och VD. Då byrån ansvarar för såväl granskningen av institutionella ägares innehav samt utförandet av flertalet ägardialoger så intervjuades denne med syftet att förtydliga hur dessa processer går till.

För att få ytterligare perspektiv på de aktörer vilka av institutionerna beskrevs som granskande av arbetet med ägardialoger, intervjuades projektledare för Fair Finance Sweden, organiserad av Sveriges Konsumenter. Personen i fråga har även tidigare erfarenhet som analytiker på bank och som etikonsult i flera år och har därmed lång erfarenhet av dialogerna. På Swedwatch intervjuades en researcher som granskat aspekter av de institutionella ägarnas ägardialoger och dessutom arbetat som etikonsult tidigare.

Definitionslista

Nedan följer en lista över intervjurespondenterna och dess fortsatta benämning i uppsatsen.

Företag	Titel	Uppsatsbenämning	Intervjudatum
Första AP-fonden / Etikrådet	Chef för kommunikation & ägarstyrning	AP1	2015-04-10
Tredje AP-fonden	Senior portföljanalytiker & ägaransvarig	AP3	2015-03-20
Sjunde AP-fonden	Chef för kommunikation & ägarstyrning	AP7	2015-04-08
Privat1	Fondförvaltare & ESG specialist	Privat1 _{ESG}	2015-04-02
Privat1	Hållbarhetschef	Privat1 _{CSR}	2015-04-09
Privat2	Ansvarig ansvarsfulla investeringar	Privat2 _{RI}	2015-04-01
Privat2	Hållbarhetschef	Privat2 _{CSR}	2015-04-15
Etikonsult	VD & Grundare	Etikonsult	2015-04-14
Fair Finance Sweden	Projektledare	Fair Finance	2015-03-23
Swedwatch	Researcher	Swedwatch	2015-04-14

Tabell 2. Sammanställning av intervjuade respondenter

Sekundärkällor

Ett begränsat antal sekundärkällor har använts för att få en bredare förståelse för aktörernas arbete med, eller åsikter om, ägarstyrning genom dialog. Bland annat används aktörernas publicerade rapporter om hållbarhet och ägarstyrning. Dessa har dock främst använts som underlag till intervjufrågor samt i begränsad mån till att klargöra angiven information.

3.3 Databearbetning

Empiriskt grundad komparation

Uppsatsen använder sig av teoribildning på empirisk grund, även kallad grundad teori, vilken är en viss typ av induktiv metod. Den anses vara särskilt användbar när det gäller att formulera teorier som utgår ifrån insamlad data (Bryman & Bell 2013). Empirin från intervjuerna i denna studie sorterades successivt med hjälp av en empirisk grundad komparation. Kategorier byggdes fram utefter identifierade teman, allteftersom vi genomförde nya intervjuer (Fernler 2015).

Uppsatsens reliabilitet och validitet

På grund av studiens kvalitativa ansats utvärderas dess kvalitet utefter extern och intern reliabilitet och validitet (Bryman & Bell 2013).

Studiens externa reliabilitet anger huruvida studien kan replikeras. När det gäller en kvalitativ studie är den externa reliabiliteten enligt Bryman och Bell (2013) ofta komplicerad av svårigheten att fullständigt replikera den sociala miljö och andra betingelser som fanns vid studiens utförande. Dock är forskningsfrågorna såpass generella att de anses kunna överföras till samma typ av aktörer som vi intervjuat i studien, det vill säga institutionella ägare, etikkonsulter samt intresseorganisationer.

Den interna reliabiliteten bygger på huruvida studiens författare har en subjektiv överenskommelse om hur det empiriska materialet skall kategoriseras och bedömas under dess bearbetning (Bryman & Bell 2013). Den interna reliabiliteten har stärkts då uppsatsförfattarna tillsammans diskuterat, kategoriserat och gjort tolkningar av studiens empiri och dess efterföljande analyser.

Studiens interna validitet syftar på studiens förmåga att besvara forskningsfrågan. Den interna validiteten har stärkts genom att respondenterna fått förtydliga sina tankar och resonemang under en löpande kommunikation. Således har uppsatsens tillförlitlighet förstärkts genom så kallad respondentvalidering, då majoriteten av respondenter har tillåtits godkänna intervjuerna efter transkribering (Bryman & Bell 2013). Vidare har den interna validiteten stärkts genom att en kort introduktion av uppsatsens ämne och syfte presenterats för samtliga respondenter inför intervjuerna.

Den externa validiteten avser studiens generaliserbarhet, bortom den specifika undersökningskontexten. Enligt Bryman och Bell (2013) är studiens urval av särskild vikt vad gäller denna aspekt. Urvalet av respondenter har i detta fall gjorts med hänsyn till deras kunskap alternativt medverkande i dialogerna. Det bör dock beaktas att urvalet baserades på respondenternas vilja att delta, vilket kan leda till att en viss typ av organisationer eller aktörer som är mer benägna att tala om dialogprocesserna är överrepresenterade inom urvalet. Detta i sin tur kan ha implikationer på studiens överförbarhet på en bredare population.

4. Empiriredovisning

Detta avsnitt inleds med en presentation av studiens undersökta aktörer, sedan följer den empiriska beskrivningen av hur dessa arbetar med dialoger i praktiken. Därefter presenteras ett antal teman som särskilt framgick påverka respondenternas beslut.

4.1 De undersökta aktörerna

SRI-konsult: Etikksulten

De intervjuade institutionella ägarna anlitar en konsultbyrå som hjälper dem urskilja vilka bolag som misstänkts bryta mot en konvention. En normbaserad granskningsmodell används för att bedöma företagets förenlighet med SRI. Konsulterna hjälper även till med att föra dialoger, i varierande utsträckning. Kunderna till Etikksulten är flertalet institutionella ägare.

Statliga institutioner: AP-fonderna

AP-fonderna är de svenska allmänna pensionsfonderna vilka har fått i uppdrag av Riksdagen att förvalta svenska folkets pensionspengar, de är således en statlig myndighet. Sjunde AP-fonden skiljer sig från de andra då de förvaltar kapitalet i premiepensionssystemet, de övriga förvaltar inkomstpensioner. Formellt är fondernas uppdrag att leverera hög avkastning till låg risk, utan att göra avkall på miljö och etik (Etikrådet odaterad hemsida).

AP-fondernas Etikråd ansvarar för de flesta av dialogerna för samtliga AP-fonder, förutom AP7 (Etikrådet odaterad hemsida). Enligt AP1, Etikrådets ordförande, utgörs rådet av de två personer på respektive fond som arbetar med ansvarsfullt ägande samt en generalsekreterare som arbetar heltid. De andra spenderar ungefär en tredjedel av sin tjänst på arbete med Etikrådet.

Privata institutioner: Privat1 och Privat2

Privat1 och Privat2 är två stora institutioner med huvudsäte i Sverige. Deras fonder har innehav i flera tusen bolag världen över. Dialoger med innehaven sker dels genom institutionen själv och med hjälp av etikksult.

Intresseorganisationer: Fair Finance Sweden och Swedwatch

Fair Finance Sweden är ett initiativ som i Sverige drivs av Sveriges Konsumenter med fler²¹ (Sveriges Konsumenter odaterad hemsida). Bland annat lanserade de tidigt år 2015 en guide som rangordnar de största privata institutionella ägarna utifrån deras förvaltningspolicys etik och miljöhänsyn (Fair Finance Guide odaterad hemsida).

Swedwatch är en ideell förening och researchorganisation med syftet att minska social och miljömässig negativ påverkan av svenskrelaterade företagsverksamhet i utvecklingsländer. Bland annat granskar organisationen de svenska institutionella ägarnas arbete med ägarstyrning i hållbarhetsfrågor (Swedwatch odaterad hemsida).

4.2 Dialogprocessen

Genomlysning av institutionernas portföljer

Dialogerna initieras främst på grund av att företaget misstänkts bryta mot en internationell konvention. Detta uppdagas vanligtvis vid en rutinemässig genomlysning²² av institutionernas aktieportföljer vilken sker via en etikkonsult. Metoden kallas normbaserad screening och processen ser relativt lika ut för Etikonsultens kunder och de intervjuade institutionerna.

Konsultbyrån får en lista över bolagen som institutionen har innehav i. Därefter söks dessa genom en databas som innehåller källor såsom internationell media, rapporter från frivilligorganisationer, rapporter ifrån FN, domstolsutlåtanden och liknande. Syftet är att få information om potentiella brott mot de internationella konventioner som Sverige undertecknat vad gäller bland annat miljö, mänskliga rättigheter och korruption.

Beslut vid misstänkt eller verifierad kränkning

När konsulten identifierat ett problem och gjort bedömningen att en potentiell dialog kan inledas kontakter de institutionen som tar ställning till fortsatt handling. Det är alltså först när en kränkning mot en konvention har verifierats av konsultbyrån, genom oberoende trovärdiga källor²³, som ägarna engagerar sig (Privat2_{RI}, Etikonsulten).

²¹ Medlemsorganisationerna är Sveriges Konsumenter, Amnesty, Diakonia, Fair Trade Center och Naturskyddsföreningen. Projektet finansieras huvudsakligen genom stöd från Sida.

²² Översatt från *screening*, vilket är benämningen som respondenterna använder.

²³ Exempelvis FN:s fackorgan Internationella arbetsorganisationen (ILO).

Av 100 bolag som hamnar i konsulternas filter under genomlysningen, utesluter Privat2 cirka 25 innehav och engagerar sig i dialog med 25. De 50 kvarstående företagen hanteras av en etikkonsult. En anledning till detta beskrivs vara att det inte är resurseffektivt att föra alla dialoger själva (Privat2).

AP3 säger att beslutet att föra dialog baseras på den information som etikkonsulten bidragit med under den initiala kontakten med bolagen. Därtill bistår konsultbyrån med underlag samt förslag till handlingar baserade på erfarenhet.

AP1 beskriver att etikkonsulten finner omkring 100-200 bolag där misstanke om konventionsbrott finns. Cirka 30-40 av dessa är nya från föregående genomlysning. Av dessa sker en prioritering av cirka 5-10 företag vilka de engagerar sig i dialog med. Prioriteringen är baserad på vilken slags dialog det är och huruvida en förändring anses trolig. De går inte in i en dialog om de inte tror att bolaget kommer att ändra på sig. I sin tur är förmågan att påverka svår att definiera.

Huruvida dialogen ska skötas via konsultbyrå eller av institutionen själv hävdar AP1 beror på förmågan att påverka. Om vad som avgör förmågan att påverka svarar AP1 följande;

“Det är inte så att vi har en checklista. Det är fingertoppskänsla. Så det är svårt att säga hur vi gör den prioriteringen” - AP1

Dialog med nordiska bolag sköter institutionerna själva i största möjliga mån. För utländska innehav ansvarar etikkonsulterna ofta för de privata institutionernas dialoger, varvid de själva bokar möten och institutionen kan delta via telefon, mail eller brev (Privat1_{ESG}, Privat2_{RI}). AP-fondernas utländska dialoger sker genom Etikrådet, varav ungefär hälften förs av Etikrådets etikkonsult²⁴.

Dialog genom etikkonsult

För de dialoger som görs via etikkonsulter görs först en genomförbarhetsstudie²⁵: bolaget kontaktas, man tittar på möjligheten att påverka företaget i önskad riktning och estimerar möjligheten att göra det inom en rimlig tidsram. Etikkonsulten skriver sedan ett brev med

²⁴ Exklusive Sjunde AP-fonden.

²⁵ Direkt översatt från *feasability studie*.

frågor kring situationen, och huruvida de har en plan på åtgärder. Ibland anges även förslag på åtgärder. Brevet godkänns och skrivs under av de kunder som vill vara med på initiativet och sänds sedan, via mail eller fysisk post, till företagsledningen. Responsen från företaget ger sedan en indikation om dialogen behöver trappas upp. Som följd görs överväganden om bolaget bör träffas fysiskt eller om en telefonkonferens är nödvändig. Denna process med kommunikation fram och tillbaka kan löpa under "3, 6, 12, 18, 24 månader" enligt Etikkskonsulten.

Privat2_{RI} beskriver att när etikkonsulterna ansvarar för dialogen agerar de självständigt, med utgångspunkt i internationella konventioner. Vid de dialoger som sker via konsult är Privat2 ofta med per telefon, och när konsulterna skickar brev är de representerade med logotyp.

Dialog mellan institutionella ägare och företaget

När dialogen övergår till en mer kravställande ton tar ägaren ofta över (AP3). Etikrådets process sker sedan som följer. Först ställs en vänlig förfrågan om vad bolaget bör göra, om gehör inte har infunnit sig skickas ett mer kravställande brev. Om bolaget fortfarande inte agerar ställs hårdare krav och avslutningsvis kan hot om att involvera media förekomma. Däremot finns ingen systematisk checklista eller process, och de vet inte hur lång tid det kan ta till nästa steg i dialogen tas (AP1).

"Man får laga efter läge" - AP1

Respondenterna förklarar att dialog med svenska bolag oftast sker utan konsultbyråns hjälp. Viss kommunikation med utländska bolag sker också via institutionerna, då främst via brev (AP3, Privat2_{RI}).

Dialoger som förs mellan de privata institutionerna och bolagen direkt beskrivs som mer informella samtal, ofta över telefon eller genom fysiska möten. Privat1_{ESG} förklarar att det sker ett kunskapsutbyte som baseras på att man känner varandra och kan sitta ner och vädra problem. Då förvaltarna har mycket kunskap om hur konkurrenter arbetar med liknande frågor möjliggörs även ett utbyte av "best practice" (Privat1_{ESG}).

Kollektiv dialog

Då institutionerna ofta äger samma bolag förs en del dialoger kollektivt. Denna initieras ofta genom att en institution kallar till möte gällande ett innehav, då situationen och vad som bör krävas av bolaget diskuteras (AP3). Detta underlättas av att de personer som arbetar med ägarstyrning på de svenska institutionerna känner varandra väl. Att flertalet ägare kommunicerar med enad front sänder en viktig signaleffekt till bolaget.

Kollektiv dialog samlar mer kraft bakom påverkansarbetet. Privat1_{ESG} berättar som exempel att 20 % av stockholmsbörsens ägare gick samman i dialog med ett stort skogsbolag, vilket tvingade dem att lyssna.

De institutionella ägarna går även samman i gemensam dialog gentemot utländska bolag, då kulturella skillnader gör att dialog med bolag främst utanför Europa uppfattas som svåra (Privat2_{RI}).

Att avsluta en dialog

AP-fonderna har infört tidsgränser för dialogen, men dessa skiljer sig åt mellan AP7 och de övriga. Etikrådet har infört en gräns för dialog på fyra år, varefter innehavet avyttras om önskade resultat inte har uppnåtts. Detta sker främst då bolagen inte ger respons under dialogen, vilket lett till att fler utländska än svenska bolag har avyttrats hos AP-fonderna. AP1 belyser att gränsen dock inte är strikt utan bedömning sker i varje enskilt fall.

“Gränsen är inte så där absolut fyra år, om vi upplever att vi fortfarande kan påverka så kan de få ta lite längre tid.” - AP1

För AP7 är gränsen för dialog istället sex månader. Anledningen till detta är att de ska ha möjlighet att säkerställa att innehavet utesluts på grunder som inte är föremål för godtycklig bedömning. Avyttring ses som ett verktyg för ägare att ta sitt fulla ansvar i fall där bolag systematiskt bryter mot konventioner och saknar vilja att ändra sig, i dessa fall ser AP7 avyttring som det enda alternativet. Offentliggörande vid avyttring framhålls även vara viktigt för att öka påverkanseffekten. Detta för att uppnå en systematisk process och minimera godtyckliga bedömningar av att välja dialog eller avyttring (AP7).

“Vår huvudambition är att påverka, och ska man göra det genom uteslutning så måste man offentliggöra vilka bolag det är man utesluter och på vilken grund - Naming and Shaming”

- AP7

Till skillnad från AP-fonderna har de privata institutionerna inga tydliga tidsgränser för hur länge dialog kan fortgå. Privat2_{RI} anser också att dialog är att föredra framför avyttring, då det erbjuder en möjlighet att stanna och påverka, men om det inte visar på resultat så avyttras bolaget.

Privat1_{ESG} delar denna syn och anser att en dialog som avslutas med avyttring är en misslyckad dialog, då man inte lyckats påverka tillräckligt för att kunna försvara och behålla innehavet. Att innehavens verksamhet måste vara försvarbar härleder Privat1_{ESG} till att det är kundernas pengar som förvaltas. Vidare tar de hänsyn till vad som gör mest nytta, vilket kan vara att stanna och stötta ett företag genom en förändringsprocess (Privat1_{ESG}, Privat1_{CSR}).

Swedwatch diskuterar också tidsrymden för dialogen och efterfrågar tydligare transparens hos institutionerna vad gäller denna. Det anses att dialogen riskerar att bli ett svepskäl till att få stanna som ägare i ett bolag, om processerna bakom inte görs tydliga för kunder och andra intressenter. Swedwatch tror inte att det går att sätta en “magisk gräns” på ett visst antal år som dialogen får fortgå, men anser att ägarna bör visa hur de resonerar kring detta.

“... för att påverkan [dialog] ska vara en försvarbar strategi måste man veta att man har en chans att lyckas inom en rimlig tidsrymd, annars riskerar det att bli att man bara "pratar" med ett problematiskt företag i 10-20 år” - Swedwatch

4.3 Faktorer som påverkar dialogen

Nedan följer en empiridriven delanalys där identifierade teman som framgått under intervjuerna kategoriseras. Dessa har förklarats påverka valen institutionerna gör gällande ägardialogerna, och lägger således en grund för den efterföljande analysen.

Innehavets geografiska position

Samtliga institutioner uppger att de svenska innehaven i större utsträckning hanteras av fonden själva, utan hjälp ifrån etikkonsult. Privat1_{ESG} säger att innehaven ofta är mycket små

utanför Norden och att ägarpåverkan därmed inte är lika stor. Genom Etikkskonsulten eller kollektiv dialog kan flera institutionella ägare samordna sig för att nå upp i en större gemensam ägarandel. Privat1_{CSR} bekräftar synen att det sällan går att ha direkt dialog när innehavet ligger långt borta. Privat2_{RI} anger istället att det inte är kostnadseffektivt för dem att resa för fysiska möten med utländska bolag, men att de kan mötas om bolaget är på besök i Sverige.

Utöver de större ägarandelarna i inhemska innehav framhåller AP1 att svenska bolag är mer öppna för dialog och menar på att det finns en betydande kulturell skillnad i detta avseende. Även Privat1_{ESG} delar synen att svenska bolag är “duktiga” på dialog.

“Svenska bolag och investerare har en lång tradition av att prata med varandra. Det har vi gjort i årtionden.” - AP1

Etikkskonsult säger att det för svenska institutionella ägare blir mer intressant, relevant och viktigt att föra dialog med ett bolag som kommer från samma geografiska marknad.

“Det händer något i ägardialogen när man är närmare varandra” - Etikkskonsulten

Vidare granskar media svenska innehav i större utsträckning, vilket leder till att fondbolagen ofta snabbt uttalar sig i media om att beteendet är oacceptabelt, hävdar Fair Finance. När problem uppstår i utländska innehav granskar inte svensk media i samma omfattning, och därför bryr sig ägarna inte lika mycket (Fair Finance).

Institutionens resurser

Privat1_{CSR} betonar att aktivt ägande kräver resurser. Även Etikkskonsulten förklarar att engagemangen i dialoger är en resursfråga för institutionerna och att prioritering därför är nödvändig. Etikrådet prioriterar sina dialoger utefter om de tror att de kan göra skillnad, och låter bli att engagera sig om de inte tror att de kan påverka.

Etikkskonsulten säger att anledningen till att institutionerna anlitar dem, framför allt för kollektiva dialoger, är delvis på grund av begränsade resurser. Det är därför omöjligt för institutionerna att delta i samtliga dialoger, istället kan man stödja konsultens dialog genom

att underteckna brev till bolagen. Enligt Privat2_{RI} väljs ett antal sådana bolag ut som de stödjer.

Fair Finance beskriver att de personer som arbetar med dessa frågor inom institutionerna får för lite resurser. Bland annat har det uppdagats att AP-fonderna endast lägger ett par promille av dess resurser på miljö- och etik frågor.

“Man satsar oerhört lite resurser på de här frågorna och ändå uttalar man sig om att hållbarhet är viktig för förvaltningsmålen ... Det blir inte trovärdigt ...” - Fair Finance

Institutionens påverkansstrategi

Enligt AP7 äger de i princip alla världens största bolag, i små andelar. Det beskrivs att AP7 aldrig köper ett bolag med avsikt att sälja det, vilket påverkar hur de ser på styrning av hållbarhetsfrågor. Då de förväntar sig äga bolagen för alltid har de ett intresse av att skapa så bra avkastning som möjligt idag, utan att det sker på bekostnad av nästa generations pensionärer. Dock anses avyttring vara nödvändigt vid bolags upprepade brott mot konventioner (AP7).

Även AP1 beskriver att de är långsiktiga i sitt påverkansarbete, även om de inte nödvändigtvis äger bolagen för alltid. När de avyttrar beror det främst på att de inte tror på sektorn, marknaden eller liknande (AP1).

“Vi är långsiktiga i vår inriktning. När vi äger ett bolag så tänker vi att vi ska göra det bra för bolaget på mycket lång sikt.” - AP1

Samma långsiktighet präglar de privata institutionerna, som därför förespråkar dialog framför avyttring. Privat1_{CSR} hävdar att deras utgångspunkt är att de vill vara ägare långsiktigt.

“Vi är ju långsiktiga ägare... Så för oss är dessa ägardialoger extremt viktiga.” - Privat1_{ESG}

Ägarandelens storlek

Etikrådets AP-fonder belyser uppfattningen att de blir en större ägare tillsammans genom att föra dialog gemensamt, vilket innebär att bolagen lyssnar mer. Samtidigt anser de att det statliga uppdraget innebär en fördel i dialogerna, då de kan “trycka på att de är statliga”. Även

Privat2_{RI} bekräftar detta och säger att AP-fonderna har stor ägarmakt i relation till små ägarandelar, tack vare det statliga uppdraget.

Även Privat2_{RI} som Privat1_{ESG} menar att möjligheten att påverka ökar med antalet ägare som engagerar sig i gemensam dialog. Det betonas dock att det främst är antalet ägare som skapar en stark och betydelsefull signaleffekt, snarare än ägarandelen i sig (Privat2_{RI}).

Uppmärksamhet i media

Såväl media som kunder blir alltmer intresserade av institutionernas arbete med aktivt ägande, vilket Privat2_{RI} anser beror på att ju mer media exponerar frågorna, desto mer intresserade blir kunderna.

AP7 hävdar att journalistkåren medielogik fokuserar på att skapa dramatik för läsarna och bortser från den professionella metoden och grunden mot vilken de tar beslut. Avyttring uppges vara ett favoriserat tema i media och att särskilt nyhetsvärde ges de fall som gäller svenska eller välkända internationella företag. Detta leder till missvisande rapportering och att diskussion med media känns "hopplös" (AP7).

Exponering i media kan till och med leda till att institutioner avyttrar direkt istället för att engagera sig i dialog, enligt flera av aktörerna. Etikksulten illustrerar vilken stor effekt medial uppmärksamhet kan få med en berättelse om en institution som sålde av ett innehav samma dag som en skandal om ett innehav uppmärksammats i media.

"Trycket blir så hårt att man agerar bara för att man vill bli av med trycket. Det är den sämsta tänkbara situationen. Det är dåligt för alla" - Etikksulten

Granskande intresseorganisationer

Fair Finance anser att de institutionella ägarna bör göra mycket mer för att redovisa dialogerna och dess resultat. Institutionerna anses "*peka på den svarta lådan*" (dialogen), och antyda att det sker saker där, men att intressenter inte får se in (Fair Finance).

Samtliga respondenter från institutionerna uppger att granskningar från intresseorganisationer²⁶ är ständigt närvarande och förklarar att det påverkar deras arbete med och kommunikation av dialogerna. Bland annat bildades Etikrådet en följd av att AP-fondernas kommunikationschefer uppmärksammade växande negativ kritik från intresseorganisationer (AP3).

Intresseorganisationerna beskrivs använda AP-fonderna som ett “språngbräda” ut i media, då det är av särskilt nyhetsvärde hur AP-fonderna investerar svenska folkets pengar (AP7, AP1).

“De drivs av samma medielogik som alla andra, de måste skapa rubriker och hitta skandaler och hänga ut och så där. Så det gör dem.” - AP7, om NGO:s i media

De privata institutionerna upplever att de främst granskas av intresseorganisationer som Swedwatch och Fair Finance Sweden. Trots att deras metoder kritiseras av respondenterna anser man att frågorna de lyfter är viktiga. Effekten blir en märkbar ökad aktivitet hos de institutioner som får dåliga resultat i en sådan rapport (Privat1_{ESG}).

“Det är jätteviktigt att bli granskad, det sätter en blåslampa på oss och våra konkurrenter att bli bättre. Men sen ska man vara medveten om att vi inte kan springa efter varje kritisk rapport” - Privat2_{RI}

Fair Finance Guides lansering föranledde ett rundabordensamtal vid vilket Privat2 deltog tillsammans med andra granskade institutioner.

Transparens och förtroende

De privata institutionerna drivs av sina kunders principer, och förtydligar att deras intressen prioriteras framför andras. Enligt samtliga institutioner är det viktigt att kommunicera om dialogerna. Privat1 menar att det är viktigt för att de ska kunna försvara innehaven i de företagen. Det ökade antalet frågor har lett till en mer omfattande redovisning av dialogerna.

Att kommunicera dialogens innehåll upplevs dock stundtals vara problematiskt. Privat2_{RI} menar att det inte är konstruktivt att tala om detaljerna i en dialog, då essensen av en

²⁶ Organisationer som nämns är Swedwatch, Fair Finance Guide, Sveriges Konsumenter, Naturskyddsföreningen, Greenpeace och Amnesty.

förtroendefull dialog är att den inte är offentlig. Privat1_{CSR} beskriver att en framgångsrik dialog bygger på förtroende mellan parterna, vilket kräver att den sker utan att vara publik. Samtidigt uppger respondenterna att den ökande redovisningen av dialoger är ett steg i rätt riktning, men att mycket arbete kvarstår i framtiden.

5. Analys

Nedan följer en analys av empirin med hjälp av studiens teoretiska ramverk. Genom teorin söker vi att nå en djupare förståelse för vad som påverkar valet mellan dialog och avyttring samt varför dialogen sedan ser ut som den gör.

5.1 En stark tendens till dialog

Det framgår tydligt att de intervjuade aktörerna anser att rollen som ansvarsfull och aktiv ägare innebär att de i största möjliga mån ska påverka innehaven till att bättra sig över en långsiktig horisont. Studiens respondenter resonerar generellt i enlighet med Hirschman och Hedlund et al. (1985) när de beskriver att de har större möjlighet att påverka bolagen till förändring genom dialog, snarare än avyttring.

Studien styrker Hedlund et als (1985) resonemang att statliga institutioner, som präglas av andra mål utöver avkastning, har en benägenhet att bruka *voice*. AP-fonderna har ett direktiv från staten att de förutom att ge bästa möjliga avkastning till spararna, inte ska göra avkall på etik och miljö i sin fondförvaltning (AP1, AP3). Detta leder naturligt till att de arbetar med att påverka sina innehav med hänsyn till hållbarhet.

Samtliga institutioner hävdar att rollen som långsiktig ägare innebär att dialog används som påverkansverktyg. I likhet med Nyqvist (2015) anses dialog vara ett viktigt och föredraget påverkansverktyg. Detta baserat på respondenternas åsikt att den största skillnaden kan skapas genom dialogen, vilket bekräftar den uppfattning som bland annat framförts av Goranova och Ryan (2014). Detta resonemang görs gällande även för studiens privata institutioner, som i och med deras valda roll som aktiva ägare även har hållbarhetspåverkan som ett till mål utöver avkastning. Därmed finner vi inte bevis för Hedlund et als (1985) uppfattning att benägenheten att använda dialog, eller *voice*, skiljer sig mellan de statliga och privata institutionerna.

Det finns däremot en aktör som avviker från de övriga som anser att avyttring ibland är ett mer effektivt sätt att utöva *voice*, eller med Hirschmans definition, att påverka bolaget (Hedlund et al. 1985). AP7 hävdar att dialog aldrig är ett alternativ till avyttring, och att man måste offentliggöra en avyttring för att den ska få effekt. AP7, liksom de religiösa investerarna i Goodman, Louche och Cranenburghs (2014) studie, använder avyttring i kombination med ett

publikt uttalande som en form av *voice*. Detta motsäger Hirschmans ursprungliga definition av *exit* som ett enbart ekonomiskt beteende (återgiven i Hedlund et al. 1985), då detta visar att *exit* kan väljas som ett påverkansverktyg. Däremot styrker exemplet resonemanget att exitbeteende kan brukas som en negativ "betygsättning" på företaget och dess ledning, samt för att sätta press på bolaget att agera enligt ägarnas förväntningar (Hedlund et al. 1985).

Delslutsats

Institutionernas roll som aktiva ägare medför att de är långsiktiga i sin påverkansstrategi, vilket i sin tur innebär att de principiellt för dialog framför att avyttra. Benägenheten att föra dialog är stark och vi finner att de privata ägarna, i motsats till Hirschmans och Hedlund et als uppfattning (1985) inte har en större tendens att använda sig av avyttring än dialog. Därutöver finner vi att en av institutionerna använder *exit* som en typ av *voice*, när det anses ge en större påverkanseffekt. Detta visar att avyttring inte endast är den ekonomiska handling som Hirschman ansåg, utan är även ett sätt att påverka.

5.2 Via media kan intressenters fordringar leda till avyttring

Trots att ovanstående analys visar tydligt på tendensen till dialog, så framfördes av flertalet respondenter en specifik situation som kan orsaka en direkt avyttring - när problem i ett innehav fått stor medial uppmärksamhet. Detta framgår av intervjuerna kunna leda till att en institution avyttrar direkt (AP7, Etikkskulten). Media som intressent till institutionerna analyseras nedan utifrån Mitchell, Agle och Woods (1997) tre parametrar *makt*, *legitimitet* och *angelägenhet*.

Det framkommer tydligt under intervjuerna att media genom sin förmåga att framkalla önskat resultat, stundtals innehar en betydande makt över institutionernas val av handlingar. Uppfattningen att kundernas ökade intresse av frågorna beror på att media exponerar frågorna alltmer, vittnar om att media genom sin exponering direkt kan influera uppfattningen hos de institutionella ägarnas kunder.

Däremot illustrerar respondenternas uttalanden att media har bristande legitimitet. Uppfattningar om medielogikens metod bland annat som oförenlig med de professionella grunder mot vilka institutionerna fattar beslut (AP7), visar på institutionernas kritiska ställning till media.

Medias angelägenhet uppstår då en situation gällande ett innehav har stort nyhetsvärde. Media har inte vanligtvis en angelägen fordran gentemot institutionerna gällande ägardialoger²⁷. Däremot har intresseorganisationer som Swedwatch och Fair Finance Guide starka åsikter om vad institutionerna gör i frågan och kan således tillföra nyhetsvärdigt material till media. Information, rapporter²⁸ och åsikter tillförda av intresseorganisationerna får stundtals stort mediegenomslag, och därmed tillhandahåller media ett utrymme för intresseorganisationer att skapa angelägenhet för sina fordringar.

När angelägenheten finns, men legitimiteten saknas, blir media farliga intressenter för institutionerna (Mitchell, Agle & Woods 1997). När en nyhet som kallar på specifik handling från institutionerna publiceras, kan effekten således bli att dessa tvingas att avyttra direkt istället för att engagera sig i dialog, vilket illustreras i exempel av såväl Privat1_{ESG} som Etikonsult.

Delslutsats

På grund av medias makt kan, när angelägenhet föreligger, fordringar ställda av media själva eller andra intresseorganisationer påverka institutionerna att avyttra ett innehav när de annars skulle ha fört dialog. Media och intresseorganisationer framstår därmed som aktörer vilka kan få kritisk relevans i institutionernas val att föra dialog eller att avyttra, oavsett institutionernas generella preferens till dialog. Detta tillför en ny dimension till Hirschmans och Hedlund et al (1985) tidigare teori om vilka faktorer som spelar in.

Delslutsatserna från ovanstående analys visar en beslutsprocess påverkad av faktorer som skiljer sig mycket från det Hedlund et al, utifrån Hirschman framhåller som avgörande faktorer²⁹ i valet att föra *exit* eller *voice*. I den efterföljande analysen illustreras istället hur dessa faktorer har en påverkan på hur en dialog sedan förs.

5.3 Dialog via konsult, kollektivt eller av institutionen själv

Ett identifierat vägskäl vad gäller dialogens utformning framgick vara huruvida den ska skötas av institutionen själv, kollektivt eller via konsult. Med hjälp av den givna teoriramen följer nedan en analys av denna avvägning.

²⁷ Sätillvida att de inte själva uppdagat en nyhet.

²⁸ Se exempelvis Fair Finance Guide.

²⁹ Ägarstorlek, total ägarstruktur, riskaversion, kompetens, se sektion 2.3.

Begränsade resurser spelar in

Begränsade resurser skapar ett behov av att prioritera vilka bolag institutionerna själva för dialog med och vilka som ska föras via konsult. Begränsningar i form av tid och resekostnader nämns som anledningar till att dialoger inte förs själva, vilket bekräftar Hedlund et al. (1985) illustration av *voice* som mer resurskrävande än *exit*. I motsats till samma författares antagande, visar respondenterna ingen större tendens till att avyttra innehav på grund av dialogen kräver resurser. Istället utgör dialog genom konsultbyråer ett mindre resurskrävande alternativ. Detta styrks av Goodman, Louche och Cranenburgh (2014) som fann möjligheten att dela resurser som en viktig faktor i valet av engagemang. Detta framgick bland annat i diskussioner med Etikkskonsulten, som förklarade varför de ofta anlitas, särskilt för att bedriva gemensam dialog. Därmed kan slutsatsen dras att institutionernas resurser har en direkt påverkan på utformningen av dialoger, vad gäller valet att engagera sig själva i dialog eller att anlita en konsult för att göra det åt dem.

Delslutsats

Brist på resurser leder institutionerna till att överlåta vissa dialoger till etikks konsulter. Det innebär att de tagit sig runt den problematiken som Hedlund et al. (1985) lyfte fram - att *voice* är mer resurskrävande än *exit*.

Förmågan att påverka kan vara avgörande

Kompetens, kultur och tradition är avgörande för påverkansförmågan

Den främsta faktorn vad gäller valet att föra dialog själv eller via konsult är innehavets geografiska ursprung, främst på grund av dess kultur och tradition. Denna faktor återfinns inte i Hedlund et al. (1985) teori. Respondenterna återger att direkt dialog mellan institutionell ägare och utländska bolag sällan förekommer, istället förs dessa av etikks konsulter eller genom kollektiv dialog³⁰. Både institutionerna och Etikkskonsulten uppger att det är svårare att föra dialog med utländska innehav vilket förklaras av att det i många länder inte finns samma "tradition av att föra dialog" som det gör i Sverige.

Vidare framgår det, i linje med Hedlund et al. (1985), att institutionens kompetens influerar institutionens uppfattning om dess förmåga att påverka ett innehav i önskad riktning. Istället för att ha inverkan för huruvida institutionen ska använda *exit* eller *voice*, som Hedlund et al.

³⁰ Som även främst förs via konsult.

anfört, visar vår studie däremot att kompetens har en inverkan på valet att föra dialogen själv eller att låta en etikkonsult föra den.

I studien illustreras denna kompetens främst som branschkunskap. Privat1_{ESG} förklarar som exempel att de genom dialog kan dela med sig av “best practice” och hjälpa bolagen att förutse samt lösa problem. Denna kunskapsöverföring framgår i samband med dialog som förs direkt med svenska bolag, och vilka har förts under en lång tid. Detta överensstämmer med Hedlund et als (1985) teori att institutioner som genom ägande över tid kan förvärva kompetens har ökad benägenhet att använda *voice*.

Delslutsats

Brist på kompetens och skilda kulturer påverkar institutionernas upplevda förmåga att påverka ett bolag och minskar institutionernas benägenhet att engagera sig själva i dialog. Men i kontrast till Hedlund et als (1985) resonemang, leder bristerna inte till en minskad benägenhet att engagera sig i dialog. Dialogen förs istället via konsult.

Små ägarandelar kan leda till kollektiv dialog

Respondenterna belyser i linje med Hedlund et al. (1985) att innehavets storlek skapar viss förhandlingskraft. Särskilt stora ägarandelar³¹ innebär att institutionen har en större förmåga att påverka bolaget. Däremot har institutionerna generellt sett mycket små innehav. Den största påverkansförmågan hävdas därför ligga i signaleffekten av antalet engagerade ägare. Detta styrks av flertalet respondenter och kan kopplas till Giffords (2010) studie som visade på att ägarkoalitioner snarare än ägarandelar har betydelse för hur påverkansförsök mottags av företagsledningen. Denna signaleffekt har även belysts i Gond och Pianis (2012) studie av kollektiva dialoger, där det beskrivs att normativ kraft, legitimitet och angelägenhet ökar då institutionella ägare mobiliserar sig. En annan typ av signaleffekt gäller AP-fonderna, som har en särskilt hög påverkansförmåga i relation till sina små innehav på grund av att de är en statlig myndighet. Ägarandelarnas vikt har med detta övervärderats i Hedlund et als (1985) tidigare teori.

Det bör även nämnas att studien inte visat på något som indikerar att Hedlund et als (1985) framförda faktorer institutionernas faktiska storlek samt företagets ägarstruktur spelar in i förmågan att påverka. Således kan inga slutsatser dras om huruvida Hedlund et als (1985)

³¹ Om man är en av de allra största ägarna, och t.ex. har en plats i styrelsen.

argument att andra dominerande enskilda ägare skulle skapa en hos institutionerna minskad tendens till att föra dialog.

Följaktligen visar vår studie att ägandestorleken tas in som en variabel i bedömningen om möjligheten att påverka, och den kraft som samlas bakom kollektiv dialog är ett sätt att förstärka förhandlingskraften. I de fall när ägandestorlekar är så små som de generellt sett är för de stora institutionerna, är det dock inte den samlade ägandestorleken i sig utan antalet engagerade ägare som gör att påverkansförmågan uppfattas som större. Detta gör att de institutionella ägarna i många fall väljer att föra kollektiv dialog, vilket kan ske genom såväl etikkonsult eller egna initiativ.

Delslutsats

Institutionernas ägarandelar har viss betydelse för den upplevda påverkansförmågan. Ofta har institutionerna dock så pass små ägarandelar att de inte upplever att andelen är avgörande för huruvida dialog förs via konsult eller individuellt. Genom kollektiv dialog upplever institutionerna däremot att de ökar påverkansförmågan, främst på grund av den signaleffekt som bildas när flera ägare går samman. Därmed bekräftar studien tidigare forskningsresultat som visat att kollektiva dialoger skapar en normativ kraft och legitimitet i ägardialoger, men visar samtidigt att ägarandelen i sig har övervärderats i Hedlund et als (1985) teori.

5.4 Institutionerna ser olika på hur länge en dialog får pågå

En ytterligare avvägning vad gäller dialogens utformning är hur länge en dialog ska fortgå innan den avslutas och bolaget avyttras.

Tidsgränser är ett sätt att legitimera dialogen

Förutom huruvida dialogen skall ske via konsult eller självständigt, finner vi i studiens empiri även ett avvägande om hur länge dialogen får fortlöpa. Denna tidsram skiljer sig åt mellan studiens institutioner. AP-fonderna har valt att implementera tydliga tidsgränser, för att reducera godtyckliga bedömningar i beslutsfattande och säkerställa att dialoger som inte ger resultat avslutas med avyttring. Till skillnad från detta återger de privata institutionerna inga tydliga tidsgränser.

Intresseorganisationerna Swedwatch och Fair Finance anser att det saknas transparens om det bakomliggande resonemanget hos ägarna vad gäller dialogens tidsgränser. När denna

transparens inte finns anser de att dialogen riskerar att bli ett “svepskäl”³² för att stanna kvar som ägare, och dialogen anses därmed inte vara legitim (Sethi 1977).

Att presentera tidsgränser kan ses som ett sätt att informera intressenterna om förändringar i prestationer, i enlighet med Lindbloms (1994) legitimitetsteori, i den meningen att dialogen presenteras som en mer legitim, systematisk process (Lindblom 1994 återgiven i Friedman & Miles 2006). Således kan det uttydas att AP-fonderna, som redovisar en tydlig tidsgräns, gör detta för att legitimera dialogen gentemot intressenter.

Det bör nämnas att AP-fonderna även beskrivit att om bolaget visar på en vilja att förbättra sig kan dialogen fortsätta efter den utsatta gränsen. Med hänsyn till detta skulle även andra motiv bakom tidsgränserna kunna diskuteras. Skillnaden i tidsgränser för dialogen kan kopplas samman med huruvida institutionen ser avyttring som en ytterligare möjlighet att påverka bolaget i en viss riktning eller endast som resultatet av en misslyckad dialog. Hotet om avyttring i en tidsbestämd dialog, framhålls som en viktig påverkanseffekt för AP7. Hos resterande respondenter framhålls i kontrast att avyttring förmodligen leder till att problemen kvarstår. Således visar AP7 antydning på att använda *exit* som en typ av *voice*, medan motsvarande uppfattning inte delas av resterande respondenter (Goodman, Louche & Cranenburgh 2014).

Delslutsats

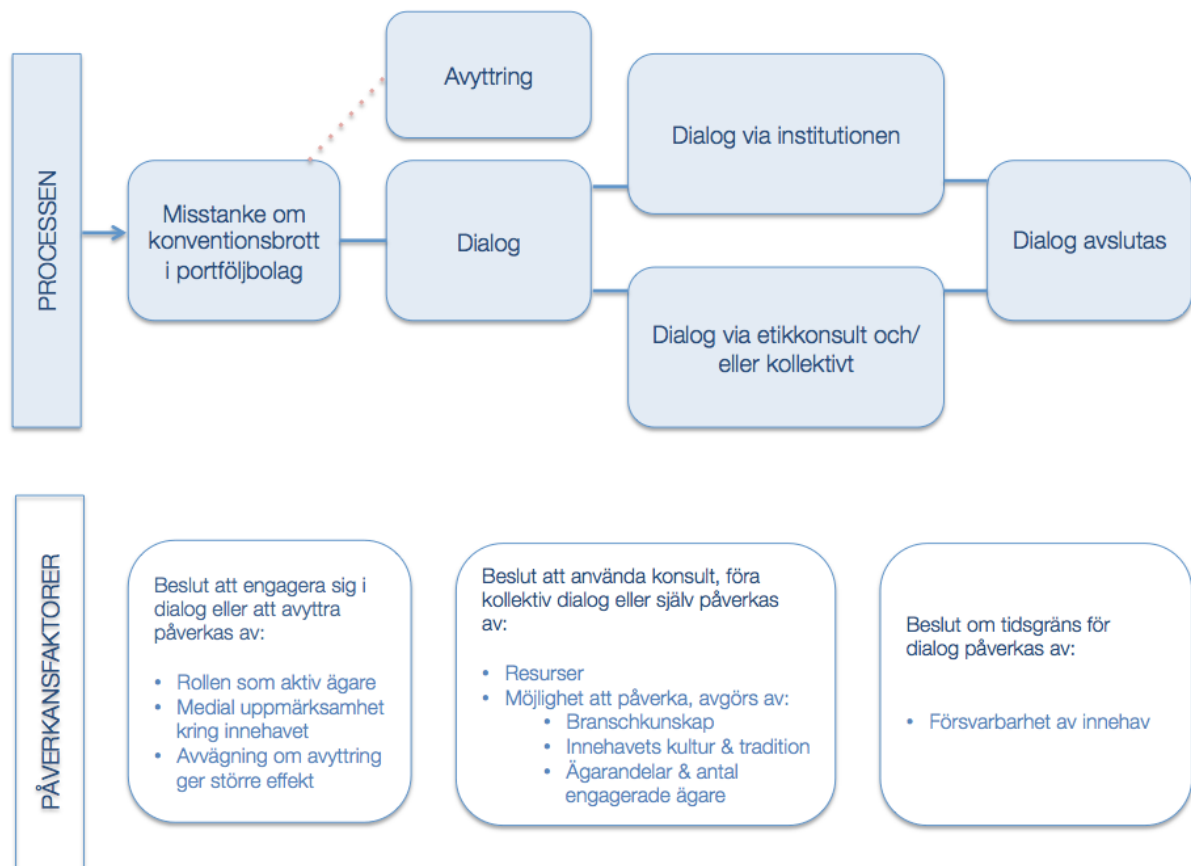
Analysen visar att dialogens utformning, i form av hur länge man för dialog, beror på att institutionerna söker legitimitet gentemot sina intressenter, genom att informera om att en tydlig gräns finns. Att institutionerna sätter något olika tidsgränser vittnar om att de statliga AP-fonderna i högre grad än de privata har utvecklat sitt sätt att illustrera en systematik i dialogprocessen för att denna skall accepteras av intressenter som vill se resultaten av institutionernas agerande.

5.5 Studiens utvecklade modell

Genom vår analys har vi funnit att institutionernas val att engagera sig i dialog på många sätt ser annorlunda ut än vad som tidigare framhållits i Hedlund et als (1985) tolkning av Hirschmans teori. Nedan presenteras de två identifierade dimensionerna av institutionernas beslutsprocess. Då ett liknande bidrag har presenterats av Goodman, Louche och

³² Se sektion 4.2.

Cranenburgh (2014)³³, väljer vi att illustrera modellen med en jämförbar design för att förtydliga de likheter som funnits i de två studierna.



Figur 2. Författarnas utvecklade modell av institutionernas beslutsfattande i dialogprocessen

³³ Se Appendix 2.

6. Slutsats

Nedan sammanfattas analysens slutsatser och de två forskningsfrågorna besvaras.

6.1 Vad påverkar valet mellan dialog och avyttring?

Genom att applicera det teoretiska ramverket har vi identifierat ett antal faktorer som påverkar de institutionella ägarna i valet mellan dialog och avyttring.

För det första framstår det som en självklarhet att dialog i största möjliga mån väljs framför avyttring. Anledningen till detta är att institutionernas roll som aktiva ägare innebär att de har en långsiktig påverkansstrategi och ämnar påverka företaget i största möjliga mån. Då det anses vara genom dialog som möjligheten att påverka är störst så förs dialog principiellt framför att avyttra. Vidare visar analysen att de privata institutionerna inte har en större tendens att använda sig av avyttring än dialog, utan samma starka tendens delas av studiens samtliga institutioner.

Utöver detta framgår det att institutionerna i viss mån använder *exit* som en typ av *voice*, när det anses skapa en större påverkanseffekt. Således finner vi att avyttring inte enbart är en ekonomisk handling, som Hirschman ansåg, utan kan även i sig innebära ett påverkansförsök genom *voice*.

Ett undantag till den starka viljan att föra dialog är vid stor medial uppmärksamhet kring det ägda bolaget. På grund av medias makt kan stor medial uppmärksamhet påverka institutionerna till den grad att de inte ser en annan utväg än att avyttra, när de annars skulle ha fört dialog. Intressenternas kritiska roll tillför en ny dimension till Hirschmans och Hedlund et als (1985) teori om vilka faktorer som spelar in vid institutionernas val att föra dialog eller att avyttra.

6.2 Vad påverkar dialogens utformning?

Ur analysen av empirin framgår en rad bakomliggande faktorer till varför institutionella ägare väljer att föra vissa dialoger själva, via konsultbyrå eller kollektivt. Analysen har även kunnat förklara orsaker till varför dialogens längd skiljer sig mellan institutionerna.

För det första leder begränsade resurser till att institutionerna överlåter vissa dialoger till etikkonsulter eller för dem kollektivt. I och med möjligheten att anlita konsulter undgår institutionerna den problematik som Hedlund et al. (1985) presenterade - att *voice* är mer resurskrävande än *exit*, och vår studie visar därmed att resursbrist inte nödvändigtvis behöver leda till *exit*.

Fortsättningsvis kan även institutionens upplevda förmåga att påverka vara avgörande vid valet av hur dialogen ska föras. I sin tur beror detta främst på kulturella skillnader, då flertalet utländska marknader har mindre tradition av att föra dialog i detta sammanhang. Förmågan att påverka beror även på institutionens uppfattade kompetens, främst vad gäller branschkunskap som kan hjälpa det ägda bolaget, i linje med Hedlund et al. (1985). Analysen visar dock att bristande kompetens inte leder till en ökad tendens att avyttra, istället används alternativa lösningar som att föra kollektiv dialog eller använda etikkonsult. Ägarandelar har också en viss betydelse för den upplevda påverkansförmågan. Den stärkta påverkan vid kollektiv dialog härleds dock främst till en ökad signaleffekt vilken stärker ägarens legitimitet gentemot innehavet, snarare än att den faktiska ägarandelen. Detta styrks av tidigare forskning av bland annat Gond och Piani (2012) och tyder dessutom på att ägarandelens storlek har övervärderats i Hedlund et als teori (1985). När förmågan att påverka, vilken utgörs av ovanstående parametrar, bedöms som relativt liten så anlitas etikkonsulter för att föra institutionens dialog.

Slutligen framgår att tidsgränsen för en dialog förklaras av att institutionerna söker legitimitet gentemot sina intressenter, som kräver alltmer insyn i hur institutioner arbetar med dialoger. Analysen vittnar om att de statliga AP-fonderna i högre grad än de privata informerar sina intressenter, som Lindblom (1994) uttrycker det, genom att presentera tydligare tidsgränser.

Studiens samlade resultat har slutligen resulterat i en modell³⁴ som illustrerar de två beslut vilka institutionerna fattar angående ägardialogerna, samt de faktorer vilka har visat sig influera dessa val. Denna har utvecklats med utgångspunkt i studiens teoretiska ramverk.

³⁴ Figur 2, se sektion 5.5.

7. Diskussion

Nedan förs en diskussion kring studiens resultat, dess strategiska implikationer och rekommendationer samt dess tillförlitlighet och generaliserbarhet. Avslutningsvis presenteras förslag till fortsatt forskning.

7.1 Implikationer

Studien redogör för vilka faktorer som påverkar institutioners arbete med ansvarfullt ägande genom dialog. Studiens resultat är relevanta för fortsatt utvecklande av processer för utförande och beslutsfattande hos institutionerna. Det kan vidare spekuleras att studiens resultat kan få institutionerna att reflektera över sina val och således kunna leda till formulerande av tydligare beslutsunderlag, då det framgick av intervjuerna att tydliga processer saknas³⁵. Detta kan tänkas effektivisera beslutsfattandet internt och även presenteras utåt för att bidra till ökad legitimitet hos intressenter.

Resultaten torde även vara av intresse för företagsledningar. Genom kunskap om institutionernas avväganden kan företagsledningar bättre förstå sina aktieägars agerande, och utifrån dessa kan det antas att de har möjlighet att utforma effektivare metoder för att bemöta ägarnas påtryckningar som sker via dialog.

7.2 Bidrag till forskningsfältet

Studien bidrar till att fylla det forskningsgap som uppmärksammats av flertalet forskare. Resultaten bekräftar till viss del tidigare teori. Därtill tillkommer ett antal faktorer vilka utvecklar den befintliga kunskapen om institutionernas val i dess ägardialoger. Genom att komplettera Hirschmans teori om *exit* och *voice* presenteras en modell som mer uttömmande kan användas för att illustrera beslutsfattande i ägardialoger för institutionella ägare. Uppsatsens anpassade modell innehåller en ny dimension inom ramen för *voice*. Här illustreras hur ett antal faktorer spelar in på hur dialogen sedan förs, specifikt vad gäller vem som för dialogen och hur länge.

Vidare har studien bekräftat och utvidgat resultaten från befintlig teori till ett nytt empirisk urval. Studien visar att likheter finns vad gäller faktorer som spelar in i dialogen hos de

³⁵ Se sektion 4.

svenska institutionella ägarna och för religiösa institutioner i USA. Bland annat finner de, liksom vi, att resurser spelar in vid valet hur institutionen engagerar sig.

Studien innebär även ett viktigt bidrag till svensk forskning på området, och minskar därmed den brist på forskning vad gäller studier om andra marknader än USA och England som Sjöström (2008) uppmärksammat. Vår studie bidrar till en ytterligare djupdykning i dialogen som kompletterar Sjöström (2010) och Nyqvists (2015) bredare forskningsområden.

7.3 Metoddiskussion

Studiens smala urval av respondenter, som är ett resultat av att institutionerna har endast en eller ett fåtal personer vilka anges arbeta med ägardialoger och dess beslutsfattande, kan utgöra en begränsning för studien. Det fåtal personer som kan bidra till insikt i beslutsfattandet gällande ägardialoger befinner sig på liknande positioner inom institutionerna. En mer nyanserad bild hade tillhandahållits genom samtal med de förvaltare vilka kommunicerar med andra personer inom bolagen i dialog. Till vilken grad dessa är involverade i beslutsfattande, har vi fått varierande svar på.

Då studiens organisationer framkommer i tidigare studier, kan det även diskuteras om deras villighet att delta kan bero av att de ligger i framkant med arbetet med ansvarsfulla investeringar, jämfört med övriga aktörer i branschen. Detta faktum, tillsammans med att studiens empiri består av respondenternas subjektiva uppfattning om och återgivning av vad som påverkar dem, kan utgöra en begränsning av studieresultatens överförbarhet till andra svenska institutionella ägare.

Till sist bör nämnas att trots de påvisade likheterna med Goodman, Louche och Cranenburghs (2014) studie³⁶, är generaliserbarheten till utländska institutioner begränsad. Det har framhållits att andra typer av ägarstyrningsmetoder, såsom ägarmotioner, är vanligare på exempelvis den amerikanska marknaden. Därför bör det reflekteras över att etableringen av ägardialoger som en ägarstyrningsmetod kan vara utvecklad i olika grad från marknad till marknad, vilket kan leda till att beslutsprocesser i ägardialogen kan se olika ut.

³⁶ De undersökte religiösa institutionella investerare i USA.

7.4 Förslag till fortsatt forskning

Med utgångspunkt i studiens begränsade generaliserbarhet på grund av dess avgränsade urval av respondenter vore det intressant om vidare forskning, med grund i vår utvecklade modell av Hirschmans teori, undersöker dess generaliserbarhet för ett större antal institutionella investerare i Sverige. Vi efterfrågar även forskning kring huruvida avyttring som signal att ägaren inte accepterar beteendet kan få större effekt än dialog, och i sådana fall i vilka fall samt varför.

Respondenterna har även vittnat om att en kunskapsöverföring är en viktig del av de direkta dialogerna, mellan institutionen och bolaget. Konsultens roll har i tidigare forskning legat i dunkel. Ett förslag på fortsatt forskning är att undersöka om kunskapsöverföringen går förlorad i dialoger via konsulter, eller om det föreligger en annan typ av kunskapsutbyte som kanske till och med kan vara än mer betydelsefull.

Avslutande tankar

Likt Voltaires kända citat, följer med de institutionella ägarnas växande makt även stora förväntningar på dess ansvarstagande. Med denna studie ämnade vi att skapa en bättre förståelse för hur de mäktiga institutionerna tar detta ansvar.

Men hur långt sträcker sig ansvaret, och vilket är egentligen det mest effektiva påverkansverktyget? Kanske finns det inget enhetligt svar på dessa frågor. Vad vi däremot vet är att ansvarsfulla investeringar och aktivt ägande kommer att bli allt viktigare, och att det därför krävs att såväl akademiker som praktiker fortsätter söka efter svar.

Referenslista

TRYCKTA KÄLLOR

Bengtsson, E. (2005) *Shareholder activism of Swedish Institutional Investors*.

Doktorsavhandling. Stockholm: Stockholms Universitet.

Bryman A. & Bell E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 3:e upplagan. Polen: Liber.

Bundy, J., Shropshire, C. & Buchholtz, A.K. (2013). *Strategic Cognition and Issue Salience: Toward an Explanation of Firm Responsiveness to Stakeholder Concerns*. *Academy of Management Review*, volym. 38:3, s. 352-376.

Friedman, A.L. & Miles, S. (2006). *Stakeholders - Theory and Practice*, Oxford University Press. Citerar Lindblom, C.K., (1994). *The Implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure*. New York: Presenterad på Critical Perspectives on Accounting Conference.

Friedman, AL., & Miles, S. (2006). *Stakeholders - Theory and Practice*. Oxford University Press.

Gifford, E. (2010). *Effective Shareholder Engagement: The Factors that Contribute to Shareholder Salience*. *Journal Of Business Ethics*, volym 92:1, s. 79-97.

Gond, J-P., & Piani, V. (2012). *Enabling Institutional Investors' Collective Action: The Role of the Principles for Responsible Investment Initiative*, *Business Society*, volym 52:1, s. 64-104.

Goodman, J., Louche, C., van Cranenburgh, K.,C. & Arenas, D. (2014). *Social Shareholder Engagement: The Dynamics of Voice and Exit*. *Journal of Business Ethics*, volym 125:2, s. 193-210.

Guay, T., Doh, J.P. & Sinclair, G. (2004). *Non-governmental Organizations, Shareholder Activism, and Socially Responsible Investments: Ethical, Strategic, and Governance Implications*. Journal of Business Ethics, volym 52: 1, s. 125-139.

Hedlund, G., Hägg, I., Hörnell, E., & Rydén, B. (1985). *Institutioner som aktieägare*. Kristianstad: Studieförbundet Näringsliv och Samhälle (SNS).

Logsdon, J. M., & Van Buren, Harry J, III. (2009). *Beyond the proxy vote: Dialogues between shareholder activists and corporations*. Journal of Business Ethics, volym 87:1, s. 353-365.

Mitchell, R.K., Agle, B.R., & Wood, D.J. (1997). *Toward a theory of stakeholder identification and Salience: Defining the Principle of Who and what really counts*. Academy of Management Review, volym 22:4, s. 853-886.

Mitchell, R.K., Agle, B.R., & Wood, D.J. (1997). *Toward a theory of stakeholder identification and Salience: Defining the Principle of Who and what really counts*. Academy of Management Review, volym 22:4, s. 853-886. Citerar Suchman, M.C. (1995). Managing legitimacy: strategic and institutional approaches. Academy of Management Review, volym 20:3, s. 571–610.

Nyqvist, A. (2015). *Ombudskapitalisterna*. Första upplagan. Stockholm: Liber.

Rehbein, K., Logsdon, J. M., & Van Buren, H.J. (2013). *Corporate responses to shareholder activists: Considering the dialogue alternative*. Journal of Business Ethics, volym 112:1, s. 137-154.

Rivoli, P. (2003). *Making a difference or making a statement? Finance research and socially responsible investment*. Business Ethics Quarterly, volym 13: 3, s. 271-299.

Ryan, L.V. & Goranova, M. (2014). *Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review*. Journal of Management, volym 40:5, s. 1230-1268.

Sethi, S.P. (1979). *A conceptual framework for environmental analysis of social issues and evaluation of business response patterns*. Academy of Management Review, volym 4:1, s. 63–74.

Sjöström, E. (2008). *Shareholder activism for corporate social responsibility: What do we know?* i *Sustainable Development*. Chichester: Wiley Periodicals Inc.

Sjöström, E. (2010) *Ansiktslösa men ansvarsfulla?* Stockholm: EFI, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.

Sjöström, E. (2014). *Hållbara investeringar*. Första upplagan. Stockholm: Sanoma utbildning.

Sparkes, R. & Cowton, C.J. (2004). *The Maturing Of Socially Responsible Investment: A Review Of The Developing Link With Corporate Social Responsibility*. Journal of Business Ethics, volym 52:1, s. 45-57.

ELEKTRONISKA KÄLLOR

Etikrådet (odaterad hemsida). Sidtitel: Om Etikrådet. Webbplats: http://etikradet.se/multi_lang/om-etikradet/. Hämtad: 2015-05-07

Fair Finance Guide (odaterad hemsida). Sidtitel: Om Fair Finance Guide, Granskningsmetoden. Webbplats: <http://fairfinanceguide.se/om-oss/>. Hämtad: 2015-03-10.

Hållbart värdeskapande. (2008) Sidtitel: Hem, Hållbart värdeskapande. Webbplats: <http://www.hallbartvardeskapande.se/new/>. Hämtad: 2015-05-10

PRI (odaterad hemsida). (a). Sidtitel: About the PRI initiative, History. Webbplats: <http://www.unpri.org/about-pri/about-pri/history/>. Hämtad: 2015-04-15

PRI (odaterad hemsida). (b). Sidtitel: Signatories. Webbplats: <http://www.unpri.org/signatories/signatories/>. Hämtad: 2015-05-10.

SCB (2014). Aktieägarstatistik. Aktieäggande I bolag noterade på svensk marknadsplats, December 2013. Webbplats:
http://www.scb.se/Statistik/FM/FM0201/2013H02/FM0201_2013H02_SM_FM20SM1401.pdf
f. Hämtad: 2015-04-15.

Sveriges Konsumenter (odaterad hemsida). Sidtitel: Projekt, Fair Finance Guide. Webbplats:
<http://www.sverigeskonsumenter.se/Pengar/Projekt/FairFinanceGuide/>. Hämtad: 2015-04-02

Swedwatch (odaterad hemsida). Sidtitel: Om oss. Webbplats:
<http://www.swedwatch.org/sv/om-oss>. Hämtad: 2015-04-15.

Swesif (odaterad hemsida). Sidtitel: Om Swesif. Webbplats: <http://www.swesif.org/om-swesif/>. Hämtad: 2015-05-12.

FÖRELÄSNINGAR

Fernler, K. (2015) Föreläsningstitel: *Grunder i uppsatsskrivande för kandidatexamen*.
Föreläsning för kandidatuppsats i Management, kurs 619. Stockholm: Handelshögskolan i Stockholm. 2015-01-20.

MUNTliga KÄLLOR

AP1. *Chef för kommunikation och ägarstyrning*. Första AP-fonden. Intervju 2015-04-10.

AP7. *Chef för kommunikation och ägarstyrning*. Sjunde AP-fonden. Intervju 2015-04-08.

AP3. *Senior strateg och ansvarig för ägarfrågor*. Tredje AP-fonden. Intervju 2015-03-20.

Etikkonsulten. *VD och grundare*. Etikkonsulten. Intervju 2015-02-11 och 2015-04-14.

Fair Finance. *Initiativtagare och projektledare*. Fair Finance Sweden. Intervju 2015-03-23.

Privat1_{CSR}. *Hållbarhetschef*. Privat1. Intervju 2015-04-09.

Privat1_{ESG}. *Fondförvaltare och ESG specialist*. Privat1. Intervju 2015-04-02.

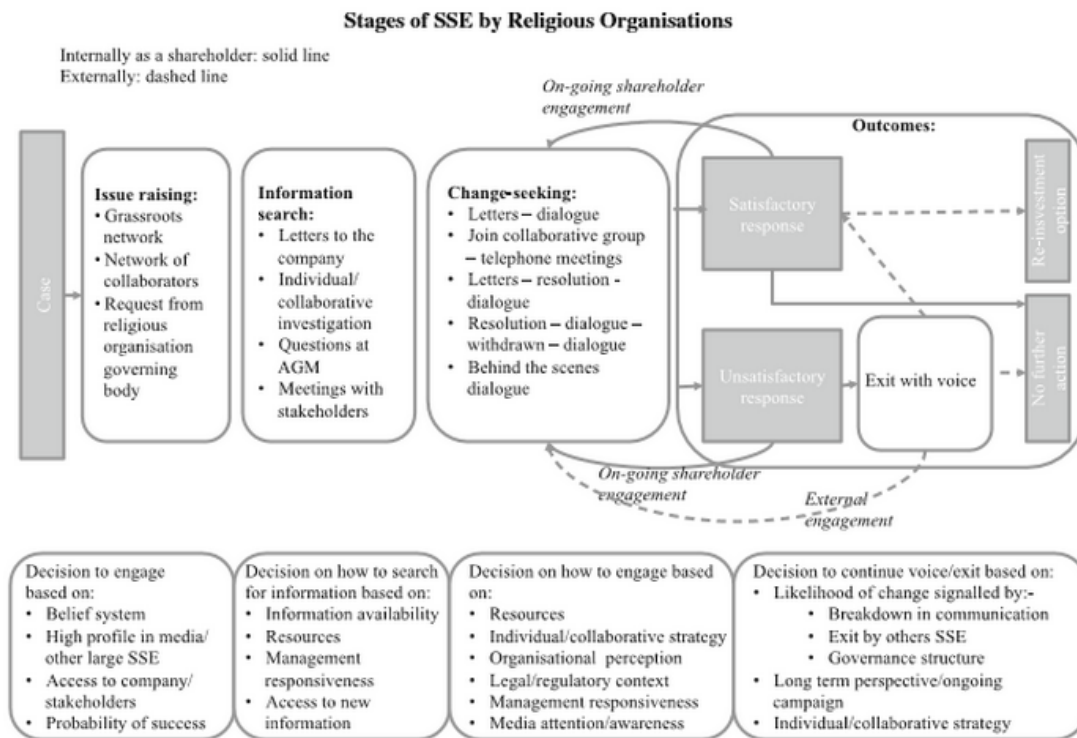
Privat2_{CSR}. *Hållbarhetschef*. Privat2. Intervju 2015-04-15.

Privat2_{RI}. *Ansvarig för ansvarsfulla investeringar*. Privat2. Intervju 2015-04-01.

Swedwatch. *Researcher*. Swedwatch. Intervju 2015-04-21.

Appendix

Appendix 1: Goodman, Louche och Cranenburghs modell (2014)



Appendix 2: Intervjuguide

Respondenter: Institutionella ägare

Om dialogerna generellt

- *Hur arbetar ni med (påverkans) dialoger?*
- *Reaktivt/Proaktivt? Vilken tyngd läggs på de två? Hur skiljer de sig åt?*
- *När reagerar ni - vad krävs för att en reaktiv dialog skall inledas?*
- *Vilken funktion fyller dialogerna? Vilket mål har ni med dialogerna?*
- *Granskas ert arbete i detta avseende?*

Detaljer om processen

- *Hur gör ni bedömningen om att dialog krävs/skall inledas?*
- *När sker valet mellan dialog och avyttring?*
- *Vilka för ni dialoger med?*
- *Vilka för ni inte dialog med?*
- *På vilket sätt sker dialogerna - mail, telefon, möten?*
- *Hur ofta? När?*
- *Om fysiskt möte - På vilken plats?*
- *Informellt/formellt?*
- *Dokumenteras korrespondensen internt?*

Aktörer i dialogerna

- *Används konsulter eller träffar ni bolagen själva?*
 - *Hur går samarbetet till där?*
- *Vilken position har personen från AP3 som träffar bolaget?*
 - *Vilken position har personen på bolaget som ni träffar?*
- *Vilka medverkar? (Vilka medverkar inte?)*
- *Vilken utbildning kring hållbarhet/föra dialoger har den ansvarige fått?*
- *Vilken roll har CSR-ansvarig? (om det finns en sådan)*

Uppföljning

- *Hur följs dialogerna upp?*
- *Vem är ansvarig för detta?*
- *Vad sker om ett bolag inte agerar trots er dialog?*

- *Hur mycket resurser läggs på påverkansdialoger?*
- *Hur tänker ni kring redovisning av dialoger?*

Attityder

- *Vad ser du som den främsta fördelen av aktivt ägandeskap/påverkansdialoger?*
- *Vilken är den främsta nackdelen?*
- *Vad fungerar bra och mindre bra med dialogerna?*

Skillnader statliga och privata ägare

- *Skiljer sig dialogerna åt mellan statliga och privata?*
- *Hur tror du att era drivkrafter skiljer sig åt?*

Specifikt för AP-fonderna: Samarbetet med Etikrådet

- *Hur fungerar samarbetet med Etikrådet?*
- *Hur ser ansvarsfördelningen ut?*