

## University of Groningen

### Corporate social responsibility and financial markets

Dam, Lammertjan

**IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.**

*Document Version*

Publisher's PDF, also known as Version of record

*Publication date:*  
2008

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

*Citation for published version (APA):*

Dam, L. (2008). *Corporate social responsibility and financial markets*. [Thesis fully internal (DIV), University of Groningen]. PrintPartners Ipskamp B.V., Enschede, The Netherlands.

**Copyright**

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

**Take-down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

*Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.*

# Samenvatting

In een sociale markteconomie kan de overheid niet altijd door regulering garanderen dat de wijze van bedrijfsvoering door de maatschappij als “eerlijk” of “rechtvaardig” wordt ervaren. Mede daardoor is er een groeiend aantal bedrijven dat aan *zelfregulering* doet onder de noemer *maatschappelijk verantwoord ondernemen*. Maatschappelijk verantwoord ondernemen kan worden gedefinieerd als de mate waarin bedrijven externe kosten internaliseren of (her)verdelingsconflicten vermijden. Er zijn diverse redenen voor een bedrijf om maatschappelijk verantwoord te ondernemen: anticiperen op toekomstige regelgeving, risico management, verticale product differentiatie, verbeteren van relaties met belanghebbenden in het bedrijf, de vermogenskostenvoet drukken of intrinsieke motivaties. Bij elk hiervan komt het er op neer dat er bekeken wordt wie de kosten draagt van maatschappelijk verantwoord ondernemen en wie de bijbehorende baten ontvangt. Dit proefschrift gaat over de economie van maatschappelijk verantwoord ondernemen, met de nadruk op de rol van financiële markten en instellingen.

In hoofdstuk 2 introduceren we een theoretisch algemeen evenwichtsmodel met een vermogensmarkt en externe effecten van productie, om de relatie tussen maatschappelijk verantwoord ondernemen en diverse maatstaven van bedrijfsfinanciële prestaties te analyseren. In het model beïnvloeden de externe effecten van productie de keuzes van beleggers bij het samenstellen van hun beleggingsportefeuille. Maatschappelijk verantwoorde ondernemingen houden hier rekening mee bij hun productiebeslissingen. Het model is in staat om de schijnbare tegenstrijdige resultaten van de bestaande empirische literatuur omtrent de relatie tussen maatschappelijke verantwoordelijkheid en financiële prestaties te verklaren. Het model laat zien dat het nogal uitmaakt welke prestatie maatstaf wordt gehanteerd om deze relatie te bestuderen. Voor de financiële ratio marktwaarde over boekwaarde (Market-to-Book; Tobin’s  $q$ ) verwachten we een positieve relatie met toenemende

verantwoordelijkheid, omdat maatschappelijk verantwoorde ondernemingen de marktwaarde maximaliseren en niet de financiële winst. Voor het rendement op kapitaal (Return on Assets) verwachten we ook een positieve relatie aangezien maatschappelijk verantwoorde ondernemingen de externe kosten internaliseren, dat wil zeggen ze hanteren een hogere kapitaalkostenvoet. Voor het rendement op de aandelenmarkt is de relatie met toenemende maatschappelijke verantwoordelijkheid negatief op sector niveau, maar *a priori* onduidelijk als er geaggregeerd wordt over de sectoren. Dit is zo omdat: 1. beleggers een afweging maken tussen rendement en de mate waarin externe effecten worden gegenereerd en 2. maatschappelijk verantwoord ondernemen niet gerelateerd is aan de mate van de creatie van externe effecten, maar aan de mate waarin deze effecten worden geïnternaliseerd. Het kan best zo zijn dat een chemieconcern relatief verantwoorder opereert dan een bank, ook al genereert deze laatste dan misschien minder vervuiling. De boodschap van hoofdstuk 2 is dat wanneer er externe effecten zijn, diverse prestatiemaatstaven verschillende effecten reflecteren. Daarom moet men voorzichtig zijn voor wat betreft het trekken van conclusies bij het interpreteren van empirische resultaten. Een ander belangrijk resultaat van hoofdstuk 2 is dat het laat zien dat de bestaande empirische literatuur niet in tegenspraak is, maar elkaar juist aanvult. De bestaande verwarring berust op een paradox. Er is een overduidelijk verband tussen maatschappelijk verantwoord ondernemen en financiële prestaties en dit verband is intuïtief: Maatschappelijk verantwoord ondernemen gaat ten koste van de financiële winst, maar het zorgt potentieel voor maximale waarde van het bedrijf.

In hoofdstuk 3 bekijken we een ander kanaal van financiering en doen een empirische studie naar de prestaties van banken die de *Equator Principles* hebben ondertekend. Met de *Equator Principles* proberen banken duurzame ontwikkeling te bereiken binnen zogenaamde projectfinanciering. Projectfinanciering is het financieren van infrastructuur, industriële projecten en/of overheidsdiensten waarbij de financieringsbeslissing wordt gedaan op basis van de kredietwaardigheid van het project en niet de kredietwaardigheid van de projectontwikkelaars. We maken bij dit onderzoek gebruik van data geleverd door EIRIS, een onafhankelijke instantie die bedrijven evalueert op sociale, ethische en milieu aspecten. Het onderzoek wijst uit dat banken die de *Equator Principles* ondertekenen significant beter scoren op deze aspecten vergeleken met banken die de principes niet ondertekenen. De banken die niet ondertekend hebben zijn ook beduidend kleiner. Voor wat betreft andere bankkarakteristieken vinden we geen significante verschillen. Aan de hand van een *event study* tonen we aan dat aandeelhouders niet significant nega-

tief reageren op de aankondiging van het ondertekenen van de Equator Principles. Ondertekening gaat dus niet ten koste van de marktwaarde van deze financiële instellingen.

In hoofdstuk 4 koppelen we maatschappelijk verantwoord ondernemen aan duurzame ontwikkeling. Een typisch kenmerk van een model van een economie met 'kortlevende' individuen is dat deze geen rekening houden met de lange termijn effecten van vervuiling. Daardoor dwingen ze toekomstige generaties de lasten te dragen. Dit soort intergenerationele externaliteiten worden meestal aangepakt met belastingmaatregelen. Met de opkomst van maatschappelijk verantwoord beleggen biedt de aandelenmarkt mogelijk een helpende hand om ook de *lange termijn* milieuproblematiek aan te pakken, aangezien de aandelenmarkt, in principe, wel voor eeuwig "leeft". We bestuderen de rol van een vooruitblikkende aandelenmarkt in een model met overlappende generaties. In het model houden aandeelhouders bij het samenstellen van hun beleggingsportefeuille rekening met het feit dat bedrijven vervuilen. Het blijkt dat wanneer er eigendomsrechten op het bedrijf worden verhandeld, de correcte bedrijfswaardering het conflict tussen huidige en toekomstige generaties kan oplossen. Dit betekent dat maatschappelijk verantwoord beleggen een rol kan spelen bij het nastreven van duurzame ontwikkeling.

In hoofdstuk 5 tenslotte, bekijken we maatschappelijk verantwoord ondernemen in het kader van de toenemende globalisering. We onderzoeken met name of ontwikkelingslanden een comparatief voordeel hebben in termen van regulering en koppelen dit aan maatschappelijk verantwoord ondernemen. We gebruiken hierbij data op bedrijfsniveau van de 540 grootste Europese multinationals, die in totaal meer dan 44 duizend dochterondernemingen hebben in 188 landen. We gaan na of bedrijven met een relatief slechte score op hun milieustandaarden relatief vaker gevestigd zijn in arme landen, corrupte landen, of landen met een slechte milieuwetgeving. We vinden nieuw bewijs voor de zogenaamde *vervuilingsparadijs* hypothese (Pollution Haven Hypothesis), die stelt dat multinationals hun vervuilende activiteiten naar landen met slechte milieuregeling verplaatsen. Ons onderzoek suggereert daarnaast dat dit niet noodzakelijkerwijs de armste of meest corrupte landen zijn. We stellen met dit onderzoek vast dat maatschappelijk verantwoorde ondernemingen landen met slechte milieuregeling relatief minder aantrekkelijk vinden.

