Corporate Social Responsibility i praktiken

Hur inkorporeras CSR i kreditbedömningen, och vilken betydelse har det för bolagens kapitalkostnad för lån?

David Hammarström
22877@student.hhs.se

Naosil Hanna
22747@student.hhs.se

Abstract

Research on the importance of CSR has lately received increasing attention in the academic world. Prior focus has been on its implied impact based on the shareholders' perspective, and most studies have been conducted in order to describe the relationship between CSR and the cost of capital for companies. In contrast to this, only a few studies have described the relationship from creditors' perspective. This study aims to qualitatively explore and describe how credit risk assessors practically take CSR into consideration in their evaluation process, and the potential impact it will have on companies' debt cost of capital. The qualitative methodology used in our study is based on semi-structured interviews.

The main findings in this study show that CSR is a component of the overall assessment in the determination of a company's creditworthiness. However, insufficient knowledge, undefined frameworks and the absence of appropriate analytical tools make it hard to measure its potential reduction on overall company risk. The respondents in this study leave room for future improvements that will generate clearer frameworks of how to properly manage CSR in the credit risk assessment, as awareness of its potential benefits gradually grows in the internal and external banking environment.

VT 2016
Kandidatuppsats, Handelshögskolan i Stockholm
Institutionen för Redovisning och Finansiering
Handledare: Walter Schuster

Keywords: Corporate Social Responsibility, Debt Cost of Capital, Credit Assessment, Risk Reduction, Information Asymmetry

Förord

Vi vill börja med att tacka vår handledare Walter Schuster för den vägledning och de synpunkter som han genomgående bidragit med i vårt uppsatsskrivande. Vidare vill vi tacka samtliga respondenter för den avsatta tiden för genomförandet av intervjuerna. Av dessa vill vi rikta ett särskilt stort tack till Karin Reuterskiöld för hennes bidrag till vår fördjupade förståelse kring ämnet i fråga. Eventuellt förekommande bristfälligheter i studien är enbart att betrakta som våra.

Innehållsförteckning

1. Introduktion **4**
1.1 Syfte 5
1.2 Avgränsning 6
1.3 Struktur 7

2. Teoretiskt ramverk och tidigare forskning **7**
2.1 Affärsmöjligheterna från CSR 7
2.1.1 Allmänt om CSR 7
2.1.2 Är CSR värdehöjande eller värdeförstörande? 7
2.1.3 Informationsasymmetri 8
2.1.4 Kreditbedömning i allmänhet 10
2.1.5 CSR ur ett riskhanteringsperspektiv 11
2.1.6 CSR och kapitalkostnad för lån 13

3. Metod **15**
3.1 Avgränsning och urval 16
3.2 Studiens design och genomförande av intervjuer 16
3.3 Analys av intervjusvar 18

4. Empiri **18**
4.1 Respondenternas uppfattning kring CSR 18
4.2 CSR-faktorns påverkan på ett bolags verksamhet 19
4.3 Allmänt om kreditbedömningsprocessen 21
4.4 CSR som en del i kreditbedömningen 22
4.4.1 CSR-faktorns anknytning till risker 22
4.4.2 Inhämtande av information kring CSR 22
4.4.3 CSR-faktorns inverkan på kapitalkostnaden för lån 24

5. Analys **26**
5.1 Informationsasymmetri 26
5.2 Riskhantering 29
5.3 Den implicerade effekten av CSR på kapitalkostnaden för lån 30

6. Slutsats och diskussion **31**

7. Kvalitetskontroll **32**
7.1 Reliabilitet 32
7.2 Validitet 33
7.3 Generaliserbarhet 34

8. Vidare forskning **34**

9. Referenser **36**

1. Introduktion

Intresset för CSR har exploderat under senare år och området uppmärksammas idag mer än någonsin tidigare. Något som tydligt återspeglar detta är det faktum att det under 2014 omsattes 180 000 miljarder kronor på etiska investeringar enligt Global Sustainable Investment Alliance (2014), vilket motsvarar en ökning med 61% på endast två år.

Debatterna om CSR har varit många, likaså diskussionerna kring bolagens motiv till att vilja engagera sig i CSR. En av anledningarna till det ökade intresset är kopplingen mellan engagemang i CSR och dess eventuella påverkan på bolagets finansiella resultat. Detta samband är viktigt för bolagen att förstå, utifrån olika intressentgrupper perspektiv, i syfte för att säkerställa långsiktig lönsamhet (Choi and Wang, 2009).

Tidigare diskussioner kring fördelarna med CSR har till stor del cirkulerat kring huruvida sådana investeringar är en värdeskapande eller värdeförstörande manifestation av agent-konflikter (Gross och Roberts, 2010). Körner (2005) motiverar även det växande intresset som en oundviklig konsekvens av allt för många år med ett överdrivet fokus på kortsiktig vinstmaximering. Då europeiska bolag generellt sett har en högre andel skuld än eget kapital i balansräkningen (O, AREA, 2007) är kreditmarknadens potential att påverka ett bolag mycket högre än aktieägarnas. Långivare har därmed både kvantitativ potential och incitament att övertyga bolag till att agera mer ansvarsfullt om de så önskar (Scholtens, 2006). Eftersom bolag oftare behöver vända sig till kreditmarknaden än aktiemarknaden för extern finansiering innebär det att kreditmarknaden i större utsträckning har förmåga att utsätta bolagen för marknadsdisciplinära åtgärder om de missköter sig (Menz, 2010). Det är därför av stor betydelse att undersöka frågan: Hur påverkar CSR ett bolags kapitalkostnad för lån?

Vi tror att CSR direkt eller indirekt spelar in i kreditbedömarnas beslutsprocess vare sig de är medvetna om det eller inte. Även om kreditbedömaren inte explicit tänker i banor av CSR kommer denne att i beslutsprocessen inkludera risker och faktorer som är associerade med bolagens hållbarhetsarbete, vilka i sin tur kan ha en stor inverkan på ett bolags återbetalningsförmåga.

Bolagens hänsyn till miljömässiga och sociala faktorer är direkt förenat med högre kostnader, vilket kan resultera i lägre vinster och försämrad konkurrenskraft. Bolagsaktiviteter som leder

till exempelvis vatten- och luftföroreningar externaliseras därför ofta på samhället, vilket gör att mindre ansvarsfulla bolag kan gynnas ekonomiskt på andras bekostnad. Skeptiker hävdar därför att miljömässigt ansvarsfulla bolag kan uppnå sämre resultat än de som enbart fokuserar på kortsiktig ekonomisk framgång (Presten och O'Bannon, 1997; Shleifer, 2004).

Samtidigt kan skeptikernas resonemang diskuteras i ljuset av de finansiella konsekvenser som kan uppstå i samband med ansvarslöst beteende på området. Ett praktexempel på detta är BP-katastrofen 2010 där bolaget sedan händelsen inträffade fram till maj 2015, utbetalat totalt 53,8 miljarder USD för samtliga kostnader från katastrofen[1], detta inkluderar 14 miljarder USD i ersättning, förskott och förlikning[2], och mer än 29 miljarder USD för att återställa Gulf-ekonomin och miljön[3]. Då påföljder av denna karaktär får enorma konsekvenser på den finansiella ställningen i ett bolag blir CSR-faktorn i vissa fall av oproportionerlig betydelse för bolagets förmåga att kunna återbetala sina lån. Därmed innebär det alltså att kreditgivare indirekt har ett behov av att ta med denna aspekt i bedömningen som ett led i beaktandet av bolagets återbetalningsförmåga.

1.1 Syfte

Vi vill undersöka hur yrkesverksamma inom kreditbedömning inkorporerar CSR i sin beslutsprocess, samt ta reda på vilken betydelse information om CSR har för bolagens kapitalkostnad för lån. Endast ett fåtal tidigare studier har undersökt sambandet mellan CSR och kapitalkostnaden för lån och ännu färre studier har gjorts där man frågat kreditbedömare om deras direkta syn på området. Då definitionen av CSR och dess samband med olika finansiella variabler är oklar, samtidigt som olika personer uppfattar värdet av aktiviteterna annorlunda, så finns ingen absolut och objektiv sanning om dess betydelse i dagsläget. Genom att fokusera på hur kreditbedömare tar CSR i beaktning i praktiken är vår förhoppning att kunna tillföra en praktisk nyans, utifrån kreditsidans perspektiv, till den nuvarande forskningen.

Syftet med denna uppsats är således att besvara frågan: *hur inkorporeras CSR av yrkesverksamma i deras beslutsprocess vid kreditbedömning, och vilken betydelse har det för bolagets kapitalkostnad för lån?*

---

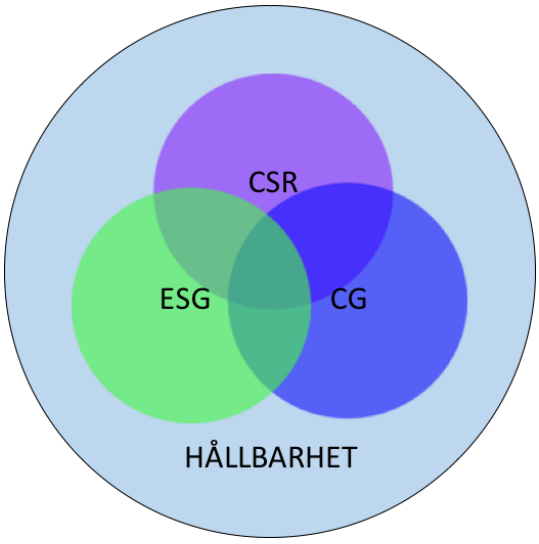
[1] http://www.economist.com/news/business-and-finance/21656847-costly-mistake
[2] http://www.bp.com/en_us/bp-us/commitment-to-the-gulf-of-mexico/claims.html
[3] http://www.bp.com/en_us/bp-us/commitment-to-the-gulf-of-mexico/gulf-mexico-restoration.html

1.2 Avgränsning

Vi har valt att främst avgränsa oss till kreditbedömare på den svenska marknaden som arbetar mot bolag som är av relevant storlek för att ha en CSR-funktion i sin verksamhet, då mindre bolag sällan engagerar sig i CSR i samma utsträckning. Vidare innebär vår avgränsning att fokus inte ligger på bolagen i sig, utan snarare på kreditbedömarens beslutsprocess och den implicerade påverkan CSR har på kapitalkostnaden för lån.

Eftersom någon enhetlig definition av CSR inte finns har vi valt en bred avgränsning för definitionstermer kring CSR. Allt som faller inom ramen för vad CSR betyder, men även andra eventuella definitioner som uppstår och kan hänföras till hur CSR generellt uppfattas, inkluderas i vår studie. I nedanstående figur illustreras områden som relaterar till olika initiativ i affärsvärlden, som har till syfte att bygga en intern och extern hållbar utveckling, samt deras överlappande förhållande i många av de frågor som berörs i studien. I texten kommer ord som *hållbarhet, samhällsansvar* och *miljövänlighet* att användas överlappande med CSR.

Figur 1. Initiativ i affärsvärlden och deras överlappande förhållande



Fokus i undersökningen ligger på lånefinansiering, men i de fall där aspekter på obligationsmarknaden sammanfaller med lånefinansieringskriterier så inkluderas även dessa för att skapa en bredare bild för läsaren. Kostnad för eget kapital exkluderas i vår undersökning bortsett från de fall där tidigare forskning på det området blir av relevans för vår specifika undersökningsfråga.

1.3 Struktur

För att besvara vår forskningsfråga har studien strukturerats enligt följande: i avhandlingens andra avsnitt bearbetas den tidigare forskningen som har till syfte att skapa en grund för läsaren att utgå ifrån i de efterföljande avsnitten. Det tredje avsnittet beskriver vår metodologi och ramarna för vår avgränsning. I det fjärde avsnittet återfinns empirin från de genomförda intervjuerna med nio respondenter från olika banker, huvudsakligen i Sverige. I det femte avsnittet återfinns analysen av respondenternas svar, med koppling till den tidigare forskningen, och efterföljande slutsats och diskussion i det sjätte avsnittet. I det sjunde avsnittet återges en kvalitetskontroll av studien utifrån de tre parametrarna reliabilitet, validitet och generaliserbarhet. I det åttonde avsnittet ges förslag på framtida forskning inom området för vår forskningsfråga. Slutligen, i det nionde avsnittet presenteras referenslistan på den litteratur som använts i studien.

2. Teoretiskt ramverk och tidigare forskning

I detta avsnitt presenterar vi det teoretiska ramverket och tidigare forskning som motiverar vår undersökningsfråga.

2.1 Affärsmöjligheterna från CSR

2.1.1 Allmänt om CSR

Corporate Social Responsibility är ett uttryck för idén att bolag ska ta ansvar för hur verksamheten påverkar samhället ur ett ekonomiskt, miljömässigt och socialt perspektiv. Enligt den Europeiska Kommissionen (2007) är det ett koncept där bolag frivilligt integrerar dessa processer i sin verksamhet och i dess relationer med olika intressentgrupper. Bassen et al. (2006) nämner att det på grund av att ingen enskild och fastställd definitionsförklaring av CSR finns, varken i litteratur eller i språkbruk, är det vanligt att avvikande tolkningsformuleringar i terminologin förekommer. Enligt McWilliams och Siegel (2001) beskrivs budskapet som handlingar som vidtas för samhällets bästa, vilka sträcker sig utöver bolagets egenintresse och från det som är fastställt i lag.

2.1.2 Är CSR värdehöjande eller värdeförstörande?

Tidigare forskning kring vilken påverkan CSR har på bolag har undersökts utifrån flera perspektiv. Frågeformuleringarna har varit varierande, men syftet har till stor del varit att ta reda på om det finns ett samband mellan CSR och företagets kapitalkostnad. I praktiken finns det två förhållningssätt kring dess värderelevans, där det finns förespråkare som talar för att CSR skapar värde inom bolag medan andra hävdar att det är en kostsam diversion av bolagets resurser. Friedman (1962,1970) utgår ifrån aktieägarnas perspektiv och hävdar att bolag

primärt ska arbeta utefter att maximera deras värde, samt att engagemang i CSR snarare minskar än höjer bolagsvärdet.

Andra förespråkare menar att det är viktigt för bolag att anpassa sig till de aktörer som finns i dess omgivning, där Freeman (1984) hävdar att ett bolags framtida framgång beror på hur väl det lyckas tillfredsställa förväntningarna från dessa aktörer. Därmed kan bolagsengagemang i CSR innebära en konkurrensfördel gentemot andra aktörer på marknaden om den externa allmänheten driver den typen av frågor. Detta är något Kapstein (2001) samt Hilman och Keim (2001) exemplifierar genom att framlägga bevis för att bolag kan attrahera en bredare bas av kunder och investerare.

För de bolag som inte lyckas tillmötesgå marknadens krav på ansvarsfullt beteende kan investerare indirekt påverka deras beteende genom att aktivt undvika *sin stocks,* och istället söka sig till andra bolag med högre engagemang i CSR (Hong och Kacperzcyk, 2009). Genom detta bör, allt annat lika, aktiepriset för bolag med låga engagemang i CSR växa långsammare än för bolag med höga engagemang, vilket följaktligen innebär att det skapas incitament hos bolag att agera mer ansvarsfullt i syfte för att minska sin kapitalkostnad.

I meta-analysen där Margolis och Walsh (2001) granskade nittio empiriska studier för sambandet mellan CSR och den finansiella prestationen inom ett bolag, fann de att 48 av dessa påvisade en positiv länk mellan det aktuella förhållandet, medan resterande visade varierande utfall. En närmare kontroll av datan visade dock på flera brister kring validiteten av de faktiska utfallen, vilket reflekterar bedömningssvårigheterna som finns i området. Detta exemplifierar komplexiteten i avgörandet kring huruvida CSR är en värdeskapande eller värdeförstörande aktivitet.

2.1.3 Informationsasymmetri

Enligt Lopatta et. al. (2015) innebär informationsasymmetri att vissa marknadsaktörer har mer information än andra. Åkerlöf (1970) konkretiserar problemet kring informationsasymmetri med *the lemons problem,* som i generella termer beskriver hur säljarna av en produkt vet mer än köparna. Detta kan leda till att betalningsviljan hos köpare minskar eftersom produkternas kvalitet inte kan garanteras och att marknaden för dessa produkter till följd av detta försvagas eller försvinner.

Informationsnivån hos olika aktörer i ovanstående resonemang skiljer sig från antagandet om symmetrisk information i Modiglianis och Millers (1963) resultat där företagsledningar och investerare har likvärdig information kring framtidsutsikterna i ett bolag. I praktiken stämmer dock inte alltid antagandet i deras studie överens med verkligheten då externa aktörer ofta besitter mindre information kring ett bolags verksamhet än exempelvis företagsledarna (Lopatta et. al., 2015). De hävdar vidare att anledningen till detta grundar sig i att insynspersoner genom deras involvering i bolaget besitter mer sofistikerad information kring beslut och framtida händelser, vilket skapar bättre förutsättningar för dem att uppskatta bolagets fundamentala värde. Detta bryter direkt mot teorierna kring marknadseffektivitet enligt författarna, eftersom den överavkastning insynspersoner kan erhålla inte vore möjlig om all information redan är inprisad i aktiekursen.

Innebörden av det ovanstående kring informationsasymmetri har en direkt koppling till vår forskningsfråga eftersom bolagen som ansöker om kredit har större insyn i dess verksamhet än kreditbedömarna de vänder sig till. Vid utlåning av kapital finns två möjliga utfall för banken, antingen går låntagaren i konkurs och banken förlorar sitt kapital, eller så är bolaget framgångsrikt och banken återfår sitt kapital med ränta. Låntagarens förlust är däremot endast begränsad till det lånade kapitalet samtidigt som den potentiella uppsidan är obegränsad, tillskillnad från banken som endast erhåller ränta på det utlånade kapitalet. Därmed står långivare och låntagare inför olika risker. Detta leder oss till en aspekt som Stiglitz och Weiss (1981) beskriver som *the adverse selection problem*, vilket exempelvis är en situation där investerare och bolag har starka incitament att vända sig till långivare när stor osäkerhet råder, men däremot väljer att använda sig av eget kapital vid lägre osäkerhet. Utifrån *adverse selection* menar Cressy och Toivanen (2001) att det på grund av informationsasymmetri blir svårt för långivare att veta om detta är fallet när bolag vänder sig till institutioner för extern finansiering.

Bolag som engagerar sig mindre i CSR tenderar att vara mindre transparenta enligt El Ghoul et. al. (2011), och Dhaliwal et. al. (2012) hävdar att analytiker uppnår högre precision i sina prognoser när de har tillgång till bolagens hållbarhetsredovisningar. Detta innebär alltså enligt Cui et. al. (2012) att CSR kan motverka informationsasymmetrin eftersom det bidrar till en ökad transparens för externa aktörer kring bolagets framtida åtaganden. Enligt Kim et. al. (2012) förekommer det mer sällan redovisningsmanipulation hos bolag som engagerar sig i

CSR då de i högre grad möter sociala normer och krav från investerare, vilket därmed innebär att risken inom bolaget reduceras.

Enligt Sharfman och Fernando (2008) är ovanstående resonemang en del av förklaringen till varför bolag med högre engagemang i CSR har lättare tillgång till lånefinansiering. CSR kan därmed vara ett viktigt redskap för reduceringen av informationsasymmetrin mellan olika intressentgrupper på marknaden.

2.1.4 Kreditbedömning i allmänhet

Enligt Ruth (1987) och Ammann (2013) har kreditbedömningens noggrannhet en avgörande betydelse för den övergripande lönsamheten hos en bank. Vid kreditbedömning av bolag analyserar banker både all marknadstillgänglig information och till syftet tillhandahållen information som är av relevans för uppskattningen av ett bolags kreditvärdighet, samt dess sannolikhet att i framtiden misslyckas med att återbetala sina skulder.

Enligt Sargent och Young (1991) är sådan information generellt knuten till låntagarens egenskaper, men i allt större grad anser banker att ett större fokus vid kreditbedömningen ska fästas vid bolagets strategiska affärsplan, framtida prospekt och kassaflöde. Detta innebär att man i större utsträckning använder sig av ett intäktsbaserat förhållningssätt vid analysen som ligger till grund för kreditgivningen (Fletcher 1995), eftersom kreditbedömares främsta uppgift, som tidigare nämnt, är att avgöra sannolikheten för att låntagarna möter sina skuldobligationer och återbetalar sina lån med ränta.

Denna process grundar sig i att bedöma och värdera de medföljande risker som är kopplade till ett bolags verksamhet och är i stor utsträckning standardiserad och kopplad till de specifika bankernas interna policy. Enligt Bruns (2001) är den standardiserade kreditbedömningsprocessen i svenska banker även i väldigt hög grad kompletterad av kreditbedömares enskilda analys, som med utgångspunkt i bankens interna regelverk och dokumentation ligger till grund för det slutgiltiga beslutet som avgör specifikationerna för lånevillkoren.

Vidare, beroende på kreditens storlek, blir fler avdelningar inom banken involverade där beslutet i många fall avgörs ända upp på styrelsenivå. Bankerna strävar efter att standardisera sin kreditbedömningsprocess genom att införa förtecknade regelverk och direktiv, men studier har påvisat att det slutgiltiga fastställandet varierar och i hög grad är beroende av enskilda

beslutfattares erfarenhet och kunskapsnivå (Andersson 2001). Fletcher (1995) förklarar att denna variation uppstår som en konsekvens av skilda tolkningar av regelverk, vilka i sin tur grundar sig i hur pass erfaren bedömaren är i sin analys.

Enligt Gibson (1993) är ett bolags tidigare finansiella resultat en viktig del av bedömningen av bolagets framtida återbetalningsförmåga. För att förutspå ett bolags framtida utveckling kan man enligt Altman (2010) granska finansiella nyckeltal, eftersom de anses vara en tillförlitlig indikator vid kreditbedömning. Detta grundar sig enligt honom i att historisk lönsamhet kopplad till bolagets operationella verksamhet ger en klar bild kring risker associerade med återbetalningsförmågan.

Som vi senare i vår studie återkommer till, är information kring tidigare finansiella prestationer vanligtvis hämtade ur den externa redovisningsinformationen som bolagen presenterar i sina bokslut. Dessa har till uppgift att bistå marknaden och dess olika intressentgrupper, såsom investerare och kreditgivare, med tillräcklig information för att kunna ta rationella ekonomiska beslut i deras olika processer (Kam, 1990). I den externa redovisningsinformationen som huvudsakligen består av resultaträkning, balansräkning och kassaflödesanalys, samt i vissa fall även hållbarhetsredovisningar som kommer att diskuteras i senare avsnitt, återfinns information om både finansiella och icke-finansiella mått kring ekonomisk prestation som banker använder sig av i syfte för att bedöma kreditvärdigheten.

2.1.5 CSR ur ett riskhanteringsperspektiv

Menz (2010) hävdar att det, tillskillnad från riskfria investeringar, i bolagskrediter och utgivande av företagsobligationer tillkommer en räntespridning som representerar kompensationen kreditgivare och investerare får för den ökade risken. Vidare räknar han upp likviditetsrisk, systematisk risk och kreditrisk som de viktigaste komponenterna i denna riskpremie. Lägre systematisk, finansiell och operationell risk bör enligt honom, allt annat lika, leda till en lägre riskpremie och därmed förbättrade lånevillkor från bankernas sida. Med hjälp av Mertons strukturella kreditriskmodell (1974) är slutsatsen även av teoretisk betydelse, då en lägre riskpremie bland annat härleds genom lägre volatilitet av bolagets värde med denna metod.

Studier har dock påvisat att dessa tre komponenter inte kan beskriva den totala och faktiska räntespridningen fullt ut, vilket Amato och Remolona (2003) påvisar i sin undersökning.

Detta innebär alltså att marknadens olika aktörer även prissätter ytterligare risker som sedan inkluderas i den totala räntespridningen som drabbar ett bolag. Ett exempel på empiriska resultat som påvisar sådana risker är Bollens et. al. (2005) undersökning som leder fram till slutsatsen att den dominerande faktorn till att stora europeiska bolag kollapsar grundar sig i att det finns en bolagskultur som kantas av oetiskt beteende i ledningen. Detta resulteras av bedrägerier som uppstår till följd av bristande styrmekanismer inom bolagets *corporate governance,* vilket är ett område som i många sammanhang överlappar med CSR.

Även om beviset för sambandet är svagt visar det att riskpremien i kreditinstrumenten för europeiska bolag kan påverkas av kvaliteten i deras arbete inom *corporate governance* (Menz, 2010), vilket vidare innebär att ett bolags hållbarhetsarbete bör betraktas som en av komponenterna som inkluderas i de prissatta riskerna. Enligt Berger (1997, 1998) är det därför viktigt för kreditbedömare att analysera bolagens förmåga och att arbeta proaktivt mot förändrade marknadsförhållanden för att skapa fungerande interna processer. Utifrån detta kan man dra slutsatsen att hållbarhetsengagemang, som har till syfte att bygga en verksamhet och bolagskultur i syfte för att undvika negativa konsekvenser i framtiden eller minska deras eventuella finansiella påverkan på bolagets prestation, är en viktig del av bolagsstrategin och som till följd av detta påverkar den övergripande återbetalningsförmågan.

Det som är centralt för argumentet kring the *risk mitigation view* är tanken att investeringar i CSR minskar bolagsrisken, och studier som behandlar området anser att man bör se dessa investeringar ur ett riskhanteringsperspektiv. Heal (2004) konkretiserar detta genom att beskriva situationer där bolag misslyckas med detta genom att externalisera kostnader, som de i dagsläget inte är juridiskt bundna att bära, på samhället som i efterhand kan vända sig mot bolaget och bestraffa det för dess tidigare handlingar. Detta implicerar att det finns *en tyst överenskommelse* mellan bolagen och staten som säger att så länge bolag själva hanterar eventuella kostnader som blir övervältrade på samhället, så kommer inga nya tvingande regleringar att införas från statlig sida- Införandet av sådana regleringar hade i slutändan inneburit ytterligare kostnader för bolagen.

Med anledning av ovanstående menar därför förespråkare för CSR att duktiga företagsledare ser hållbarhetsarbete som ett verktyg för riskhantering, och att företagsledare som misslyckas med att förstå detta löper risk för att belasta bolaget med dessa kostnader. Vidare hävdar Dhaliwal et al. (2009) samt Sharfman och Fernando (2008) att förbättrade relationer med

samhället och staten underlättar för lönsamhet i framtiden genom att risken för rättegångskostnader och ekonomiska påföljder reduceras, och att upprätthållandet av ett positivt rykte minskar den totala bolagsrisken.

2.1.6 CSR och kapitalkostnad för lån

2.1.6.1 CSR som säkerhet

Enligt Boutin-Dufresne och Savaria (2004) leder investeringar i CSR till en lägre volatilitet inom bolaget och stabilare finansiella resultat, vilket i sin tur kan ligga till grund för bättre lånevillkor hos bankerna. Eftersom den operationella risken är en primär drivkraft för kapitalkostnaden för lån, innebär det att en reducerad risk leder till lägre räntespridning. Renneboog et. al. (2008) exemplifierar detta i sin studie genom att likställa investeringar i CSR till säkerheter mot eventuella rättegångskostnader och varumärkesskador.

Merton (1974) exemplifierar detta ytterligare i sin undersökning med att, utifrån kreditgivares perspektiv, likna hållbarhetsengagemang inom ett bolag till att ha sålt en *put* på bolagets tillgångar, där risken för uteblivna lånefodringar minskar som en följd av reducerad risk för eventuella negativa konsekvenser på ett bolags finansiella prestation. Kreditbedömares förhållningssätt till bolagsengagemang i CSR är således att detta är något som begränsar den eventuella nedsidan och kapitalutflödet i ett bolag om en incident skulle inträffa.

Vidare är det empiriskt bevisat att företag med lång historik av engagemang i CSR effektivare kan bemöta negativa konsekvenser från kriser i jämförelse med deras motsvarigheter som har kortare historik av sådana engagemang (Vanhamme och Grobben, 2009). Starka engagemang i CSR kan därför leda till att bankerna kräver lägre kompensation för ett bolags kreditrisk, samtidigt som långivare har incitament att inkorporera CSR i deras kreditbedömning för att ytterligare säkerställa återbetalningsförmågan.

2.1.6.2 Kvantitativa studier av sambandet mellan CSR och kapitalkostnad för lån

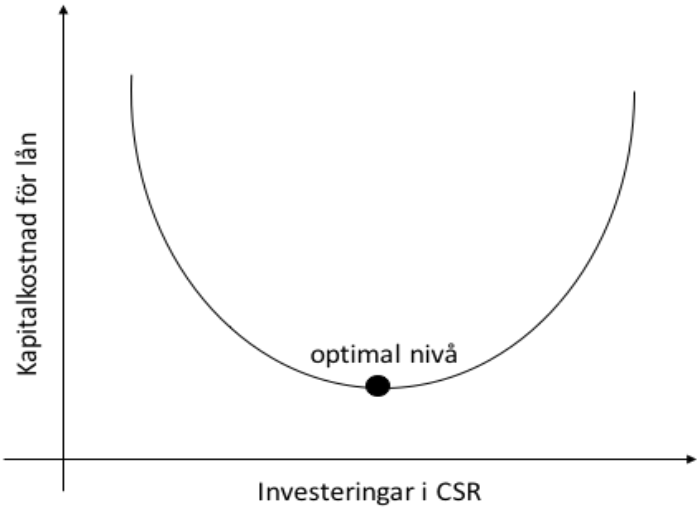
Tidigare forskning kring sambandet mellan hållbarhet och bolagets finansiella aspekter präglas av varierande resultat till följd av de svårigheter som finns i hur detta skall mätas, då bedömningen av CSR till stor del är subjektiv (Margolis och Walsh, 2001; Scholtens, 2008). Trots svårigheterna i att mäta detta samband är bankernas förhållningssätt till frågan av stor relevans. Betydelsen av CSR, utifrån långivares perspektiv, bottnar sig till stor del i dess påverkan av kredittagarens återbetalningsförmåga. Enligt Menz (2010) är långivare mindre intresserade av att engagera sig i de 10-20% av bolagen som engagerar sig mest i CSR, men

däremot mer uppmärksamma på att inte bevilja kredit till de som är sämst i sin klass, och som därmed löper störst risk för att drabbas av negativa konsekvenser till följd av brister i hållbarhetsarbetet.

Detta återspeglas i sin tur i Goss och Roberts (2010) studie som indikerar att de bolag som presterar lägst inom CSR har sämre lånevillkor i jämförelse med de bolag som presterar högst på området. I deras undersökning av banklånevillkor för amerikanska bolag blev utfallet att bolag med svaga engagemang i CSR tenderar att betala mellan 7 och 18 baspoäng mer än vad bolag med starka engagemang gör. Den begränsade påverkan CSR har på räntespridningen i lånevillkoren menar författarna tyder på att banker betraktar CSR som en andra ordningens faktor. Samtidigt framgår det av resultaten att banker svarar med mindre gynnsamma lånevillkor för de bolag som har problem i sitt hållbarhetsarbete.

I undersökningen som Zhang et. al. (2011) genomförde fann författarna ett intressant samband för relationen mellan investeringar i CSR och kapitalkostnaden för lån. Utifrån resultatet i deras studie hävdar författarna att kostnaden för lånefinansieringen minskar när investeringar i CSR understiger den optimala nivån, samtidigt som den ökar när investeringarna överstiger vad som är optimalt, vilket illustreras i figuren nedan. Detta innebär enligt författarna att ett extremt lågt eller ett extremt högt engagemang i CSR bidrar till en ökad lånefinansieringskostnad för bolagen. Detta är i linje med det faktum att oavsett motiv så gynnas inte låntagare av kreditgivare vid diversion av begränsade företagsresurser i bolagens strävan att uppfylla samhällets behov (Gross och Roberts, 2010).

Figur 2. Optimal nivå av investeringar i CSR



Andra studier av relevans påvisar dock annorlunda utfall. I undersökningen som Menz (2010) utförde kring sambandet mellan engagemang i CSR och räntespridning på den europeiska obligationsmarknaden kunde författaren finna att räntespridningen för bolag med svaga engagemang var längre än för bolag med starka engagemang. Detta förklaras enligt honom av att CSR i dagsläget inte är inkorporerat i prissättningen av företagsobligationer, vilket grundar sig i att kreditvärdighet har en större betydelse för obligationsinvesterare än vad CSR har. Anledningen till detta menar han är för att kreditvärdighet till viss del redan inkluderar aspekter av CSR och att ytterligare information kring CSR inte verkar tillägga ytterligare värde för obligationsinvesterare. Även detta framlägger bevis för att investerare kan uppfatta engagemang i CSR som en kostsam diversion av bolagets begränsade resurser och att kreditgivare inte nödvändigtvis gynnas, då fokus från deras sida i första hand ligger på att säkerställa återbetalningsförmågan.

3. Metod

I denna rapport har vi valt att använda oss av semi-strukturerade intervjuer som metod för att undersöka vår forskningsfråga. Valet av semi-strukturerade intervjuer används i syfte för att bearbeta större frågeområden där man tar del av respondenternas åsikter och syn på det aktuella fenomenet, vilket enligt Kvale (2009) benämns som en halvstrukturerad livsvärldsintervju. Vår forskningsfråga har till syfte att besvara frågan *hur* CSR inkorporeras av yrkesprofessionella kreditbedömare och *vilken betydelse* det har för bolagens

kapitalkostnad för lån. Tidigare forskning har nästan uteslutande beaktat frågan utifrån ett kvantitativt perspektiv, och genom att fokusera på hur yrkesverksamma inom kreditbedömning tar CSR i beaktning i praktiken är vår förhoppning att lyckas bidra med ett nytt perspektiv till den befintliga forskningen. Därmed önskar vi tillföra en praktisk nyans med utgångspunkt i kreditmarknaden.

I och med att definitionen av CSR och sambandet med de olika finansiella variablerna är oklar, samt att personer uppfattar värdet av aktiviteterna annorlunda, så finns det ingen absolut och objektiv sanning i fallet. Eftersom syftet med denna studie är att ta reda på hur yrkesverksamma inkorporerar CSR i praktiken och vilken betydelse CSR information har för kapitalkostnad för lån, har vi utgått ifrån ett urval av intervjupersoner som i sin verksamma roll är associerade till vår forskningsfråga i olika sammanhang.

3.1 Avgränsning och urval

Respondenterna i vår undersökning består främst av yrkesverksamma personer som arbetar på avdelningar med anknytning till *Debt Capital Markets* på Sveriges ledande banker. Vidare har vi utökat urvalsgruppen geografiskt genom att intervjua två personer som är verksamma inom *Debt Capital Markets* på två av de ledande bankerna i London, i syfte för att fånga upp eventuell nyanserad expertis från en annorlunda marknad.

Valet av intervjupersoner består som tidigare nämnt främst av yrkesverksamma på bankavdelningar med anknytning till *Debt Capital Markets*, där några exempel på avdelningar som respondenterna representerar är *Corporate Loans*, *Credit*, *Macro Research* och *Fixed Income Sales.* Intervjuobjekten i studien har sedan tidigare även en varierande grad av kännedom kring CSR och koppling till frågor som rör bolags hållbarhetsarbete. Kunskapen hos de respondenter som inte är specialiserade på områden med anknytning till CSR skiljer sig nämnvärt från de respondenter som arbetar med hållbarhetsfrågor i större utsträckning, men blir trots det genom sitt yrkesutövande på finansmarknaden direkt påverkade av CSR-faktorn i olika sammanhang.

3.2 Studiens design och genomförande av intervjuer

För att på bästa möjliga vis kunna bilda oss en bred uppfattning, oberoende av subjektivitet hos intervjupersonerna, har vi genomfört individuella intervjuer med en urvalsgrupp bestående av totalt nio personer. Fokus ligger därmed på varje enskild individ under varje specifikt intervjutillfälle. Inför intervjuerna bistod vi intervjuobjekten med ett

informationsbrev med kort information kring oss själva, syftet med intervjun och att den är frivillig med möjlighet för anonymitet, samt att den kan avbrytas under valfri tidpunkt. Respondenterna fick även information kring inspelningen av deras svar samt hur resultaten kommer att publiceras i ett senare skede.

Intervjuernas genomförande bestod av att ställa öppna frågor, noggrant förberedda i förväg med huvudfokus på tre kategorier:

1. Övergripande om kreditbedömning av bolag
2. Corporate Social Responsibility
3. Sambandet mellan CSR och kapitalkostnad för lån

Varje kategori innehöll flertalet öppna frågor som i vissa fall på förhand kompletterades med olika infallsvinklar. Detta gjordes i syfte för att undvika att vi som intervjuare styr och påverkar intervjuobjekten, men även för att bygga en täckande informationsbas för att säkerställa att frågorna vi ämnar ta reda på besvaras. Stor vikt har genomgående lagts på att i största möjliga mån få intervjuobjekten att utifrån egna tankar och perspektiv, utan ledning och påverkan från vår sida, prata fritt om varje kategori i egna termer, där vi eventuellt kompletterade med ytterligare följdfrågor för att specificera oklarheter och utöka detaljrikedomen.

Trots vår strävan efter att inte påverka forskningen, respondenterna och utfallet under intervjuerna utifrån våra egna värderingar kommer det inte att kunna undvikas fullt ut. I axiologin studerar man människors tankemönster och hur det påverkar deras beteenden och handlande. Det *interpretivistiska* synsättet styrker att vår forskning och våra intervjufrågor kommer vara partiska mot vår egen kunskap på området och därmed leda till att den resulterande datan inte kommer kunna frikopplas från oss själva fullständigt. Sett ur detta perspektiv kommer vår forskning som är baserad på den tidigare kunskap vi har på området att reflekteras i de frågor vi ställer till våra intervjuobjekt, vilket i sin tur leder in respondenterna på förutbestämda banor som inte nödvändigtvis reflekterar hur det faktiskt ser ut i verkligheten. Detta skiljer sig från positivismen, där denna bristfällighet inte lyfts fram på samma sätt, där det i vårt fall skulle innebära att resultatet är en objektiv sanning som baseras på faktan som framställs i intervjuerna.

3.3 Analys av intervjusvar

Efter avslutad intervju transkriberades de inspelade intervjuerna, redan under samma dag, i syfte för att skapa en initial struktur inför vidare bearbetning av den insamlade datan. Genom att först sammanställa varje intervju kunde vi identifiera nyckelord, finna övergripande teman, koda dessa i underkategorier för att sedan analysera mönster och återkommande ledmotiv i syfte för att skapa en helhetsbild av målgruppen. Kvale (2009) beskriver denna metod som *bricolage*. Detta innebär att man analyserar intervjuerna för att skapa ett allmänt intryck för att sedan gå tillbaka till specifika delar och yttranden som omvandlas till en strukturerad berättelse, som vi ämnar koppla till den tidigare forskningen. Då urvalet består av ett litet antal personer kan inga statistiska generaliseringar göras, däremot kan vi skapa en bild och uppfattning av olika möjliga förhållningssätt till frågan. Analysen av insamlad data kommer genomgående att diskuteras i ljuset av vad som tidigare varit känt, vinklat mot forskningsfrågan vi ämnar undersöka.

4. Empiri

4.1 Respondenternas uppfattning kring CSR

Vid frågan om vad CSR innebär och varför det har betydelse på kapitalmarknaden gavs varierande tolkningar och svar av våra intervjuobjekt, men trots en del skillnader i terminologi var de flesta väl införstådda på dess övergripande innebörd beträffande en hållbar samhällsutveckling. En mindre minoritet, som mer aktivt arbetar med hållbarhetsfrågor i sitt dagliga arbete, kunde tala mer nyanserat kring dess definition och dess kausala samband med kapitalmarknaden.

En gemensam uppfattning hos alla intervjuobjekt är att fenomenet växer sig starkare och att det aktualiseras mer i olika processer. I de flestas mening strävar bankerna efter att successivt involvera sig mer i området genom att arbeta mot att tydligare definiera dess implikation på riskbedömningen av ett bolag. En minoritet lyfter även fram visionen att utveckla metoder för att tydligare kunna inkorporera CSR-faktorn som en *standardiserad del* av kreditbedömningsprocessen.

En av respondenterna uttrycker att det, utöver drivkraften att avgöra dess faktiska innebörd i relation till kreditbedömningen, även finns en insikt hos flera banker att det rör sig om en nischmarknad man kan bearbeta. Enligt denne finns ett växande intresse hos både interna och externa intressentgrupper som bolag och banker måste ta hänsyn till, exempelvis en allt större

investerargrupp som vänder sig till bolag som aktivt engagerar sig i CSR för att skapa en hållbar utveckling i samhället.

En annan respondent tillägger även att det efter Kyoto-protokollets införande, vilket begränsar mängden utsläpp av växthusgaser i världen, har skapats en marknad där man kan handla med utsläppsrättigheter och olika varianter av miljöcertifikat. Respondenten tillägger att detta är ett tecken på den viktiga innebörd som hållbarhetsengagemang har på marknaden idag, där det i framtiden kan bli lagstadgat i större utsträckning som följd av den externa allmänhetens påtryckningar på att bolag ska agera ansvarsfullt i sin verksamhet.

Varför CSR har betydelse för kreditbedömningen, oavsett om respondenterna benämner det som CSR, hållbarhet eller utifrån andra definitioner, baserar sig enligt majoriteten av intervjuobjekten på att alla engagemang som ett bolag åtar sig måste tas i beaktning för en korrekt utvärdering av de risker som är associerade med dem och som kan påverka dess återbetalningsförmåga.

Samtliga respondenter är i överensstämmelse om att återbetalningsförmågan är av kritisk relevans, i synnerhet efter den finansiella krisen, eftersom det har skapats ett tydligare fokus på att bankerna inte ska förlora sina kunders insatta kapital. En av respondenterna specificerar detta genom att hävda att bankerna har blivit mer selektiva i sin kreditgivning och att de ägnar sig mindre åt spekulation, vilket medför att en djupgående analys och utvärdering av de risker som är associerade med bolagens verksamhet är central för att reducera risk inom banken.

4.2 CSR-faktorns påverkan på ett bolags verksamhet

Samtliga intervjuobjekt betonar att CSR har en direkt koppling till risker som kan påverka återbetalningsförmågan i ett bolag, där en stor majoritet av dessa dock hävdar att det i dagsläget främst handlar om att tillfredsställa hygienfaktorer associerade till hållbarhet. Med hygienfaktorer menar respondenterna exempelvis barnarbete i produktionsledet, dåliga arbetsvillkor för sina anställda, externalisering av kostnader i form av farliga miljöutsläpp och andra negativt påverkande miljöfaktorer samt otillbörlig redovisningsmanipulation och bedrägerier från företagsledningarnas håll. Brister i detta kan enligt samtliga respondenter leda till betydande framtida konsekvenser som påverkar bolagens anseende och prestation, vilket direkt drabbar deras återbetalningsförmåga. Två återkommande exempel på detta bland intervjusvaren är BP-katastrofen och Panamadokumenten, där det förstnämnda behandlar

miljöaspekten kopplad till hygienfaktorerna medan det sistnämnda berör bedrägerier från företagsledningars håll.

Dessa bolagsskandaler är enligt flera respondenter exempel på hur brister i miljöarbetet och sociala frågor senare har resulterat i betydande ekonomiska konsekvenser, där bolag kan komma att försättas i konkurs eller förlora stora delar av sin kund- och investerarbas till följd av ett skadat varumärke. Detta i sin tur innebär enligt respondenterna en ökad risk för att banken inte återfår sitt utlånade kapital.

Flera av de tillfrågade lyfte därför fram vikten av att använda hållbarhetsarbete som ett verktyg i syfte för att undvika negativa påföljder i framtiden. En av dessa tillägger att det idag kan finnas element som inte syns i bokslutsrapporterna, men som i framtiden kan ha väsentlig påverkan för bolagets verksamhet. Ett exempel på detta är enligt respondenten när ett bolag ökar sin operationella lönsamhet genom att använda barnarbete i sitt produktionsled. Detta kan vid framtida uppdagande resultera i ett skadat varumärke, vilket i sin tur kan ligga till grund för minskade intäkter som följd av att interna och externa intressentgrupper inte vill stödja och associeras med ett sådant beteende.

En av svårigheterna med ett lyckat hållbarhetsarbete är enligt en av respondenterna att bolagsledningar kan finna svårigheter i att motivera de förhöjda kostnader som är associerade med sådana engagemang, då kortsiktiga värdeskapande processer ofta prioriteras före av vissa inflytelserika intressentgrupper inom ett bolag. Samma person relaterar dessa svårigheter till att hållbarhetsarbete i många fall främst handlar om att begränsa den eventuella nedsidan i ett bolag. En positiv effekt syns enligt respondenten tydligast vid en negativ incident, då det tidigare hållbarhetsarbetet kan dämpa de negativa konsekvenserna genom att fungera som en fallskärm, medan det i annat fall kan upplevas som en kostsam diversion från företagets kärnverksamhet.

En stor majoritet av respondenterna hävdar att engagemang i CSR ofta drivs av den externa allmänhetens påtryckningar. Bland intervjuobjekten med större insikt i CSR talas det om *en tyst överenskommelse* i förhållandet mellan bolag och staten, som i syfte för att undvika påtvingade regelverk från statligt håll ger bolagen en chans att förbättra sitt hållbarhetsarbete på eget initiativ. Dessa personer hävdar att detta grundar sig i att staten anser att allmänheten och bankernas kunder bör ha större insikt i var kapitalet investeras, vilket i sin tur även

underlättar för kreditbedömare att utvärdera risker associerade med ett bolags verksamhet då den *tysta överenskommelsen* resulterar i en ökad transparens på marknaden.

En stor majoritet av de tillfrågade hävdar att bolagen, samtidigt som att tillgodose ovanstående påtryckningar, passar på att profilera sig som goda samhällsmedborgare för att bli förknippade med positiva associationer. En av de tillfrågade hävdar vidare att bolagens kunder har sprungit om andra intressentgrupper som maktfaktor i att driva engagemang i CSR inom bolag. Oavsett vilka som driver dessa frågor var de flesta respondenter överens om att drivkraften att profilera sig som ansvarsfulla grundar sig i att bolag inte vill bli förknippade med negativa associationer, samtidigt som de vill undvika påtvingande regelverk.

4.3 Allmänt om kreditbedömningsprocessen

Generellt sett sker en kreditbedömning vid varje enskild kredit som bankerna utför. Processen går i flera steg med en initial kreditansökan inom banken där man ser till bolaget i sin helhet och beroende på kreditens storlek landar kreditansökan på flera nivåer inom banken. Generellt hamnar kreditansökningarna hos den exekutiva ledningen i banken, men i vissa fall tas den även upp till styrelsenivå inom bankerna.

Alla intervjuobjekt hävdar att kreditbedömning av bolag sker under varierade former beroende på transaktionstyp och bolagens specifika branschtillhörighet, och att det generellt sett finns ett regelverk på bankerna som reglerar hur mycket kredit ett bolag kan beviljas baserat på dess aktuella risknivå.

De flesta intervjuobjekten relaterar till att kreditbedömningen av bolag till störst del baseras på den operationella risken för verksamheten, vilken består av ett rad antal faktorer och varierande risker beroende på bolag och branschtillhörighet. De flesta nämnda riskerna bland intervjusvaren är kopplade till parametrar i anknytning till risker associerade med marknadsförutsättningar, geografiska förutsättningar, styrmekanismer inom bolagens ledningar samt finansiella risker såsom likviditets- och finansieringsrisk. Dessa risker rangordnas därefter baserat på deras bidrag till den totala bolagsrisken, främst kopplat till återbetalningsförmågan.

4.4 CSR som en del i kreditbedömningen

4.4.1 CSR-faktorns anknytning till risker

Samtliga intervjuobjekt är överens om att CSR utgör en del av helhetsbilden vid kreditbedömningen av bolag. Risker associerade med ett bolags hållbarhetsarbete blir därmed enligt kreditbedömarna en komponent av den helhetsbedömning som ligger till grund för bolagens lånevillkor. Dessa risker tillmäts varierande betydelse gentemot andra riskfaktorer beroende på vilket bolag som granskas och vilken bransch de är verksamma inom, där vissa branscher har en större exponering mot aspekter i anslutning till sociala- och miljömässiga faktorer.

Om bolagen som står inför en kreditbedömning befinner sig i en bransch där element som barnarbete, farliga miljöutsläpp och dåliga arbetsvillkor inte är sällsynt förekommande, tillmäts bolagen större risk om de dessutom har brister i sitt hållbarhetsarbete. Detta grundar sig enligt nästan alla i att sannolikheten för negativa påföljder som påverkar återbetalningsförmågan blir större.

Majoriteten av de tillfrågade hävdar dock samtidigt att man sällan går in på djupet kring de ovanstående faktorerna. Istället handlar det snarare om att en lägsta nivå måste uppfyllas, med tillfredsställandet av de tidigare nämnda hygienfaktorerna, och att risker kopplade till hållbarhetsarbetet oftast bearbetas relativt fort i riskanalysen.

”Förutsatt att tydliga varningssignaler saknas är granskningen av huruvida bolagen tillfredsställer hygienfaktorerna något som diskas av ganska snabbt i riskanalysen.”

4.4.2 Inhämtande av information kring CSR

Informationsunderlaget som ligger till grund för kreditbedömningen inhämtas enligt samtliga intervjuobjekt mestadels från standardiserad bokslutsinformation, bolagshemsidor och annan publik information, då bolag sällan vill lämna information utöver den som ges till marknaden. Vad som specifikt granskas i bokslutsrapporterna varierar bland de tillfrågade personerna, där majoriteten hänvisar till främst resultaträkningen och kassaflödesanalysen med motiveringen att dessa rapporter ger bäst överblick på bolagens prestation och återbetalningsförmåga.

En stark majoritet av de tillfrågade återkommer dock till svårigheten att generalisera sin beslutsprocess med motiveringen att det finns branschspecifika risker som gör att de olika

komponenterna i dessa rapporter har varierande betydelse beroende på vilket bolag som granskas. Ett återkommande resonemang är att det i slutändan främst handlar om de faktorer och risker som påverkar återbetalningsförmågan, där branschvolatilitet och stabilitet inom bolaget är av stor relevans med anledning av dess inverkan på kreditrisken.

Drygt hälften av intervjuobjekten tillägger även att specifik information om CSR inhämtas från bolagens separata hållbarhetsredovisningar, medan en mindre minoritet även deltar på bolagens seminarier och för dialoger med CSR-avdelningarna för de respektive bolagen beträffande deras hållbarhetsarbete. En stor majoritet av de tillfrågade säger att analysen kring riskerna associerade med ett bolags hållbarhetsarbete mestadels sköts av bankernas respektive kreditavdelning, och att informationen senare används som en del i beslutsunderlaget. Dock betonar respondenterna med mer insikt i CSR-relaterade frågor att hanteringen av hållbarhetsaspekten idag behandlas kort i det standardiserade regelverket kring riskbedömning, vilket enligt dem lämnar stort utrymme för egna tolkningar av dess innebörd beträffande bolagsrisk.

Nästan alla intervjuobjekt tar upp svårigheten i att bedöma bolagens prestation eftersom det är mycket som inte kommer till uttryck i bolagens publika dokumentation. Enligt de respondenter med större insikt i CSR beror detta på att det ofta saknas en tillräcklig kunskapsbas på banken inom området i syfte för att mäta prestationen och därmed avgöra vad som är hållbart eller inte.

”Det är svårt att mäta direkta och indirekta konsekvenser av bolagens hållbarhetsarbete, men det innebär inte att dess betydelse för helhetsbedömningen av ett bolag blir mindre viktig.”

En av respondenterna uttrycker att informationen som återfinns i bolagens hållbarhetsredovisningar *”främst används i marknadsföringsmässigt syfte”* och att *”en del detektivarbete kan krävas”* för att fastslå vad bolagen egentligen utför på området. Drygt hälften av de tillfrågade intervjuobjekten menar att utfallen sällan utreds och att det enbart är den redovisade informationen kring hållbarhet som tas i beaktande, medan resterande hävdar att man i vissa fall tillsammans med bolaget i fråga anlitar en så kallad *second opinion provider.*

Denna *second opinion providern* är ett externt bolag som arbetar med hållbarhetsfrågor inom den branschkategorin som bolaget befinner sig i. Det externa bolagets uppdrag är att årligen utvärdera verksamheten utifrån ett hållbarhetsmässigt perspektiv, för att sedan förse banken med information kring hur bolaget faktiskt lever upp till det som är uttryckt från dess sida.

Bland de banker som använder sig av en *second opinion provider* var det oftast bankerna själva som valde det externa bolaget, medan det i vissa fall överläts till bolagen att avgöra vem som fick uppdraget. En gemensam uppfattning bland de med mest insikt i CSR påtalar att detta skapar utrymme för jäv, där en av dessa respondenter tillägger att *"det finns utrymme för många tyckare och man bör försöka underlätta bedömningen av hållbarhetsfrågor genom att försöka kvantifiera fenomenet i syfte för att kunna vara objektiv"*. Samma personer med god kännedom på hållbarhetsfrågor säger att de ofta tvingas vara subjektiva i sin bedömning då det saknas analysverktyg som kan standardisera processen inom banken för att validera och mäta prestation inom CSR.

En av de tillfrågade tar även upp att man, utan vidare kontroll, litar på olika typer av miljöcertifieringar från organisationer med insikt i hållbarhetsfrågor inom den aktuella industrin - *"där är jobbet redan gjort"*.

En ytterligare metod, som en av respondenterna tar upp, är att storbanker har fördelen att kunna jämföra bolag med befintliga kunder av relevant storlek, i syfte för att bilda en uppfattning kring vilken hållbarhetsstandard som råder på olika marknader. Genom att använda sig av *benchmarking* kan storbankerna enligt denne skapa en bild kring hur väl bolagen förhåller sig till andra jämförbara bolag inom samma bransch när det kommer till deras hållbarhetsengagemang.

4.4.3 CSR-faktorns inverkan på kapitalkostnaden för lån

En stor majoritet av intervjuobjekten säger att risker kopplade till CSR främst utgår ifrån tidigare nämnda hygienfaktorer, och att bolag som inte lyckas tillfredsställa dessa står inför risken att inte ens bli beviljade lån. En mindre andel av intervjuobjekten hävdar vidare att enbart osäkerheten kring validiteten av hållbarhetsåtagandena, som har till syfte att tillfredsställa hygienfaktorerna, kan räcka för att bolagen inte beviljas lån.

Flera intervjuobjekt upprepar återkommande att det på grund av svårigheter i att mäta och kontrollera åtagandena i CSR gör att bedömningen blir komplicerad. Vidare nämner de att det

trots dessa svårigheter i kontrolleringen förekommer exempel som ligger nära till hands där bolag har blivit synade i sin verksamhet och därmed inte beviljats kredit.

Svårigheten i att mäta och kontrollera åtaganden i CSR innebär enligt majoriteten av respondenterna att risken för att hygienfaktorer inte tillfredsställs därmed inte kan garanteras, där risken för detta varierar beroende på branschspecifika egenskaper. Samtliga respondenter är i överensstämmelse om att hållbarhetsengagemang, som sträcker sig utöver tillfredsställandet av hygienfaktorer, sällan premieras av banken i form av fördelar eller lånerabatter. Detta beror enligt dem på att det idag saknas regelverk, processdokumentation och analysverktyg för hur en sådan process ska hanteras.

Samtidigt upprepar de med mer insikt i CSR att det trots avsaknaden av dokumentation, hanteringsprocesser och analysverktyg, vilka tydligare kan mäta den inverkan CSR har på bolagsrisk, idag finns en möjlighet att kreditbedömare omedvetet betraktar den operationella risken som lägre med anledning av ett framgångsrikt hållbarhetsarbete. Detta grundar sig enligt dem i det stora tolkningsutrymmet vid beaktandet av hållbarhetsaspekter, samt att det beroende på kreditbedömarens erfarenhet i sin tur kan avspeglas i räntespridningen för bolagen.

Den minoritet bland respondenterna som arbetar på obligationssidan hävdar dessutom att många bolag med höga engagemang i CSR strävar efter att bredda sin investerarbas på obligationsmarknaden. Resultatet från detta, då allt fler investerare söker sig till hållbara investeringar samtidigt som utbudet växer långsammare än efterfrågan, är att bolag kan uppleva en marginell minskning av deras kapitalkostnad för lån med anledning av att dessa investerare kräver en lägre riskpremie. En av dessa respondenter, som arbetar med gröna obligationer, säger att bolagen är medvetna om att de kan bredda sin kapitalbas genom att aktivt engagera sig i CSR och därmed tillfredsställa marknadens växande intresse.

Flertalet intervjuobjekt talar även om den framtida möjligheten att banker profilerar sig som hållbara och därmed kommer kunna erbjuda lånerabatter för bolag som presterar starkt inom CSR. Detta är enligt dem under förutsättning att arbetet kring nödvändiga kriterier och kvantifiering av den innebörd CSR har på bolagens verksamhet blir tydligare. Dessa personer hävdar vidare att CSR i framtiden kommer bli en tydligare affärsfråga snarare än extern hållbarhetsfråga som är skild från kärnverksamheten hos både banker och bolag.

5. Analys

Utifrån respondenternas svar i empirin kan man dra slutsatsen att det finns fler likheter än skillnader mellan hur CSR beaktas i det dagliga arbetet. Enligt vår uppfattning grundar det sig i att processerna kring CSR ännu är outvecklade hos bankerna, och detta konfirmeras av respondenterna genom förtydligandet av att det fortfarande saknas processdokumentation, regelverk och analysverktyg som klargör hur sådan information ska hanteras. I och med vårt val av metod och det faktum att de flesta intervjuobjekten hade liknande uppfattningar kring fenomenet kommer analysen mestadels handla om de generella mönster som kan identifieras i respondenternas svar, med belysning av eventuella skillnader. Empirin lägger störst fokus på de två områden som främst diskuteras nedan, *informationsasymmetri och riskhantering*. Nämnvärt är även det faktum att analysen i vissa delar överlappar med empirin.

5.1 Informationsasymmetri

I och med att bolag sällan vill lämna ut mer information än vad som redan offentliggjorts finns en konstant närvaro av informationsasymmetri i relationen mellan banker och låntagare. Den gemensamma uppfattningen hos samtliga intervjuobjekt är i överenstämmelse med det som den tidigare forskningen visar, nämligen att CSR ökar transparens och att informationsasymmetrin i olika förhållanden minskar. Detta innebär att utrymme för *adverse selection*, vilket ger bolag ett övertag gentemot kreditgivare som Cressy och Toivanen (2001) lyfter fram, inte förekommer i samma utsträckning.

Vid en närmare analys kring detta går det att härleda detta ur det möjliga sambandet som grundar sig i relationsförhållandet mellan staten och bolag, där den *tysta överenskommelsen* medför att bolag tvingas vara mer transparenta gentemot externa intressentgrupper, vilket i sin tur bidrar till minskad informationsasymmetri parterna emellan. Flera av intervjuobjekten hävdar därför att bolag främst arbetar med att eliminera alla tydliga signaler på dåligt beteende, såsom exempelvis barnarbete och miljöfarlig påverkan. Enligt dem beror det på att bolagen är väl medvetna om vilka förväntningar kapitalmarknaden har på bolag och vad som måste elimineras ur deras verksamhet för att bibehålla investerare och kunder. Enligt vår uppfattning är drivkraften bakom dessa engagemang att tillfredsställa olika intressentgruppers

påtryckningar på bolaget, snarare än det bidragande värdet till en förbättrad samhällsutveckling.

Intervjuobjekten är överens om att detta blir av särskild betydelse, i synnerhet utifrån bankens roll som långivare, eftersom det utlånade kapitalet i själva verket är bankkundernas insatta kapital som distribueras till låntagarna. Utifrån denna aspekt blir därför den ökade transparensen och minskade informationsasymmetrin av betydelse eftersom detta möjliggör det för kreditbedömare att utgå ifrån ett mer detaljerat material, vilket därigenom möjliggör en högre nivå av precision i prognoserna av bolagets framtida prestation.

Detta är i enlighet med El Ghouls (2011) slutsats där han beskriver att analytiker som inkorporerar bolagens engagemang i CSR i sina prognoser når en högre träffsäkerhet gentemot dem som inte använder sådan information. Vi anser att detta går att sammankoppla till den ökade transparensen som leder till bättre insikt i bolagens nuvarande verksamhet samt deras framtida utsikter och strategier. Detta blir av betydelse då bankerna efter den finansiella krisen i allt större grad arbetar utifrån ett angreppssätt med fokus på riskreduceringen av bankkundernas insatta kapital.

Den generella utgångspunkten för att avgöra ett bolags återbetalningsförmåga är granskningen av de finansiella rapporterna, där respondenterna med mer kunskap om CSR även utgick ifrån den externa hållbarhetsredovisningen i sin kreditbedömning. Dessa individer granskar även validiteten av informationen i hållbarhetsredovisningarna på en mer detaljerad nivå, tillskillnad från övriga respondenter som i mindre grad ifrågasätter dess validitet.

Vid en närmare analys kring detta går det, med hänvisning till den tidigare forskningen, att finna ett samband till resonemanget som förs i Kims et. al. (2012) undersökning som beskriver att bolag som engagerar sig i CSR mer sällan använder sig av redovisningsmanipulation. Vidare går det att återkoppla till empirin där respondenterna med mer insikt i CSR beskriver att otillräcklig kunskap hos bankerna på området gör att majoriteten förlitar sig på den redovisade informationen som bolagen presenterar, samt de olika certifieringar kring hållbarhet som organisationer utför. Respondenterna med mer kunskap om CSR besitter däremot tillräcklig kunskap för att bedriva en mer genomgående granskning för att på egen hand avgöra huruvida den redovisade information stämmer.

I överlag var skillnaden i kunskapsnivå bland respondenterna beträffande CSR av signifikant variation. Detta återspeglar sig i bankernas processer genom den vanligt förekommande lösningen att anlita extern expertis, *second opinion providers*, för bedömning av hållbarhetsfrågor som bankerna själva inte kan hantera. Skillnaden mellan bankerna kring valet av extern expertis är huruvida det är banken eller låntagaren i fråga som väljer uppdragstagaren.

Vi anser att problemet med detta är att det kan uppstå subjektivitet i bedömningen då uppdragstagaren kan bli påverkad av uppdragsgivaren, i det här fallet låntagaren som ska granskas. Vidare noterade vi att respondenterna inte identifierade denna problemaspekt som kan leda till missvisande information när man fullt ut litar på utlåtanden från *second opinion providers*, certifieringar och externa hållbarhetsredovisningar. Dessa kan vid jävighet vara otillförlitliga källor för att upptäcka eventuella brister som annars inte uppdagas i och med informationsasymmetrin mellan bankerna och deras låntagare.

Vidare identifierar vi skilda uppfattningar om vilken framtida roll CSR kommer ha i kreditbedömningsprocessen. När majoriteten av respondenterna talar om dess framtida betydelse talar man i termer om en fortsatt ökad transparens och dess bidrag för säkerställandet av att hygienfaktorerna uppfylls. Vi uppmärksammar vidare att denna uppfattning delvis skiljer sig från den som respondenterna med mer insikt innehar, som visserligen delvis håller med om detta, men även lyfter fram att potentialen som finns i att inkorporera CSR i kreditbedömningen i dagsläget inte uppnåtts fullt ut.

Detta är i linje med vår personliga uppfattning om att den varierande kunskapsnivån, med utgångspunkt i den majoritet som besitter mindre detaljrik kännedom om CSR, begränsar den faktiska potentialen som går att uppnå. På sikt tror vi däremot att det finns väsentligt mer att inhämta, under förutsättning att kunskap och förståelse för dess möjliga nytta i kreditbedömningsprocessen blir mer allmänt känd bland bankerna. En ökad kunskapsnivå leder till att man i större utsträckning kommer kunna dra nytta av den ökade transparensen och minskade informationsasymmetrin som CSR kan bidra med.

5.2 Riskhantering

Utifrån de individuella beskrivningarna av hur kreditbedömningen går tillväga grundar sig den till stor del på den operationella risken inom ett bolags verksamhet, som i sin tur har en stor påverkan på deras återbetalningsförmåga. Trots att ingen av de tillfrågade explicit kände till eller uttryckte sig i termer associerade till teorierna kring *the risk mitigation view,* som tidigare har diskuterats i denna rapport, var de flesta av respondenterna väl införstådda i betydelsen av hållbar verksamhet där risker associerade till sådana frågor kan ha betydande påverkan på ett bolags prestation och implicerade återbetalningsförmåga. Detta reflekteras i den återkommande betoningen av hur viktigt det är att bolagen lyckas uppfylla hygienfaktorerna.

I enlighet med Sharfman och Fernando (2008) anser intervjuobjekten att den totala risken inom ett bolag minskar om bolaget agerar hållbart på dessa områden och därmed minskar den operationella risken och ryktesrisken. Fokus från bolagens håll på kortsiktig vinstmaximering som kan leda till externalisering av kostnader på samhället är därmed något bankerna vill att låntagarna undviker. Kopplingar till dessa motiv från bankernas håll kan därmed dras till Heal (2004) som hävdar att det externa samhället i senare skeden mycket väl kan straffa bolag i form av rättsliga sanktioner och minskade intäkter till följd av minskad kundbas. Detta är något som bankerna är medvetna om eftersom det har direkta kopplingar till låntagarnas återbetalningsförmåga som drabbas negativt vid sådana incidenter.

De flesta respondenter är av gemensam uppfattning att det enbart är hållbarhetsarbete som sträcker sig till att tillfredsställa hygienfaktorer som tillför nytta av relevans i kreditbedömningen ur ett riskreducerande perspektiv. Samtidigt återfinns ett annat mönster i intervjusvaren som vittnar om ytterligare betydelse. Flera intervjuobjekt återkommer till det faktum att det allmänna trycket i stor utsträckning driver frågan kring hållbarhet inom bolag, och att det återspeglar sig i den redovisningen som enligt dem i stor utsträckning görs i marknadsföringssyfte gentemot sin omgivning. Bolag som upprätthåller starka engagemang i CSR och med framgång förmedlar dessa borde därmed premieras av en bredare investerarbas (Kapstein, 2001), fler kunder (Hillman och Keim, 2001) och ett starkare varumärke, vilket i sin tur borde generera en stabilare kapitalbas och större intäkter för bolagen.

Att kreditrisken i ett bolag minskar som följd av lägre volatilitet bland intäkterna är respondenterna ense om, men att detta direkt skulle kunna härledas genom starka prestationer

inom CSR verkar inte vara lika tydligt bland dem. En anledning till detta skulle kunna vara att kunskapsnivån kring CSR generellt sett inte är så hög hos bankerna, som de mer insatta respondenterna poängterade, men även att det i dagsläget är svårt att kvantifiera effekterna av CSR i brist på tillämpliga analysverktyg. Däremot är det lättare för kreditbedömarna att dra en lägsta gräns, som tydligt kan kopplas till kreditrisk i och med de eventuella finansiella konsekvenserna som kan uppstå om hygienfaktorerna inte uppfylls. Detta är även något som Renneboog et al. (2008) diskuterar i deras studie där de menar att CSR kan fungera som en säkerhet mot bl.a. rättegångskostnader, sanktioner och skadat rykte.

I och med svårigheterna att kvantifiera effekterna av CSR och det positiva bidraget som funktionen eventuellt kan medföra, anser vi att de olika förhållningssätten till dess faktiska innebörd grundar sig i skilda uppfattningar bland beslutsfattare. Vissa ser den positiva effekt som CSR har vid inträffandet av negativa incidenter, där tidigare hållbarhetsarbete kan bromsa in de negativa konsekvenserna och därmed fungera som en riskreducerande fallskärm, medan andra eventuellt upplever funktionen som en kostsam diversion av de begränsade resurserna företagen har till förfogande. Detta är i linje med diskussionen i tidigare forskning beträffande huruvida CSR är en värdeförstörande eller värdeförbättrande aktivitet.

5.3 Den implicerade effekten av CSR på kapitalkostnaden för lån

Utifrån våra intervjusvar kan man dra slutsatsen att kreditbedömarna i studien anser att CSR främst handlar om att uppnå en lägsta nivå, och att brister i hållbarhetsarbetet kan leda till att man inte blir beviljad lån snarare än att det påverkar räntespridningen i lånet. I likhet med Bassen et al (2006) poängterar flera respondenter att generella definitionsförklaringar av CSR saknas hos bankerna, och att man ännu inte har arbetat fram standardiserade processer kring bedömningen av dess påverkan på riskerna i ett bolag. Som Andersson (2001) beskriver i sin studie lämnas stort utrymme för individuell tolkning i kreditbedömningen, vilket innebär att avsaknaden av lämpliga analysverktyg för CSR kan göra det svårt för enskilda inom banken att rationalisera en lägre kapitalkostnad för lån med utgångspunkt i hållbarhetsarbetet. Genomgående i intervjusvaren kan man dra kopplingar till Menz (2010), där bankerna likt hans resonemang i studien om att banker är mindre intresserade av de bolag som presterar högst inom CSR, men att de i större grad undviker ”de sämsta i sin klass”.

En annan aspekt som inte berör den specifika kreditbedömningen, men som är av central betydelse för att förstå bankernas motiv med att inkorporera CSR i sina beslut, är att bankerna, likt bolagen de analyserar, i stor utsträckning fogar sig efter det allmänna trycket

kring hållbarhetsansvar. Bankernas verksamhet ligger inte enbart i att säkerställa sina låntagares återbetalningar, utan även i att tillgodose sina egna intressentgruppers krav. Bankerna som är hårt reglerade av staten, med ökade krav på transparens samtidigt som de är beroende av kapitalinsättningar från kunder, gör att bankerna själva måste agera hållbart i sin verksamhet och därmed undvika att låna ut pengar till, samt bli associerade med, bolag som har brister i sitt CSR-arbete. Flera respondenter nämnde under intervjuerna att allt större fokus efter den finansiella krisen läggs på att bankerna inte ska förlora pengar. Detta innebär i vår mening att banker anser att lånbeviljande till låntagare med hög kreditrisk kan vara lika finansiellt skadligt som risken för att förlora sina egna kunder.

Som tidigare nämnt finns det idag inga tydliga direktiv för hur bolagens hållbarhetsarbete ska beaktas vid riskbedömning, vilket gör att kreditbedömare ges stort utrymme för tolkning kring hur detta sedan ska inkorporeras i deras beslutsprocess. Bland respondenterna med mest insikt i CSR talades det om en framtida utveckling av analysverktyg som tydligare kvantifierar CSRs inverkan på ett bolags risk. Utifrån respondenternas svar kan man dra slutsatsen att dessa verktyg kommer att vidareutvecklas och därefter vara en naturlig och standardiserad del vid fastställandet av bolagens kapitalkostnad för lån, då riskfaktorer med koppling till CSR inte går att förbise och måste inkluderas i den övergripande helhetsbedömningen. Vår uppfattning är att det inte förrän detta genomförts som CSR-faktorn på riktigt kommer kunna uppnå dess fulla potential vid kreditbedömningen.

6. Slutsats och diskussion

Vare sig respondenterna aktivt arbetar med CSR i sitt dagliga arbete eller inte, så framgår det enligt intervjusvaren att respondenterna är medvetna om att CSR minskar informationsasymmetrin mellan dem och dess låntagare. Trots detta har CSR idag en begränsad roll i kreditbedömningsprocessen, där det främst används i syfte för att säkerställa att hygienfaktorerna uppfylls.

Utgångspunkten när man betraktar CSR är de delar som begränsar de mest illavarslande faktorerna som i framtiden kan påverka återbetalningsförmågan negativt, och eventuella uppsidor av framgångsrikt hållbarhetsarbete beaktas inte i någon vidare utsträckning. Dess implicerade påverkan på kapitalkostnaden för lån blir därmed snarare en fråga om att bli beviljad kredit än en eventuell påverkan på räntespridningen i lånevillkor.

Trots deras uttalade kännedom om hållbarhetsfrågornas relevans för en korrekt kreditbedömning, finns enligt respondenterna varken tillräcklig kunskapsbas eller pålitliga analysverktyg som kan kvantifiera dess påverkan på ett bolags totala risk, vilket gör det svårt att rationalisera lägre räntor. Starka engagemang i CSR premieras inte idag, åtminstone inte medvetet, men uppmuntras ändå från bankernas sida som i ett led av att associeras med ansvarsfulla bolag, i syfte för att stärka sitt eget varumärke bland aktörer i anslutning till deras verksamhet.

Innan intervjuerna hade vi förhoppningar om att få mer direkta och omfattande svar kring hur CSR inkorporeras i kreditbedömningsprocessen, samt en möjlig kvantifiering av dess inverkan på kapitalkostnaden för lån i olika kreditinstrument. Dessvärre blev utfallet annorlunda med anledning av att det i dagsläget saknas tillräckligt utvecklade analysverktyg för att genomföra detta.

Vår uppfattning är att ju mer kunskap kreditbedömare har om CSR, desto tydligare kommer dess funktion vara i den standardiserade processen hos bankerna. Fram till dess tror vi att processerna kommer vara liknande de som respondenterna beskriver i empirin, mer specifikt att fokus fortsätter kretsa kring uppfyllandet av hygienfaktorer, eftersom dessa utifrån den nuvarande kunskapsnivån i dagsläget är enklast att relatera till CSR. Vi upplever att kopplingen till andra riskområden som kan reduceras till följd av framgångsrikt hållbarhetsarbete inte är lika tydliga bland de kreditbedömare vi har intervjuat, men i takt med en ökad medvetenhet kring vad CSR faktiskt kan tillföra kommer dess betydelse i kreditbedömningen sträcka sig längre än vad den gör idag.

7. Kvalitetskontroll

7.1 Reliabilitet

Huruvida respondenternas svar, som ligger till grund för resultaten i vår studie, är konsistenta med varandra påvisar tillförlitligheten av undersökningen. Valet av vetenskaplig metod har varit att kvalitativt undersöka vår forskningsfråga, där vi med hjälp av semi-strukturerade intervjuer strävat efter att ta reda på hur yrkesverksamma inom kreditbedömning tar CSR i beaktning i deras beslutsprocesser och vilken påverkan det har på bolagens kapitalkostnad för lån. Eftersom fokus beträffande inkorporeringen av CSR har varit utifrån ett praktiskt tillämpande är vår uppfattning att valet av vetenskaplig metod har varit det angreppssätt som gett störst sannolikhet för att besvara vår forskningsfråga utifrån dagens rådande

förutsättningar. Detta med hänsyn till den existerande komplexiteten och nuvarande frånvaron av att någon absolut och objektiv sanning beträffande CSR funktionen samt dess faktiska innebörd och definition inte existerar. Med anledning av den ständiga utvecklingen som pågår inom CSR blir reliabiliteten i vår undersökning direkt påverkad både av ovanstående faktorer samt valet av vetenskaplig metod, då reliabiliteten grundar sig i hur väl en upprepad undersökning med oförändrade förutsättningar skulle påvisa samma resultat.

Följaktligen, med avseende på komplexiteten och den fortsatta utvecklingen som i framtiden kan introducera nya verktyg som möjliggör en kvantifiering av CSRs inverkan på bolagsrisk, kan det mycket väl vara så att en replikering av vår studie påvisar andra resultat beroende på hur bedömningsprocessen utvecklas i framtiden. Vidare anser vi att valet av metod inte är fullständigt tillförlitligt ur avseendet att en upprepning av undersökningen vid oförändrade förutsättningar skulle ge samma resultat. Även om tanken bakom valet av metod fortfarande är något vi anser vara begrundat är det med anledning av den begränsade urvalsgruppen, utrymmet för subjektivitet, varierande kunskapsnivån och den tidigare nämnda komplexiteten, något som möjliggör för risken att ett upprepande av undersökningen mycket väl kan påvisa annat utfall.

7.2 Validitet

I en kvalitativ undersökning grundar sig studiens validitet i trovärdigheten av de redovisade resultaten, samt de efterföljande slutsatser som baserats på dessa. I vårt fall har vi i syfte för att reducera subjektivitet och snedvridna tolkningar använt oss av en urvalsgrupp av respondenter bestående av yrkesverksamma från huvudsakligen avdelningen för *Debt Capital Markets* hos de ledande bankerna inom landet, med ytterligare inslag av respondenter tillhörande andra avdelningar av relevans för vår undersökningsfråga. Detta har möjliggjort inhämtning av information från skilda grupper beträffande samma frågeställning, i syfte för att uppnå ett bredare perspektiv med nyanserade infallsvinklar. Vidare har det utvidgade valet av respondenter från olika banker möjliggjort reducering av eventuella kulturavfärgningar, vilka kan påverka respondenternas bakgrund och förhållningssätt till ämnet i fråga.

Genom att spela in intervjuerna vilket efterföljdes av arbetet med transkriberingarna, skapade vi en grund för det slutliga målet med att finna teman, analysera mönster och skapa en helhetsbild av målgruppen, vilket avsevärt ökade möjligheten för högre trovärdighet i vår studie. Det bör däremot inte bortses från det faktum att det vore mer fördelaktigt med ett utökat antal intervjuobjekt då urvalsgruppen enbart uppgick till totalt nio respondenter, vilket

innebär att allmänna generaliseringar med anledning av detta inte blir möjliga. Bidragande faktor till ökad validitet i studien är att den genomfördes i par, vilket bidragit till att reducera vad som annars i större utsträckning hade varit en reflekterande närvaro av individens partiskhet.

7.3 Generaliserbarhet

Generaliserbarhet refererar till huruvida resultaten i vår studie är applicerbara på undersökningsfrågan generellt, och hur väl resultaten vore anpassade till forskningsfrågan i likartade sammanhang för vilka frågan skulle undersökas. Beträffande denna aspekt är vår uppfattning att urvalsgruppen, bestående av totalt nio respondenter, varit allt för begränsad för att dra eventuella generaliseringar i större utsträckning utifrån våra resultat i studien. I syfte för att uppnå en generaliserbarhet av högre grad vore det mer fördelaktigt med ett utökat antal respondenter. Syftet med denna studie var dock inte att finna några sådana resultat eftersom avsikten var att deskriptivt beskriva hur inkorporeringen av CSR sker vid kreditbedömningen hos våra respondenter, samt dess inverkan på bolagens kapitalkostnad för lån.

8. Vidare forskning

Då denna studie har till syfte att undersöka processerna hos kreditbedömare, utifrån en begränsad urvalsgrupp bestående av ett fåtal respondenter, kan inga statistiska generaliseringar göras. Studien kompletterar dock den begränsade forskningen om bolags kapitalkostnad för lån ur kreditgivares perspektiv genom att belysa yrkesverksamma kreditbedömares egna åsikter kring fenomenet och reflektioner av de processer som de utför i sitt vardagliga arbete. Framtida forskning kan förhoppningsvis gå in djupare på utvecklingen av lämpliga analysverktyg för att mäta CSR-faktorns betydelse för bolagsrisk och vilken inverkan sådana verktyg skulle ha på kreditbedömarnas processer samt bolagens kapitalkostnad för lån.

Ett annat forskningsområde av intresse är även om och hur bankerna internt utbildar sina anställda i frågor relaterade till CSR, i syfte för att få tydligare insikt i de kunskapsvariationer som finns på avdelningar där CSR har anknytning till olika processer. Vidare vore det intressant att ta reda på hur erfarenhet och kunskap kring CSR spelar in på utfallen av kapitalkostnad för lån, genom att kvantitativt eller experimentellt studera olika utfall på bolagens slutliga kapitalkostnad för lån och sätta det i proportion mot kreditbedömarnas

erfarenhet. Utifrån detta är det möjligt att kvantifiera den subtila påverkan CSR har på kapitalkostnaden för lån i de fall processdokumentation kring dess hantering saknas.

9. Referenser

Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2010). *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt* John Wiley & Sons.

Amato, J. D., & Remolona, E. M. (2003). The credit spread puzzle. *BIS Quarterly Review, December,*

Ammann, M. (2013). *Credit risk valuation: Methods, models, and applications* Springer Science & Business Media.

Andersson, P. (2001). Expertise in credit granting: Studies on judgment and decision-making behavior.

AREA, O. (2007). Corporate finance in the euro area.

Bassen, A., Meyer, K., & Schlange, J. (2006). The influence of corporate responsibility on the cost of capital. *Available at SSRN 984406,*

Berger, H. S. (1997). One risk manager's approach. *Com.Lending Rev., 13*, 72.

Bollen, L., Mertens, G., Raak, v. J., Meuwissen, R., & Schelleman, C. (2005). Classification and analysis of major european business failures. *None (EN),*

Boutin-Dufresne, F., & Savaria, P. (2004). Corporate social responsibility and financial risk. *The Journal of Investing, 13*(1), 57-66.

Bruns, V., & Fletcher, M. (2008). Banks' risk assessment of swedish SMEs. *Venture Capital, 10*(2), 171-194.

Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal, 30*(8), 895-907.

Cressy, R., & Toivanen, O. (2001). Is there adverse selection in the credit market? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 3*(3), 215-238.

Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2012). Does corporate social responsibility reduce information asymmetry? *Journal of Banking and Finance,*

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review, 86*(1), 59-100.

Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review, 87*(3), 723-759.

Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2009). Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: The case of corporate social responsibility reporting. *Available at SSRN, 1343453*

El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance, 35*(9), 2388-2406.

Fletcher, M. (1995). Decision making by scottish bank managers. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research, 1*(2), 37-53.

Gibson, B. (1993). The alternative to assuming" rational" use of financial information within small firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance, 2*(2), 163.

Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance, 35*(7), 1794-1810.

Heal, G. (2005). Corporate social responsibility: An economic and financial framework. *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice, 30*(3), 387-409.

Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal, 22*(2), 125-139.

Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics, 93*(1), 15-36.

Kam, V. (1990). *Accounting theory* Wiley New York.

Kapstein, E. B. (2001). The corporate ethics crusade. *Foreign Affairs-New York-, 80*(5), 105-119.

Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review, 87*(3), 761-796.

Lenssen, G., van den Berghe, L., Louche, C., & Körner, K. (2005). Changing governance patterns and CSR. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 5*(3), 151-158.

Lopatta, K., Buchholz, F., & Kaspereit, T. (2015). Asymmetric information and corporate social responsibility. *Business & Society,* , 0007650315575488.

Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2001). *People and profits?: The search for a link between a company's social and financial performance* Psychology Press.

Menz, K. (2010). Corporate social responsibility: Is it rewarded by the corporate bond market? A critical note. *Journal of Business Ethics, 96*(1), 117-134.

Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of Finance, 29*(2), 449-470.

Milton, F. (1962). Capitalism and freedom. *University of Chicago,*

Passant, F., & Robinson, J. (2014). *Global sustainable investment review.* Retrieved 23/3, 2016, from http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf

Preston, L. E., & O'bannon, D. P. (1997). The corporate social-financial performance relationship. *Business and Society, 36*(4), 419.

Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance, 32*(9), 1723-1742.

Ruth, G. E. (1990). *Commercial lending* Amer Bankers Assn.

Sargent, M., & Young, J. E. (1991). The entrepreneurial search for capital: A behavioural science perspective*. *Entrepreneurship & Regional Development, 3*(3), 237-252.

Scholtens, B. (2006). Finance as a driver of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics, 68*(1), 19-33.

Scholtens, B. (2008). A note on the interaction between corporate social responsibility and financial performance. *Ecological Economics, 68*(1), 46-55.

Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal, 29*(6), 569-592.

Shleifer, A. (2004). *Does Competition Destroy Ethical Behavior?,*

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review, 71*(3), 393-410.

Vanhamme, J., & Grobben, B. (2009). "Too good to be true!". the effectiveness of CSR history in countering negative publicity. *Journal of Business Ethics, 85*(2), 273-283.

Ye, K., & Zhang, R. (2011). Do lenders value corporate social responsibility? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, *104*(2), 197-206.