



SCHOOL OF ECONOMICS AND MANAGEMENT

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i Finansiering på Kandidatnivå

Termin 6

ESG: varje bokstav för sig

En studie som delar upp ESG komponenterna och undersöker dess inverkan på
budpremien vid företagsförvärv

Författare:

Carl Andersson 20000621-9331

Hampus Ottosson 20000418-0097

Alexander Roos 19990214-7058

Handledare:

Anamaria Cociorva

Sammanfattning

Titel	ESG: varje bokstav för sig En studie som delar upp ESG komponenterna och undersöker dess inverkan på budpremien vid företagsförvärv
Seminariedatum	2024-01-11
Kurs	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 Högskolepoäng
Författarna	Carl Andersson, Hampus Ottosson & Alexander Roos
Handledare	Anamaria Cociorva
Nyckelord	ESG-komponenter, ESG-betyg, M&A, Förvärv, Synergier
Forskningsfråga	<i>Vad har ESG-betygets komponenter för samband med budpremien vid företagsförvärv?</i>
Syfte	Studien syftar till att undersöka om målföretagens ESG komponenter (Environmental, Social & Governance) påverkar budpremien vid företagsförvärv, vilket ska bidra med insikter i ESG:s roll i företagsvärderingar
Teoretiska perspektiv	Denna uppsats baseras på teoretiska ramverk som behandlar förvärv, synergieffekter och budpremien kopplat till ESG komponenterna
Empiri	Studien är av kvantitativ karaktär och utförd utifrån en deduktiv forskningsansats
Metod	Metodiken i studien grundar sig i användandet av en multipel linjär regression
Analys och diskussion	Regressionsanalysen påvisar inget signifikant samband mellan enskilda ESG-komponenter och budpremie vid företagsförvärv av de undersökta transaktionerna. Vidare påvisar statistisk prövning att den multipla linjära regressionsmodellen har en låg förklaringsgrad och inte är signifikant. Därför diskuteras bland annat urvalet, metodens lämplighet och andra makroekonomiska effekter som kan ha påverkat analysens utfall

Abstract

Title	ESG: Every Letter by Itself A study that analyzes components of the ESG score and examines its impact on the bid premium in corporate acquisitions
Seminar Date	2024 - 01 - 11
Course	FEKH89, Bachelor Degree Project in Financial Management, Undergraduate Level, 15 ECTS-Credits
Authors	Carl Andersson, Hampus Ottosson & Alexander Roos
Advisor	Anamaria Cociorva
Key Words	M&A, ESG components, ESG-rating, Acquisition, Synergy Effects
Thesis Question	<i>What relationship can be extinguished between the ESG components and the bidpremium in corporate acquisitions?</i>
Purpose	The study aims to investigate how the separate ESG components affect the bidpremium regarding acquisitions, which will provide valuable insights to ESG in relationship to company valuations
Theoretical perspective	This thesis is based upon theoretical frameworks about acquisitions, synergies and bidpremium linked to the ESG components
Empirical Foundation	The study is consistinng a total of 103 observations regarding acquisition transactions of public target companies in the United States and Canada
Methodology	The studie is quantitavie and completed through deductive research perspective.The method is
Analysis & Discussion	The regression analysis shows no significant relationship between individual ESG components and bidpremiums for company acquisitions in the investigated markets. Furthermore, statistical testing shows that the multiple linear regression model has a low degree of explanation and is not significant. Therefore, among other things, the selection, the suitability of the method and other macroeconomic effects that may have influenced the outcome of the analysis are discussed.

Förord

Vi är stolta över att avrunda våra studier i Lund med denna uppsats, där vi har fått möjligheten att skriva om ett ämne som väcker ett stort intresse hos oss alla i gruppen.

Vi vill tacka vår handledare Anamaria Cociorva, vars vägledning och stöd varit värderlig under projektets gång. Vi hoppas att läsaren finner vår uppsats både intressant och lärorik.

Innehållsförteckning

1 Inledning	6
2 Ramverk	8
2.1 ESG & CSR Litteratur	8
2.2 M&A Litteratur	10
2.3 ESG Komponenternas koppling till M&A	11
2.3.1 Environment komponentens koppling till M&A	12
2.3.2 Social komponentens koppling till M&A	12
2.3.3 Governance komponentens koppling till M&A	13
3 Tidigare Forskning	14
3.1 ESG inverkan på företagsvärdering	14
3.2 CSR:s inverkan på budpremien vid M&A	14
3.3 Variabler som påverkar budpremien	15
4 Hypotesformulering	17
4.1 Environment komponenten	17
4.2 Social komponenten	17
4.3 Governance komponenten	18
5 Metod och data	19
5.1 Datakällor	19
5.2 Screening process	20
5.3 Beroende variabel	22
5.3.1 Premium	22
5.4 Oberoende variabler	22
5.4.1 Environmental, Social & Governance Score	22
5.4.2 Leverage	23
5.4.3 Relative Dealsize	23
5.4.4 Size	23
5.4.5 Runup	24
5.4.6 Crossborder	24
5.5 Transformation av variabelernas data	25
5.6 Regressionsanalys	26
5.6.1 Regressionsmodell	26
5.6.2 Statistisk prövningsmetodik	26
5.6.2.1 Signifikansnivå	26
5.6.2.3 F-test	27
5.6.2.4 Förklaringsgrad & justerad förklaringsgrad	27
5.6.2.5 Heteroskedasticitet	27
5.6.2.6 Multikollinearitet	27
5.6.2.7 Normalfördelning av residualer	28
6 Analys	29

6.1 Deskriptiv statistik	29
6.2 Hypotesprövningar	30
6.3 Regressionsdiagnostik	31
6.3.1 Heteroskedasticitet	31
6.3.2 Multikollinearitet	32
6.3.3 Normalfördelningen av residualer	33
7 Diskussion	34
7.1 Begränsningar i urvalet	34
7.1.1 Urvalets storlek	34
7.1.2 Screening process	35
7.1.3 Makroekonomiska påverkningar	35
7.2 Modelldiskussion	36
7.2.1 Normalfördelning av residualer	36
7.2.2 Oberoende variabler	37
7.2.3 Alternativa modeller	37
8 Slutsats	39
8.1 Studiens slutsatser	39
8.2 Förslag till framtida forskning	40
Källförteckning	41

1 Inledning

I detta kapitel presenteras en bakgrundsöversikt och problematiseringsformulering som ligger till grund för studiens frågesällning. Vidare presenteras studiens avgränsningar och bidrag till forskning.

I takt med att samhället utvecklas ökar global medvetenhet om miljömässig och social hållbarhet. Både privatpersoner och näringslivet ställer större krav på företagens hållbara och sociala aspekter samtidigt som efterfrågan på företagstransparens blir större. Nya teknologiska lösningar ger upphov till möjligheter att implementera förbättringar i företagens strategier. Samtidigt skapas det tydligare kontraster mellan de aktörer som väljer och dem inte väljer att tillgå resurser och ansträngning för att möta de nya förväntningarna.

Konceptet bakom etiska investeringar växte fram i början på 1900-talet och har sedan dess spridit sig till att gradvis öka investerarens värdesättning av hållbarhet, vilket innefattar både sociala- och miljömässiga aspekter (Nakajima, 2021). Förändringen resulterade i att företag tog emot större krav att verka etiskt och socialt hållbart. I dagens samhälle har konceptet blivit tillräckligt etablerat för att det kan bli direkt skadligt för bolag som inte ägnar sig åt hållbarhet. Dessa företag riskerar bland annat att förlora trovärdighet hos investerare och medarbetare, samt skada varumärkets rykte. Det blir tydligt att engagemanget bakom hållbarhet inte bara är en moralisk skyldighet, utan också en nödvändighet för företagets långsiktiga framgång, även sett ur ett ekonomiskt perspektiv (Blowfield et al., 2008). Vidare förklarar Nakajima (2021) att den etiska aspekten av företagsinvesteringar speglas i företagsmättet ESG. ESG är en akronym för Environment, Social och Governance, där vardera komponent kan betygsättas och användas för att mäta företagsprestationer utifrån ett etiskt perspektiv (Nakajima, 2021).

Samtidigt som detta fenomen växer sig allt starkare, har M&A (Merger & Acquisition) blivit en mer förekommande strategi företag använder för att expandera sin verksamhet. Vidare ger en undersökning av M&A-processen en insikt i hur företag värderar olika komponenter, däribland de tre komponenterna i ESG-betyget. Förvärv är i grund och botten ett aktivt investeringsbeslut där potentiella målföretag kan analyseras utifrån olika parametrar. Vid förvärv kan en budpremie uppkomma som motsvarar köparens vilja att betala över

målföretagets faktiska marknadsvärde. Detta görs för att utvinna potentiella synergier (Research Institute of Industrial Economics, 2009). Som konsekvens av den växande medvetenheten av ESG har det även lett till en mer omfattande due diligence-process vid M&A-transaktioner. Med due diligence-processen menas den process där köparen analyserar målföretagets risker och möjligheter, såväl finansiellt som operativt (PWC, 2024).

Hållbarhetsfrågor blir därmed allt viktigare, där det blir intressant att undersöka huruvida värdet på företagsförvärv kan påverkas av ESG-prestationer. Studien undersöker ESG-betygets enskilda komponenter Environment, Social och Governance samband med budpremien vid företagsförvärv. Frågeställningen som studien omsluter är följande:

Vad har ESG komponenternas betyg för samband med budpremien vid företagsförvärv?

Studien avgränsar sig till transaktioner av publika företag i USA och Kanada under tidsperioden 2018-2022. Data är hämtat från databaserna Capital IQ och Refinitiv Eikon. Den slutgiltiga data som studeras består efter screening processen av 103 transaktioner.

Då tidigare forskning gällande ESG-betygets enskilda komponenters direkta påverkan på budpremier vid företagsförvärv visat sig vara begränsad, ämnar denna studie till att utöka forskningsutbudet inom området. Tidigare forskare som Aktas et al. (2011), Gomes & Marsat (2018) och Jost et al. (2022) har belyst sambandet mellan framförallt CSR-betyg och budpremien vid M&A-transaktioner. Trots detta förblir frågan om hur specifika ESG-komponenter påverkar företagsvärderingen i stor utsträckning oupptäckt. Studiens förhoppning är också att aktualisera forskningsområdet för en senare tidsperiod, närmare bestämt 2018–2022. Tidigare nämnda studier analyserade en tidigare tidsperiod än vad denna studie ämnar göra, vilket gör att eventuella skillnader i resultaten kan bli intressant att undersöka.

2 Ramverk

I detta kapitel introduceras essentiella ramverk för studien med fokus på M&A, Budpremie, ESG och CSR, samt samband mellan dessa områden. Kapitlet kommer att lägga grund för hypotesformuleringen.

2.1 ESG & CSR Litteratur

Långt innan det fanns en definition på CSR (Corporate Social Responsibility) har det funnits en tanke om att företag skulle bidra med en positiv förändring för samhället i stort. Den mer moderna definitionen på CSR blev inte etablerat förens på 1950-talet, därefter blev CSR direkt relaterat till ett företags ansvarstagande handlingar (Blowfield et al., 2008). Gillan et al. (2021) beskriver på liknande sätt att CSR syftar på hur väl ett företags aktiviteter går i linje med social ansvarighet. Vidare beskriver Davis (1973) att CSR:s definition i stället handlar om vilken positiv skillnad ett företag bidrar till samhället utöver lagliga krav. Detta visar att definitionen på CSR än idag är bred och tvetydig. Vad det exakt innebär att inkorporera CSR blir alltså subjektivt relativt till en persons uppfattning om vad social hållbarhet är.

ESG (Environment, Social & Governance) är ett senare koncept och ett mått på företags etiska handlingar. Mckinseys (2019) beskriver komponenterna. Environment komponenten omfattar företagets energiförbrukning, generade avfall, resurskrav för verksamheten och dess miljöpåverkan på samhället i stort. Social komponenten beaktar företags relationer och rykte gentemot allmänheten och institutioner på den marknad företaget verkar.. Governance komponenten utgör de metoder och tillvägagångssätt för att fatta etiska och effektiva beslut inom organisationen (Mckinseys, 2019). Mer djupgående information om varje komponent presenteras vidare i avsnitt 2.3 och senare i 5.1 som visar på kvantitativa resultat.

ESG:s mer formella definition formades i en rapport från 2004 med målet att integrera universella principer och riktlinjer för att skapa en mer etablerad bild av ESG:s aspekter. Rapporten skapades av FN:s generalsekreterare, Kofi Annan, tillsammans med 18 finansiella institut från 9 länder med tillgångar över \$6 biljoner (Unepfi, 2004). Rapporten betonar att Environment, Social och Governance är centrala aspekter för att företag ska lyckas vara

konkurrenskraftiga i en allt mer globaliserad värld. Företag som lyckas inkorporera dessa aspekter kan prestera bättre genom att öka sitt aktieägarvärde, och samtidigt bidra till ett mer hållbart samhälle. Dessutom är aspekterna viktiga för att bibehålla eller uppnå ett gott företagsrykte (Unepfi, 2004).

Rapporten är inte lagligt bindande utan består utav rekommendationer hur samtliga parter ska agera för att nå ett högt ESG-betyg. Företag, som denna rapport inriktar sig på, uppmanas att implementera ESG-aspekter i sina policier och vara transparent med deras presentation inom respektive område. Informationen ska ges ut i kanaler som är direkt relaterade till investerare, till exempel årsredovisningen. Vidare uppmanas företag att bidra med ESG-relaterad forskning för att hitta nya och mer effektiva lösningar för att förbättra samhället (Unepfi, 2004).

Sedan rapporten som nämnts skrevs har fler och fler företag förstått att deras ESG prestationer är nödvändiga för framtida tillväxt. Allt fler bolag jobbar därför aktivt med ESG och att redovisa detta i deras årsredovisningar, hållbarhetsrapporter och på webbsidor (Nakajima, 2021). Detta blir särskilt tydligt när 86% av företagen på S&P 500 redovisade en hållbarhetsrapport år 2018, medan endast 20% av tidigare nämnda bolag redovisade detta för år 2011 (Gillan et al., 2021). På samma sätt visas investerarnas ökade intresse i ESG-investeringar. Bara mellan 2018-2019 fyrdubblades värdet av 300 fonder med ESG fokus, som i slutet på perioden motsvarade ett värde på \$20 miljarder (Ibid.).

Till sist är det viktigt att skildra ESG och CSR som ofta associeras synonymt i vardagligt tal. Som tidigare nämnt handlar ESG om hur väl ett företag lyckas integrera Environment, Social och Governance i sina företagsstrategier. Å andra sidan syftar CSR i stället på hur väl ett företags aktiviteter går i linje med social ansvarighet. För att förtydliga terminologin om skillnaden mellan de två begreppen, inkluderar ESG Governance direkt i bedömningen, vilket inte inkluderas i CSR (Gillan et al., 2021). ESG och CSR har därmed en koppling sinsemellan, vilket gör att det kan bli relevant att studera CSR-studier för att utöka förståelsen kring området. CSR kan anknytas till att vara ett mer subjektivt tillvägagångsätt att se på hållbarhet medan ESG hänvisar till ett specifikt mått.

2.2 M&A Litteratur

M&A är en akronym till “Mergers and Aquisitions”, vilket kan översättas till svenskans sammanslagningar och förvärv. En M&A-transaktion sker om ett företag köper hela, delar eller slår sig samman med ett annat företag. När ett företagsförvärv sker så finns det förvärvare (köparen) och målföretag (säljaren). Förvärvaren finansierar köpet via egna aktier, likvida medel eller andra instrument av lika värde. Världsmarknaden för M&A transaktioner är stor och utgör mer än en biljon U.S dollar per år (Berk & DeMarzo, 2019).

Det finns flera anledningar för en förvärvare att utföra en M&A-transaktion. När förvärvaren betalar ett pris utöver det faktiska marknadsvärdet av målföretaget, definieras detta som en budpremie. Ändamålet är vanligtvis av ekonomisk karaktär, antingen genom kostnadsreducerande- eller intäktsförbättrande faktorer. Budpremien betalas exempelvis för att förvärvaren vill nå ny expertis, effektivisera sin produktion, skattebesparingar eller göra sig av med konkurrens. Med ett gemensamt namn kallas detta synergier (Berk & DeMarzo, 2019). Rättfärdigandet för budpremiens pris motiveras till stor del av de potentiella synergier som kan skapas vid M&A-transaktioner. Det är däremot svårt för företag att förutspå synergien, bland annat på grund av de integrationsutmaningar en M&A ställer på ett företag i samband med förvärv (Sirower, 1997).

Synergi förklaras som fenomenet när värdet av två företag tillsammans är större än när de är separerade (Jensen & Ruback, 1983). Synergieffekter kan vara svåra att kvantifiera, detta beror ofta på att synergieffekter kan vara immateriella och manifesteras på längre sikt eller indirekt i bolaget. Ett exempel på detta kan vara expertis som potentiellt inte skapar omedelbara mätbara värden, utan bidrar till långsiktig tillväxt genom sin kunskap. Förvärv kan även verka som skydd eller indirekt lönsamhet. Det är förekommande att större företag köper upp mindre konkurrerande företag för att försäkra sin marknadsandel samt för att minimera hot. Dessa förvärv behöver inte vara direkt lönsamma, men sker i slutändan också i syfte av lönsamhet. Detta tillvägagångssätt motiveras etablera marknadsmakt genom en position i form av reducerande konkurrens, vilket ökar företagets möjlighet att sätta sina egna priser och förhandla med producenter (Seth, 1990).

Enligt Chatterjee et al. (2021) kan detta fenomen ibland kallas för *Empire Building* som förklarar att det existerar ett incitament för företagsledningarna att förvärva företag trots att

synergier eller aktieägarvärde inte kan skapas. Detta till följd av personliga fördelar och prestige kan vara motivationsfaktorer för större företag. Med det sagt, måste inte empire building inträffa hos alla aktörer. Detta kan belysa frågor hos agent-principal-problematiken som förklarar hur intressekonflikter kan uppstå exempelvis om en företagsledare (agent) prioriterar sina egna intressen över företagets bästa (principalen). Att empire building skulle överensstämma med agent-principal-problematiken behöver dock inte stämma, utan att synergier faktiskt skapar värde hos aktieägarna. Intressekonflikten är dock relevant i studien för att uppmärksamma och ge perspektiv hos både ägare och ledning (Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

Vidare bestyrker Gaughan (2017) att den främsta anledningen till att förvärvaren är villig att betala en budpremie för målföretaget är just potentiella synergieffekter. Författaren delar upp synergieffekterna i två delar: operationella synergier och finansiella synergier. Det förstnämnda förklaras som möjligheten till att optimera och effektivisera områden inom den förvärvade verksamheten, för att uppnå mer kostnadseffektiva processer. Det sistnämnda tar i stället sikte på att minska kapitalkostnaderna hos förvärvaren (Gaughan, 2017).

Sker inte ett förvärv på grund av en potentiell synergieffekt är det stor risk att den istället är en följd av informationssymmetri. Informationsasymmetri är en situation där de aktuella parterna har tillgång till olika mycket information (Berk & DeMarzo, 2019). Företag som är undervärderade blir attraktiva mål på M&A-marknaden enligt Shleifer & Vishney (2003). Har en förvärvare information som styrker att ett företag är undervärderat finns därmed potential för ett lönsamt förvärv. Informationsasymmetri mellan parterna i en M&A-transaktion är även aktuell att diskutera när det kommer till Crossborder förvärv. När parterna är verksamma i olika länder med olika kulturer kan informationen vara reglerad och kontrollerad på olika sätt. Tillgängligheten skiljer sig och ökar incitamentet för att en felvärdering kan ske, följaktligen blir potentiella synergier som kan genereras mer komplexa att förutse (Dastidar & Srilata, 2010).

2.3 ESG Komponenternas koppling till M&A

Nedan följer en ingående beskrivning om ESG-betygets enskilda komponenter och tillhörande teorier.

2.3.1 Environment komponentens koppling till M&A

Environment komponenten visar ur ett granskande perspektiv, miljöaspekter hos de analyserade företagen. Flertalet ESG-faktorer bedöms under en due diligence process. Due diligence processen innefattar bland annat en noggrann granskning av målföretaget, dess risker, finanser och specifika områden som är relevanta för transaktionen. Granskningen av företagets Environment komponent bedömer hur väl företaget tar hänsyn till dess miljöpåverkan. Däribland återfinns bland annat CO₂-utsläpp, avfallshantering, energianvändning och andra diverse aspekter relaterade till miljön.

För att utvärdera den miljömässiga aspekten kan en EDD (Environmental Due Dilligence) genomföras för att förstå de risker och kostnader som kan tänkas uppkomma ur ett vid ett förvärv (OECD, 2020). Babiak & Trendafilova (2011) förklarar även hur ett företags fokus på Environment komponenten kan bidra till en förbättrad kostnadseffektivitet genom effektivare energikonsumtion och en mer kostnadsförmånlig hållbarhetshantering, vilket i sin tur driver upp marginalerna. Detta kan även kopplas till Gaughans (2017) teori om finansiella synergier där Environment komponenten verkar som en främjande faktor till att kunna utvinna synergier i den förvärvade verksamheten.

2.3.2 Social komponentens koppling till M&A

Social komponenten omfattar bland annat hälsa, säkerhet, mångfald, jämlikhet, mänskliga rättigheter och andra relevanta faktorer som tar hänsyn till arbetet och individen. De sociala frågeställningar som behöver besvaras innan en M&A-transaktion och under due diligence-processen står till grund för att minimera risker som kan associeras med målföretaget. Betyget grundar sig i hur väl företagets värderingar överensstämmer med aktuella standarder och praxis. Den sociala aspekten blir ännu mer betydande vid eventuella Crossborder transaktioner där kulturella skillnader ur ett samhällsenligt perspektiv kan förekomma (OECD, 2020).

Vidare förklarar även Stuebs & Sun (2010) att Social komponenten visar på ett positivt inflytande på företagets effektivitet. Detta är framför allt påtagligt när det kommer till arbetskraft, där ökad produktivitet och en mer effektiv kostnadshantering visar på samband

med de sociala aspekterna. Den sociala aspekten berör även intressentteorin som förklaras av Freeman et al. (2008), där företaget måste ta hänsyn till samtliga intressenters önskemål gällande relationshantering. Författaren menar att relationen som utvecklas med de anställda, försäljaren, leverantören och myndigheter värdesätts av den globala ekonomin. Teorin sätter därmed den sociala komponenten i centrum och det bör diskuteras hur väl företagen möter dessa krav. Gangi & DiAngelo (2016) framhäver ur ett storbolagsperspektiv att det ställs högre krav från intressenterna för generellt sett större företag. Detta gäller särskilt när det kommer till transparens i deras arbete med sociala aspekter, vilket ofta rapporteras genom årsredovisningar och hållbarhetsrapporter.

2.3.3 Governance komponentens koppling till M&A

Governance komponenten är, till skillnad från ovan nämnda komponenter, mer riktad och fokuserar specifikt på företagsledningens och styrelsens arbete snarare än på företaget som helhet. Bolagsstyrningen spelar en viktig roll vid M&A-transaktioner eftersom företagets förmåga att följa regler, fatta beslut, redovisningsprinciper och etiska normer är central för att öka förståelse kring företaget och rättfärdiga dess värdering (OECD, 2020).

En liknande teori som kopplas till företagens Governance arbete är legitimitetsteorin. Denna teori belyser att företag måste agera inom de etiska regler och normer som berör samhället i stort. Det förblir företagsledningens uppgift att säkerställa att företagets riktlinjer är i linje med samhällsnormer. Legitimitet innebär i detta sammanhang hur effektivt Governance-arbetet bidrar till att bygga och upprätthålla förtroendet för företaget och dess verksamhet (Lokuwaduge & Heenetigala, 2016).

Manne (1965) betonar vikten av ledningens roll i att styra och leda företag effektivt. Författaren menar att företag med en ineffektiv ledning ofta ses som attraktiva för uppköp, eftersom aktiepriset speglas av ledningens prestationer. Genom ett sådant förvärv kan nya ägare öka den finansiella prestationen genom bland annat omstruktureringar. Detta resulterar i en högre budpremie för sådana bolag. Denna teori, som Manne (1965) benämner som The Corporate Control Hypothesis, föreslår således att företagsförvärv kan tolkas som ett tillvägagångsätt för aktiemarknaden att korrigera ineffektiviteten hos företagsledningen och på så sätt skapa mervärde.

3 Tidigare Forskning

I detta kapitel presenteras en översikt av tidigare forskning relevant för studien. Vidare diskuterar kapitlet viktiga variabler som påverkar budpremien. Detta avsnitt kommer att ligga till grund för hypotesformuleringen.

3.1 ESG inverkan på företagsvärdering

Företag som anammar ESG-strategier i sin företagsverksamhet kan leda till en direkt eller indirekt påverkan på företagets finansiella prestation (PwC, 2022). PwC:s rapport från 2022 framhäver fem resultat av en lyckad ESG-strategi: (1) tillväxt i intäkter (2) kostnadsreducering (3) skatteförmåner, bidragsberättigade, undvikande av böter (4) ökad produktivitet (5) optimering av tillgångar. Till exempel påvisar en studie utförd av MSCI (2020) ett sambandet mellan utvidgat ESG-arbete och kostnadsbesparingar. Studien inkluderade företag under perioden 2016–2020 och omfattade både tillväxtländer och utvecklingsländer. Rapporten påvisar ett signifikant samband mellan ESG-betyg och kapitalkostnader för utvecklade länder. För företag i tillväxtländer indikerar resultatet även att ett förbättrat ESG-betyg ledde till lägre kapitalkostnader (MSCI, 2020). En annan studie sammanfattade resultaten från tidigare akademisk forskning kring sambandet mellan ESG och CFP (Corporate Financial Performance). Forskningen kring området sträckte sig från 1970-talet till 2015 och omfattade totalt 2200 studier. Detta gör studien till en av de mest omfattande översikterna av akademisk forskning inom området och ger en gedigen överblick av ämnet. Resultatet visade att 90% av studierna inte fann något negativt samband mellan ESG och CFP, cirka 63% av studierna hittade positiva samband och endast 8% rapporterade negativa samband (Friede et al., 2015).

3.2 CSR:s inverkan på budpremien vid M&A

Som tidigare nämnt är CSR intressant att analysera även i ESG sammanhang. Gomes & Marsat (2018) undersökte CSR:s inverkan på budpremien vid en M&A-transaktion. Urvalet bestod av 588 bolag mellan 2003–2014 och omfattade totalt 32 länder. Författarna visade att budpremien positivt samband med CSR-prestationen. Detta berodde framför allt på Environment komponenten signifikanta positiva samband med budpremien. Social

komponenten uppvisade även ett positivt samband med budpremien för förvärv av målföretag, som till stor del berodde på Crossborder transaktioner. Detta med motivationen att sociala aspekter är särskilt viktiga för Crossborder transaktioner för att minska den extra risk och informationsasymmetri som tillkommer vid sådana transaktioner (Gomes & Marsat, 2018). Enligt Hussiani et al. (2021) kan dock resultaten från studier kring området variera, beroende på vilka länder som studeras. Olika länder har till exempel olika regler, ekonomiska och institutionella förutsättningar som kan påverka CSR prestationernas relevans (Hussaini et al., 2021). Gomes & Marsat (2018) urval bestod till 36,9 % av den amerikanska marknaden och övriga 63,1 % av bolag från andra länder. Som stöd för Gomes & Marsats (2018) resultat även för den amerikanska marknaden enskilt, fann Hussaini et al. (2021) på liknande sätt ett samband mellan CSR prestationer och budpremie. Urvalet bestod av 564 företagsförväv i USA mellan 1992–2014 (Ibid).

I kontrast till detta, fann Jost et al. (2022) inte något signifikant samband mellan CSR prestationer och M&A budpremie, både för förvärvare och målföretaget. Författarna studerade även Governance aspekten direkt, med resultatet att den negativt korrelerade med budpremien. Studien baserade sitt urval på 449 internationella transaktioner mellan 2003–2018 (Ibid).

I och med att samtliga studier har analyserat liknande frågeställningar blir det intressant att undersöka varför resultatet skiljer sig åt mellan studierna. För det första kan som sagt skillnaden i valet av länder som beaktas i undersökningarna vara en möjlig anledning till resultaten (Hussiani et al. 2021). För det andra är det möjligt att skillnaden i tidsperioderna som urvalet består av kan ha en effekt på utfallet. Detta beror på bland annat på potentiella förändringar i regelverk, affärsmiljö och allmänna attityder kring CSR prestationer. För det tredje påverkar storleken av urvalet signifikansen av resultaten vid en regressionsanalys. Att Jost et al. (2022) studerade färre transaktioner kan minska validiteten relativt till Gomes & Marsat:s (2018) och Hussaini et al.:s (2021) studier. Studierna består också av olika branscher där CSR:s inverkan kan variera beroende på branschspecifika förhållanden och förväntningar.

3.3 Variabler som påverkar budpremien

Vad som påverkar budpremien vid förvärv i samma land, såväl som Crossborder, är åtskilliga. Framförallt betonar Hee Choi & Nam Jeon (2010) hur viktiga dem makroekonomiska

förutsättningarna är för ett optimalt förvärvsklimat på den amerikanska marknaden. Faktorer som BNP tillväxttakt och inflation- och ränteläge påverkar hur attraktivt och sannolikt företagen kommer kunna bedriva en förvävsstrategi (Ibid.).

Vidare förklarar Eccles et al. (1999) hur budpremien beror på vilka synergier det förvärvande företaget kan antas utvinna av affären. Dessa synergier omfattas, som tidigare berörts i avsnitt 2.2, bland annat av kostnadsbesparingar, intäktsförbättringar, processförbättringar och skattefördelar. Analysen kring synergier är således betydelsefull i beslutet om till vilken premie som ska betalas.

En variabel som påverkar budpremien är storleken på företagen involverade i transaktionen. Alexandridis et al. (2013) förklarar att sannolikheten för att en budpremie ska betalas vid förvärv minskar ju större skalan är för det sammanslagna företaget, vilket tyder på att det finns ett samband mellan variablerna. Betalningsmetoden av köpet diskuteras även där författaren betonar att valet av betalningsmetod har en påverkan på vilken budpremie som betalas, exempelvis visar statistik att ett kontanterbjudande att generera en lägre budpremie till skillnad från andra metoder (Ibid.).

Laamanen (2007) betonar att finansiella nyckeltal spelar en väsentlig roll för budpremien vid M&A-transaktioner. Författaren understryker att företagets tillväxttakt är en betydande faktor för budpremien. Företag som växer snabbt har en tendens att handlas till en högre budpremie, framförallt inom vissa sektorer. Finansiella nyckeltal och branschspecifika faktorer påverkar hur företag värderas i M&A-sammanhang. Exempelvis benämns högre P/B-tal bidra till en lägre budpremie medan företag som investerar betydligt i R&D (Research & Development) bidra till en högre budpremie (Ibid.).

Det är även viktigt att belysa övriga relevanta faktorer som kan påverka budpremien vid M&A-transaktioner. Variablerna nämnda ovan uttrycks därmed som större överväganden vid eventuell affär. Vidare ska varje enskild M&A-transaktion tolkas ur ett eget perspektiv där enstaka unika variabler spelar in, exempelvis aktuella ESG-variabler.

4 Hypotesformulering

I detta kapitel presenteras studiens tre hypoteser. Hypoteserna är baserade på studiens ramverk och tidigare forskning.

4.1 Environment komponenten

H1: Det finns ett signifikant samband mellan budpremien och Environment komponenten för förvärv av målföretag.

Environment komponenten förväntas ha ett signifikant samband med budpremien. Påståendet är baserat på Gomes & Marsat (2018) och Hussaini et al. (2021) studier som fann ett positivt samband mellan budpremien och Environment komponenten. Detta går däremot emot Jost et als (2022) resultat som inte kunde fastställa ett signifikant samband för samma frågeställning. I och med att Gomes & Marsat (2018) och Hussaini et al. (2021) studier bestod av ett bredare urval och att Hussaini et al. (2021) därutöver påvisade sambandet för den amerikanska marknaden, är dessa studier argumenterbart mer tillförlitliga för denna uppsats. Detta går i linje med avsnitt 2.1 och 3.1, som betonar den ökade relevansen av att inkorporera miljömässiga aspekter i företagsstrategier för att öka tillväxtpotentialer. Precis som Friede et al. (2015) benämnde har ett positivt samband mellan företagsprestationer och ESG betyget återfunnits i 63 % av totalt 2000 studier, medan endast ett negativt samband kunde återfinnas i 8 % av studierna. Vidare understryker Gaughan (2017) att Environment komponenten är en främjande faktor för att utvinna synergier.

4.2 Social komponenten

H2: Det finns ett signifikant samband mellan budpremien och Social komponenten för förvärv av målföretag.

Social komponenten förväntas ha ett signifikant samband med budpremien. Likt Environment komponenten visade Gomes & Marsats (2018) studie att det även fanns ett positivt samband

mellan social komponenten och budpremien, medan Jost et al. (2021) inte fann något signifikant samband. Det signifikanta sambandet från Gomes & Marsats (2018) undersökning går i linje med sektion 2.3, som beskriver vikten av den sociala aspekten för att minska riskerna vid förvärv. Vidare kan detta kopplas till intressenteorin, som menar på att företag förväntas ta hänsyn till samtliga intressenters önskemål vilket bör skapa värde (Freeman et al., 2008).

4.3 Governance komponenten

H3: Det finns ett signifikant samband mellan budpremien och Governance för förvärv av målföretag.

Governance komponenten förväntas ha ett signifikant samband med budpremien. Enligt sektion 2.3 utgör bolagsstyrning en central roll i M&A transaktioner. Beroende på ledningens tidigare historik och företagsstyrning har en lyckad bolagsstyrning en effekt på funktionaliteten och ryktet av ett bolag. Jost et al. (2022) var den enda studien från avsnitt 3.1.1 som beaktade Governance aspekten direkt. Författarna visade ett signifikant negativt samband mellan Governance komponenten och budpremien. Detta går i linje med Mannes (1965) Corporate Control Hypothesis, som förklarar att företag med en ineffektiv ledning ofta ses som attraktiva för uppköp, eftersom aktiepriset speglas av ledningens prestationer. Genom ett sådant förvärv kan nya ägare öka den finansiella prestationen genom bland annat omstruktureringar. Detta resulterar således i en högre budpremie för bolag som visar lägre betyg för Governance komponenten.

5 Metod och data

I detta kapitel presenteras datakällorna för studien och screeningprocessen. Vidare presenteras variabler, regressionsmodellen samt den statistiska prövningsmetodiken.

5.1 Datakällor

Avgörande för uppsatsens relevans är trovärdigheten av datakällorna. För att maximera trovärdigheten har skribenterna valt att samla in urvalets transaktioner inklusive variabler från Capital IQ samt Refinitiv Eikon. ESG betygen är förvärvade från Refinitiv Eikon.

Det analytiska programmet Capital IQ är en produkt från S&P Global som beskrivs som en världsledande leverantör av transparenta betyg, forskning och annan analysdata för kapital- och råvarumarknader globalt. Programmet består av högkvalitativa data och hjälper organisationer runt om i världen att göra smartare och mer kritiska bedömningar och analyser. S&P som skapades 1941 har växt till att bli världens ledande företag när det kommer till index och specifikt som självständig kreditbetygs leverantör. Varje år samlas mer än 135 miljoner datapunkter in för att hjälpa klienter med finansiella beslut (S&P Global, n.d.).

Refinitiv Eikon erbjuder en av de mest omfattande databaserna för ESG inom branschen, som täcker 80 % av det globala marknadsvärdet och är baserat på mer än 630 olika parametrar. ESG-betyget från Refinitiv är utformade för att mäta företags relativa ESG prestation och effektivitet på ett objektiva sätt, baserat på företags rapporterade data. Dessa omfattar 3 komponenter med totalt 10 huvudkategorier som ligger till grund för hur ett företags ESG-betyg värderas (Refinitiv, 2022). Nedan visas vilka komponenter och kategorier som Refinitiv tar hänsyn för att bedöma ESG betyget (Refinitiv, 2023).

Tabell 1 - Kategorisering av ESG komponenter

Komponenter	Kategorier
Environmental	Resursanvändning, utsläpp, grön innovation
Social	Arbetskraft, mänskliga rättigheter, produktansvar, samhörighet
Governance	Förvaltning, aktieägare, CSR strategi

(Författarnas egna skapelse 2023)

Refinitiv betygsätter varje kategori relativt till industrins prestation som det studerade företaget är verksamt i, med undantag från Governance komponenten som är viktat på samma sätt över alla marknader (Refinitiv, 2022). Faktorerna blir sedan sammanställda och ger ett slutgiltigt övergripande ESG-betyg på en skala från 0–100 (Ibid.). Således behöver inte nödvändigtvis två företag från olika industrier som har samma ESG-betyg innebära att de har lika höga ESG prestationer, men däremot innebär det att de är lika bra i förhållande till konkurrerande bolag på samma marknad.

Databasens uppgifter är hämtat av 700 analytiker som är specifikt tränade på ESG data. Specialisterna analyserar data för varje enskilt företag manuellt med utgångspunkt från de 630 parametrarna. Sedan genomgår den insamlade data en genomgående granskning för att säkerställa att informationen är tillförlitlig och jämförbar med övriga bolag i branschen (Refinitiv, 2022).

Databasen erbjuder uppdaterade ESG-betyg för samtliga komponenter för de 5 senaste åren (Ibid). Vid tidpunkten denna uppsats skrivs kan uppdaterad data därför återfinnas från räkenskapsåren 2018–2022 (Refinitiv, 2023).

5.2 Screening process

I denna studie valdes företag från den finansiella sektorn att exkluderas, vilket har varit praxis i föregående forskning kring området. Anledning till att finansiella företag filtreras bort går i linje med Fama & French (1992), som argumenterar för att finansiella företag har karakteristiskt unika egenskaper, främst hög hävstångseffekt. En hög hävstångseffekt är ett vanligt förekommande för finansiella företag som exempelvis banker och försäkringsbolag, då syftet med hävstången är att kunna skapa sina produkter exempelvis lån och försäkringar (Ibid.). Hävstångseffekten i finansiella företag kan därmed ses som ytterst unik och vanligt förekommande i denna sektor, vilket särskiljer sektorns riskprofil gentemot andra sektorer. Därav kan finansiella företag ha en negativ inverkan på studiens validitet. I samma anda kan potentiellt karaktärsmissigheter i andra branscher också diskuteras, men studien har bestämt att inkludera alla sektorer förutom finansiella sektorn. Detta för att få ett perspektiv som är brett och i linje med verkligheten. Den slutgiltiga industrifördelningen presenteras nedan.

Tabell 2 - Industrier inkluderat i data

Industry	N	Precent
Communication Services	7	6,80%
Consumer Discretionary	16	15,53%
Consumer Staples	4	3,88%
Energy	13	12,62%
Healthcare	22	21,36%
Industrials	7	6,80%
Information Technology	5	4,85%
Materials	20	19,42%
Real Estate	4	3,88%
Utilities	5	4,85%
Total	103	100%

(Författarnas egna skapelse 2023)

Screeningprocessen av data började med en filtrering efter M&A transaktioner, specifikt förvärv, av målföretag i USA och Kanada. Screeningen tillämpas för att isolera en koncentrerad geografisk position vilket främjar jämförelser. Detta eftersom regelverk och villkor för ekonomiska transaktionerna har tendens att vara mer lika varandra i liknande geografiska områden. Den kanadensiska och främst amerikanska marknaden anses ofta som trendsättare för resten av världen. De utgör en väsentlig del av världsmarknaden och blir därmed attraktiva att undersöka. Därefter filtrerades data efter tid, med ett intervall som placerades mellan datumen 1:a januari 2018 och 31:a december 2022. Med denna filtrering avgränsar sig studien till en närgående tid. Detta tidsintervall valdes för att bidra till att aktualisera forskningen på området för en senare period jämfört tidigare studier, samt till följd av den bristande tillgänglighet av data för ESG komponenternas betyg i Refinitiv Eikon för år innan 2018.

För att avskärma data i studien ytterligare nyttjas filter vilket innebar visning av enbart transaktioner som blivit genomförda. Detta för att garantera att studien undersöker förvärvsaffärer som har blivit genomförda. Nästa filter infördes med villkor om att målföretagen ska vara publika. Publika företag innebär mer offentlig information om variabler som var nödvändigt för att genomföra studien. Efter detta har funktioner tillämpats för att göra relevant information visuell och för att vidare kunna nyttja och applicera filtreringsfunktioner i Excel som ytterligare avskärmning. Information som valdes att visualiseras är framförallt de variabler som presenteras i nästkommande avsnitt. Eftersom

information kring dessa variabler inte var tillgänglig på alla transaktioner som föregående steg i avskärmningen hade genererat, minskade detta urvalet av M&A-transaktioner.

Urvalet blev sedan filtrerat manuellt i Refinitiv Eikon efter tillgänglighet av ESG data. ESG-betyg samlades in för vardera komponenten under perioden 2018-2022. Alla M&A-transaktioner som saknade data om ESG-betyg för det specifika förvärvsåret sorterades därför ut.

5.3 Beroende variabel

5.3.1 Premium

För att undersöka sambandet som presenteras i frågeställningen används Premium som beroende variabel. Budpremien betraktas som en överbetalning, vilket speglar de förväntade synergier utöver företagets huvudsakliga prestation som krävs för att kunna upprätthålla dess marknadsvärde (Sirower, 1997). Formeln för budpremien som databaserna använder presenteras nedan:

$$\text{Bidpremium (\%)} = \left(\left(\frac{\text{Offer price}}{\text{4 weeks prior price}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Det finns olika potentiella tidsintervall att undersöka för budpremien. Beslutet att välja en tidsram på fyra veckor, i stället för en vecka eller en dag innan förvärvet, motiveras av att budpremien då inte är lika känslig för kortsiktig volatilitet på marknaden och asymmetrisk information som potentiellt kan påverka utfallet.

5.4 Oberoende variabler

5.4.1 Environmental, Social & Governance Score

För att besvara tesen fokuserar studien främst på komponenterna i ESG betygen: Environment, Social & Governance. Betygen är som benämnt baserat på en skala mellan 0-100, vilket mer ingående presenteras i avsnitt 5.1 (Refinitiv, 2023).

5.4.2 Leverage

Nästa variabel som inkluderats i analysen är Leverage, som beräknar debt to asset-ratio. Genom denna variabel kan studien undersöka om det finns ett signifikant samband mellan Leverage och Premium. Föregående forskning betonar att företag med lägre Leverage är mer benägna att vara attraktiva subjekt för förvärv gentemot de med högre Leverage (Lewellen, 1971; Modigliani & Miller, 1958). Dionne et al. (2015) visar vidare på att målföretag med en högre andel skulder tenderar att vara mindre attraktiva, vilket resulterar i att den betalda budpremien förväntas vara lägre. Leverage beräknas enligt följande formel:

$$\text{Total debt} / \text{Total asset}$$

5.4.3 Relative Dealsize

Relative Dealsize används som variabel för att ge ett ytterligare perspektiv till analysen. Variabeln baseras på transaktionens storlek i förhållande till företagets tillgångar. Täljarvärdet Dealvalue är det totala värdet av transaktionen och inkluderar hela värdet av affären som går att dokumentera, exempelvis både kontanter och aktier motsvarande i US dollar. Andra överenskommelser vid en affär som inte värdesätts i US dollar kan ske vid ett förvärv, exempelvis att man erbjuder en styrelsepost. Denna typ av överenskommelser är alltså inte inkluderad i transaktionsvärderingen Dealvalue. Potentiellt kan Relative Dealsize associeras med större marknadsskiftningar, vilket i sin tur innebär mer komplexa förhandlingar och större risker för både inom och utomstående aktörer. Relative Dealsize har använts i föregående studie angående M&A och budpremie, som hävdar att större företag korrelerar med större kostnader i samband med företagsintegrationer och bör därmed resultera i en lägre budpremie (Gomes & Marsat, 2018). Relative Dealsize beräknas enligt följande formel:

$$\text{Deal value} / \text{Assets}$$

5.4.4 Size

Enterprise value är ett bland flera mått för att bedöma företagsstorlek (Size) som ska motsvara det verkliga marknadsvärdet (Bhatnar & Bhullar, 2013) Ett alternativt mått till Enterprise value är Market Capitalization. Men i sammanhanget ger Enterprise Value en mer omfattande bild av storleken eftersom värdet inte bara inkluderar Market Capitalization (ofta

refererat till som Equity value), utan också överväger även skulder och likvida medel från företagens balansräkningar. Enterprise value ger därför ett nytt lager av perspektiv till analysen som undersöker samband beroende på företagets storlek vid förvärvet. Size beräknas enligt följande formel:

$$\text{Equity Value} + \text{Total Debt} - \text{Cash \& Cash Equivalents} + \text{Preferred Stock} + \text{Minority Interest}$$

5.4.5 Runup

Studien har valt att ta med Runup som variabel. Runup i denna studie är den kalkylerad budpremiem dagen innan tillkännagivandet dividerat med budpremiem 4 veckor innan tillkännagivandet av ett förvärv. Runup blir relevant i sammanhanget eftersom nyckeltalet kan spegla både marknadsförväntningar och informationsasymmetri. Vid en effektiv marknad bör Runup därmed kunna spegla hur marknaden ser på potentiella synergier i samband med förvärvet. Runup nyttjas i föregående studie angående liknande ämne (Gomes & Marsat, 2018), vilket främjar jämförelser av resultatet. I linje med föregående forskning bör en högre Runup generera en högre budpremie vid förvärv av ett företag (Betton et al, 2008 & 2009). Runup beräknas enligt följande formel:

$$\text{Premium 1 day prior} / \text{Premium 4 weeks prior}$$

5.4.6 Crossborder

Studien innefattar en avgränsning där målföretaget måste vara börsnoterat i USA eller Kanada, vilket introducerar möjligheten för ett landsöverskridande förvärv, eller så kallad Cross-border transaktioner. Detta uppmärksammas genom en applicerad dummy variabel som indikerar ifall förvärvaren härstammar från USA/Kanada eller ett annat land. Noterbart är dock att Cross-border även inkluderar de transaktioner mellan USA och Kanada. Studien tillämpar en Cross-border variabel, delvis baserad på tidigare forskning av Gomes & Marsat (2018) som påvisar att en av ESG-betygets komponenter påverkas, närmare bestämt Social komponenten. Anledningen motiveras av att kulturella skillnader ur ett samhällsenligt perspektiv kan skilja sig mellan förvärvaren och målföretaget. Därmed undersöks Cross-border transaktioner för att utvärdera huruvida budpremiem skiljer sig mellan nationella och internationella förvärv. Studien utgjordes av 33% Cross-border transaktioner.

5.5 Transformation av variablernas data

Den deskriptiva datan enligt tabell 3 analyserades för att identifiera utfall transformation av variablerna var nödvändig. Urvalet uppvisade extrema värden som potentiellt kan påverka resultaten. Studien nyttjar därför tekniker för att förbättra datakvaliteten och för att påvisa ett resultat med högre validitet. För att minimera extremvärdens inverkan på resultatet har variablerna Premium, Environmental Score, Social Score, Governance Score, Leverage, Dealsize och Runup blivit winsoriserade med 5:e och 95:e percentilen. Winsorizing är en teknik för att minska effekten av extremvärden i en datamängd genom att använda percentilvärden för att ersätta alla värden utanför dessa specifika percentiler. Åtgärden minskar effekten som extremvärdena har på resultatet utan att utesluta dem helt, vilket resulterar i en mer balanserad analys (Dixon, 1980). Dixon (1980) förespråkar winsorizing som ett effektivt sätt att hantera onormala värden, särskilt när dessa värden inte är resultatet av felmätningar.

För att hantera skevhet och närma normalfördelade data är en teknik logaritmering (STATA, n.d.). Denna teknik används på variabeln Size. Detta eftersom distributionen i variabeln Size, efter analys av datadumpen och med hjälp av histogram, visat sig vara skevt fördelad. Genom att logaritmera uppnår data en jämnare distribution vilket förbättrar precision vid analys av mindre urval.

För att påvisa effekten av de åtgärder som åtogs till följd av extrema värden och skevhet i urvalet, presenteras tabell 3 och 4 nedan, som visualiserar deskriptiv data innan och efter transformationen av variablerna. Tabellerna visar effekten av åtgärderna, vilket går att utläsa. De winsoriserade variablerna fick mjukare extremvärden, en rimligare standardavvikelse men behöll sina medianer. Samtidigt fick variabeln Size som logaritmerades både mjukare extremvärden och en förändrad median. Notera att ingen åtgärd åtogs på variabeln Crossborder då denna är en dummyvariabel och antar därmed värdena ett och noll.

Tabell 3 - Deskriptiv data innan transformering

Metrics	Premium	Environmental Score	Social Score	Governance Score	Leverage	Dealsize	Size	Runup	Crossborder
SD	0,250	23,217	20,483	21,088	0,291	0,229	1,966	1,160	0,473
Mean	0,109	21,369	39,748	38,184	0,339	0,214	6,928	0,974	0,670
Median	0,685	11,000	39,000	36,000	0,323	0,118	6,973	0,973	1,000
Min	-0,306	0,000	0,000	0,000	0,000	0,006	3,096	-1,436	0,000
Max	0,819	77,000	84,000	91,000	0,939	0,781	13,546	4,231	1,000

(Författarnas egna skapelse 2023)

Tabell 4 - Deskriptiv data efter transformering

Metrics	Premium	Environmental Score	Social Score	Governance Score	Leverage	Dealsize	Size	Runup	Crossborder
SD	18,001	23,217	20,483	21,088	0,361	0,736	78277,52	6,183	0,473
Mean	2,411	21,369	39,748	38,184	0,361	0,311	13533,63	1,457	0,670
Median	0,685	11,000	39,000	36,000	0,323	0,118	1067,786	0,973	1,000
Min	-0,904	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	22,113	-23,374	0,000
Max	171,712	77,000	84,000	91,000	2,082	6,650	764092,600	46,450	1,000

(Författarnas egna skapelse 2023)

5.6 Regressionsanalys

5.6.1 Regressionsmodell

För att analysera om ESG komponenterna har ett samband med budpremien vid företagsförvärv och för att besvara hypoteserna nyttjar studien multipel linjär regressionsanalys. Detta är en förlängd formel av OLS (Ordinary Least Square) regressionen. Skillnaden är att multipel linjär regressionsanalys innehåller fler än en oberoende variabel. Målet med formeln är att modellera det potentiella linjära samband som finns mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna. Det är därmed en passande formel för ändamålet med studien. Regressionmetoden motiveras också av att tidigare centrala studier inom området som är benämnda i tidigare avsnitt och har nyttjat samma typ av regressionsmetod (Gomes & Marsat, 2018; Jost et al., 2022; Hussaini et al. 2021). Samma metodologi främjar jämförelser av forskningsresultat. Nedan presenteras ekvationen för multipel regression där β motsvarar lutningskoefficienterna och motsvarar ekvationens slumpmässiga felterm som uppstår vid regressionsanalys.

Ekvation för multipel linjär regression

$$Premium_i = \beta_0 + \beta_1 EnvironmentalScore_i + \beta_2 SocialScore_i + \beta_3 Governance_i + \beta_4 Leverage_i + \beta_5 DealSize_i + \beta_6 Size_i + \beta_7 Runup_i + \beta_8 Crossborder_i + \varepsilon$$

5.6.2 Statistisk prövningsmetodik

5.6.2.1 Signifikansnivå

För att testa de oberoende variablernas signifikans till budpremien studeras p-värdet utifrån regressionsanalysen. P-värde är sannolikheten att regressionskoefficienten av oberoende variabler uppvisar ett värde på noll (Draper & Smith, 1998). Ett lägre p-värde tyder på statistisk signifikans av att de oberoende variablerna påverkar den beroende.

5.6.2.3 F-test

F- testet används för att kontrollera om en uppsättning variabler påverkar den beroende variabeln, det vill säga om modellen i sin helhet är signifikant. Det är fördelaktigt i analysen för att utvärdera den gemensamma betydelsen av alla oberoende variabler i modellen (Greene, 2012).

5.6.2.4 Förklaringsgrad & justerad förklaringsgrad

Förklaringsgraden är andelen av den totala variationen av den beroende variabeln som förklaras av de oberoende variablerna för den valda regressionsmodellen. Justerad förklaringsgrad är en utveckling av R-kvadrat, där värdet också tar hänsyn antalet variabler och antalet observationer som analyseras i modellen. Värdet varierar mellan 0 och 1, desto närmare 1 värdet antar, desto mer förklaras data av modellen (Draper & Smith, 1998).

5.6.2.5 Heteroskedasticitet

Närvaron av heteroskedasticitet i regressionsanalyser leder till mer ineffektiva uppskattningar. Heteroskedasticitet uppstår när variansen hos residuerna i en regressionsanalys inte är konstanta över observationerna. Uppstår heteroskedasticitet påverkas tillförlitligheten av den genomförda analysen. Whites test är ett statistiskt verktyg som används för att identifiera heteroskedasticitet och förbättra den statistiska inferensen i multipel linjär regression. Genom att nyttja Whites test som ett diagnostiskt verktyg kan studien, utifrån testets resultat, överväga åtgärder för att hantera potentiell heteroskedasticitet (White, 1980).

5.6.2.6 Multikollinearitet

Korrelationsmatrisen är beskrivande statistik mellan två och flera variabler som beskriver korrelationen mellan variablerna. Verktuget nyttjas vid statistisk analys och i denna studie för att identifiera multikollinearitet (Vinod 2014; Mansfield & Helms 1982).

Ett annat verktyg som används för att testa multikollinearitet är VIF (Variance Inflation Factors). Detta test genomförs för att identifiera mer subtila former av multikollinearitet bland variablerna, som kan vara svårare att identifieras med hjälp av korrelationsmatrisen (Forthofer et al, 2007).

5.6.2.7 Normalfördelning av residualer

Shapiro-Wilk testet undersöker en datamängds normalitet (Shapiro & Wilk, 1965). I och med regressionens antagande om att urvalet av data följer en normalfördelning är Shapiro-Wilk testet av högsta aktualitet.

6 Analys

I detta kapitel presenteras och analyseras studiens resultat. Avsnittet ämnar att analysera den deskriptiva statistiken, besvara studiens frågeställningar och kontrollera trovärdigheten av regressionsmodellen.

6.1 Deskriptiv statistik

Tabell 5 presenterar den deskriptiva statistiken för de undersökta variablerna. Tabellen består av en sammanställning av totalt 103 observationer för varje variabel. Resultatet av datavärdena visar en klar förbättring efter transformationerna av variablerna enligt avsnitt 5.5, som gör variablerna mer lämpade för en regressionsanalys. En översiktlig granskning av studiens huvudvariabler visar att Premium har ett genomsnittligt värde på 0,109 med en standardavvikelse på 0,250. Detta indikerar dock fortfarande på en relativt stor spridning i datamängden.

Intressant nog uppvisar Environmental Score en relativt låg median (11) i förhållande till Social Score (39) och Governance Score (36). Att Environment komponenten inte uppvisar lika högt medianvärde som Social Score och Governance Score är en intressant observation av data. Detta indikerar att ett högt Environmental Score kan vara svårare att uppnå eller att företag inte prioriterar Environment aspekter i samma utsträckning som Social och Governance aspekter. Vidare visar tabellen en hög spridning av minimivärdet (Min) och maximumvärdet (Max) för samtliga ESG komponenter. Baserat på studiens data kan detta eventuellt tolkas som att trots det växande intresset att prestera bättre i faktorerna (presenterat i avsnitt 2.1) är det ännu inte en universell trend att förbättra alla komponentvärdena lika mycket.

Tabell 5 - Deskriptiv Statistik

Metrics	Premium	Environmental Score	Social Score	Governance Score	Leverage	Dealsize	Size	Runup	Crossborder
SD	0,250	23,217	20,483	21,088	0,291	0,229	1,966	1,160	0,473
Mean	0,109	21,369	39,748	38,184	0,339	0,214	6,928	0,974	0,670
Median	0,685	11,000	39,000	36,000	0,323	0,118	6,973	0,973	1,000
Min	-0,306	0,000	0,000	0,000	0,000	0,006	3,096	-1,436	0,000
Max	0,819	77,000	84,000	91,000	0,939	0,781	13,546	4,231	1,000

(Författarnas egna skapelse 2023)

6.2 Hypotesprövningar

Tabell 6 visar resultatet från regressionsanalysen av den multipla linjära ekvationen, presenterad i avsnitt 5.5. De övergripande resultaten visar att målföretagets budpremie inte signifikant påverkas av betygen för Environment, Social eller Governance komponenterna. Detta innebär att ingen av studiens tre hypoteser kan signifikant påvisas. Specifikt för Environment och Social komponenterna stämmer resultatet överens med Jost et al:s. (2021) studie men kontrasterar Gomes & Marsat (2018) och Hussaini et al. (2021) som fann en signifikant positiv relation mellan dessa faktorer och budpremien. För Governance komponenten motsäger dock vårt resultat dem från Jost et al. (2021), som fann ett signifikant negativt samband mellan budpremien och Governance komponenten för sin data.

De observerade icke-signifikanta resultaten återspeglas av datavärdena i regressionsanalysen. P-värdena för Environment, Social och Governance komponenterna är alla avsevärt större än 0.05, vilket visar avsaknaden av statistisk signifikans. Detta understryks ytterligare av att varje komponents konfidensintervall överlappar med noll. Konfidensintervallets överskridande med noll innebär att regressionskoefficienternas värde kan, med 95% säkerhetsnivå, både vara över och under noll, vilket gör det omöjligt att fastställa ESG-komponenternas inverkan på budpremien. Vidare visar storleken på standardfelet ytterligare osäkerhet för den analyserade data.

För att kontrollera modellens signifikans genomfördes ett F-test i samband med regressionen. Resultatet visar att den sammanlagda effekten av de oberoende variablerna på budpremien inte var statistiskt signifikanta. Detta framgår av tabell 6 som visar ett F-värde på 1,55 och ett associerat p-värde på 0,1493, vilket är högre än signifikansnivån på 0.05. Vidare uppvisar Adjusted R-Squared, som beaktar antalet oberoende variabler och storleken på datamängden, ett värde på 4,21%. Detta tyder på att modellens förmåga att förklara variationen i den beroende variabeln är mycket begränsad.

Tabell 6: Regression Output

Variables	Coefficient	SE	t-stat	p-value	95% confidence interval (Min/Max)	
Environmental Score	-0.0762198	0.1752815	-0.43	0.665	-0.4242942	0.2718546
Social Score	0.0030441	0.1653305	0.02	0.985	-0.3252694	0.3313576
Governance Score	0.0343319	0.1390965	0.25	0.806	-0.2418861	0.31055
Leverage	5.015662	9.005523	0.56	0.579	-12.86752	22.89885
DealSize	22.71132	11.78632	1.93	0.057	-0.693988	46.11662
Size	3.53429	1.412484	2.50	0.014	0.7293775	6.339203
Runup	-0.8712498	2.242403	-0.39	0.699	-5.324217	3.581717
CrossBorder	-6.724616	5.475467	-1.23	0.222	-17.59781	4.148576
Intercept	-14.57702	11.97967	-1.22	0.227	-38.36628	9.212233

Statistics	Values
N	102
R-Squared	0.1180
Adjusted R-Squared	0.0421
Root MSE	24.523
F-test	1.55
p-value Model Significance	0.1493

(Författarnas egna skapelse 2023)

6.3 Regressionsdiagnostik

Diagnostiska tester genomförs för att undersöka potentiell heteroskedasticitet, multikollinearitet och avvikelser från normalfördelningen av regressionsmodellens residualer.

6.3.1 Heteroskedasticitet

För att analysera potentiell heteroskedasticitet i regressionsmodellen användes White's test. Från tabell 7 framgår ett p-värde som överstiger signifikansnivån 0.05 som indikerar att modellen inte visar tecken på heteroskedasticitet. Resultatet indikerar således att det inte finns några statistiskt signifikanta tecken på heteroskedasticitet i dataurvalet.

Tabell 7 - White's test

Metrics	Values
Chi-Squared	47,94
p-value Chi-Squared	0,2793

(Författarnas egna skapelse 2023)

6.3.2 Multikollinearitet

Eventuell multikollinearitet i regressionsmodellen granskades genom en korrelationsmatris och ett VIF-test. Värden nära ± 1 i korrelationsmatrisen signalerar ett linjärt samband mellan variabler. Korrelationskoefficienterna från tabell 9 visar störst korrelation mellan Environmental Score och Social Score.

Tabell 8 - Korrelationsmatris

Variables	Premium	Environmental Score	Social Score	Governance Score	Leverage	Dealsize	Size	Runup	Crossborder
Premium	1								
Environmental Score	0.0635	1							
Social Score	0.0709	0.6838	1						
Governance Score	0.0656	0.5316	0.4294	1					
Leverage	0.0258	0.2958	0.1353	0.0760	1				
Dealsize	0.1694	-0.3188	-0.1704	-0.1844	-0.2351	1			
Size	0.2584	0.4462	0.3532	0.3051	0.0737	-0.0466	1		
Runup	-0.0346	-0.1776	-0.1754	-0.1859	-0.1731	0.2715	-0.1166	1	
Crossborder	-0.0850	-0.2587	-0.1941	-0.1178	-0.0478	0.1602	-0.0049	0.1186	1

(Författarnas egna skapelse 2023)

Ett VIF-test utfärdades för att vidare studera den potentiella multikollinearitet, visat i Tabell 9. VIF-testet uppvisar som förväntat högst värden för Environment Score och Social Score. Ingen av värdena översteg dock 3, vilket med god marginal indikerar att det inte förekommer någon multikollinearitet.

Tabell 9 - VIF test

Variable	VIF	1/VIF
Environmental Score	2.79	0.359024
Social Score	1.93	0.517539
Governance Score	1.46	0.685259
Leverage	1.30	0.770024
Dealsize	1.23	0.813631
Leverage	1.16	0.860448
Runup	1.14	0.880117
Crossborder	1.11	0.898539
Mean VIF	1.51	

(Författarnas egna skapelse 2023)

6.3.3 Normalfördelningen av residualer

Shapiro-Wilks test användes för att analysera potentiell problematik kring normalfördelningen av residualerna. Resultatet från tabell 10 uppvisar ett p-värde som understiger signifikansnivån 0.05, vilket indikerar att residualerna från regressionsmodellen inte är signifikant normalfördelade. W-värdet i testet uppvisar däremot ett värde nära 1, vilket indikerar att dataurvalet är till viss grad normalfördelat. Med anledning av att p-värdets låga värde tolkas avvikelserna från normalfördelningen trots detta som statistiskt signifikant. Det betyder alltså att data är någorlunda normalfördelat, men inte tillräckligt för att matcha kriterierna för normalitet vid 5% signifikans. I avsnitt 5.6 vidtogs proaktiva åtgärder för att minska effekten av extremvärden och skevhet av data, genom winsorizing och logaritmering av variabler. Shapiro-Wilk testet visar att dessa åtgärder inte har haft en tillräcklig effekt för att motverka utebliven normalfördelningen i residualerna.

Att dataurvalet inte påvisar signifikant normalitet går emot regressionsmodellens förutsättning om att normalfördelning av residualer håller. Normalitet blir därav ett nödvändigt krav för prediktion med modellen och kan vara en möjlig förklaring till regressionsanalysens bristande signifikans för hypotestesterna.

Tabell 10: Shapiro-Wilk test

Variable	N	Test Statistic Value (W)	Variance Estimate (V)	Standardized Test Statistic (Z)	p-value for Normality Test (Prob>Z)
Residuals	102	0.90899	7.649	4.516	0.00000

(Författarnas egna skapelse 2023)

7 Diskussion

I detta kapitel diskuteras studiens metod och analys. Främsta syftet är att diskutera tänkbara orsaker till ouppnådda signifikansnivåer som presenterats i analysen, skillnader från tidigare forskning samt vilka åtgärder som potentiellt skulle kunna öka analysens styrka.

7.1 Begränsningar i urvalet

7.1.1 Urvalets storlek

Ett mindre urval kan påverka regressionsanalysens styrka genom att öka sannolikheten för att signifikanta relationer som existerar ej bli detekterade. Ett större urval behöver nödvändigtvis inte resultera i en mer nyanserad analys, men generella förutsättningarna för att finna mer tillförlitliga samband förbättras.

För att kontrollera att urvalets storlek motsvarar en relevant storlek för studiens identifierade frågeställningen hade en formel för urvalsstorlek kunnat nyttjas. En sådan formel presenteras av Milton (1986) och tar bland annat hänsyn till ett antal oberoende variabler och önskade signifikans. Noterbart att datainsamlingen genom Capital IQ och Refinitiv Eikon var problematisk och tidskrävande för studien. Den största anledningen till detta berodde på bristen på betyg för ESG komponenterna för det specifika dataurvalet. ESG komponenternas betyg kunde inte heller, genom screeningprocess, kopplas till de specifika bolagen. Varje betyg behövde därför manuellt kontrolleras för vardera målföretaget, vilket är en förklaring till varför inte ett större urval nyttjades i denna studie.

För att studera ett större urval hade den geografiska omfattningen kunnat utökas. Detta skulle däremot resultera i en mindre specifik studie som går ifrån det studien vill analysera: ESG komponenternas påverkan av budpremien för målföretag specifikt på den amerikanska och kanadensiska marknaden. För att öka dataurvalet hade även potentiella alternativa databaser kunnat nyttjas. Exempelvis finns det en ytterligare version av Capital IQ (CapitalIQ Pro) som erbjuder ytterligare information, däribland ESG-betyg (S&P Global, n.d.), som inte går att hämta från versionen som studiens författare har tillgång till. Även Refinitiv Eikon har en pro-version som hade kunnat möjliggöra en utökad tidshorisont för studien. Tillgängliga

betyg för ESG komponenterna hade med pro-versionen nämligen kunnat återfinnas från 2002 och framåt (Refinitiv, 2022).

Från tidigare studier av CSR:s effekter på budpremien (avsnitt 3.2) framgår det att dataurvalet har varit större för samtliga studier. Jost et al. (2022) observerade 449 transaktioner, Hussaini et al. (2021) 564 transaktioner och Gomes & Marsat:s (2018) studie bestod av totalt 588 transaktioner. Detta kan vara en möjlig anledning till att denna studies resultat skiljer sig från ovan nämnd tidigare forskning.

7.1.2 Screening process

Screeningprocessen bör också benämnas som en tänkbar påverkan på signifikansnivån. De slutgiltiga antalet transaktioner som undersöktes var 103 efter studiens avgränsningar och filtreringar av data. Detta bör noteras och tas i beaktning, då datakällorna Capital IQ och Refinitiv Eikon erbjöd tillgänglig information för 50 000 M&A transaktioner mellan 2018–2022. Att endast 103 transaktioner kunde analyseras i studien anses alltså som en ytterst låg nivå i förhållande till antalet M&A transaktioner som ägt rum över tidsperioden. Med en relativt låg slutgiltig datamängd i förhållande till det totala potentiella urvalet, ökar risken att urvalet inte speglar verkligheten i sin helhet. Exakt hur detta påverkar resultatet är däremot svårt att säga, men bör beaktas för studien.

Ett ytterligare potentiellt problem med screening processen handlar om ifall Capital IQ och Refinitiv Eikon erhåller mer information för företag från exempelvis vissa marknader eller geografiska områden, som kan vinkla data och därmed regressionsanalysens resultat.

7.1.3 Makroekonomiska påverkningar

En ytterligare skillnad från tidigare forskning är att denna studies tidshorisont överlappar med Covid-19-pandemin. Gomes & Marsat (2018), Jost et al. (2022) och Hussaini et al:s. (2021) tidsperioder var innan Covid-19-pandemin inträffat, vilket gör att deras data inte har påverkats av denna makroekonomiska effekt.

Covid-19-pandemin skapade oroligheter på de finansiella marknaderna, vilket är en säregen händelse i modern tid. Den amerikanska M&A marknaden visade att företag som investerade

i ESG-initiativ bidrog till en negativ inverkan på aktieägarvärdet, framförallt under pandemins tidigare skede. Motiveringen förklarades av att kostnaderna för diverse ESG-initiativ översteg dess förmåner och vad investeringen skulle kunna generera i framtiden (Tampakoudis et al., 2021).

Pandemin skapade även mer tvetydiga värderingar som öppnade upp för ett förmånligt förvärvsklimat för vissa sektorer. De sektorer som klarade sig förhållandevis bra från Covid-19 pandemins negativa följder kunde i stället dra nytta av avvikelser i företagsvärdering. Till exempel visade det sig att företag som kunde vidhålla sin företagsvärdering var mer villiga att erbjuda aktier som betalningsmetod vid förvärv. Strategin att betala med egna aktier vid förvärv kunde således skapa värde för aktieägarna, då målföretaget kunde förvärfas till ett mer förmånligt pris (IMF, 2020). Ytterligare bidrog pandemin till att det var allt mer förekommande att företag förvärfade på sin lokala marknad istället för att genomföra Cross-border förvärv (Sol Lee et al., 2021), vilket visar på en generellt mer påtaglig riskgrupp under pandemin. Detta skulle innebära mindre data att se utifrån ett Cross-border perspektiv under Covid-19 åren.

Pandemins effekt på marknadsklimatet kan därför ha varit en bidragande faktor till studiens avsaknad av resultat, specifikt signifikans. Med anledning av att information om ESG betydelse inte gick att finna för en tidigare period än 2018 från Refinitiv Eikon, gick det inte att välja en tidsperiod som Covid-19-pandemin inte var aktuell för denna studie.

7.2 Modelldiskussion

7.2.1 Normalfördelning av residualer

Ett antagande för multipel linjär regression är normalfördelning av residualerna. Framgående av avsnitt 6.3, uppvisade Shapiro-Wilk testet att data ej uppnår signifikant normalfördelning av residualer. Detta kan påverka validiteten av resultaten och vara en förklaring till den låga signifikansen. Att data inte är tillräckligt normalfördelad kan vara en konsekvens av att extrema värden och skevt fördelade data (presenterat i avsnitt 5.5) inte helt uteslöts vid transformeringen av data. Potentiellt hade ytterligare transformering av data behövt vidtas för att motverka denna effekt. Detta bör däremot göras med försiktighet, då ytterligare transformering istället hade kunnat bidra med att data blir för modifierad.

Hussaini et al. (2021) och Gomes & Marsat:s (2018) studier uppvisade inga tecken på brister i normalfördelning av residualer. Detta kan vara en ytterligare möjlig förklaring till varför dessa studiers resultat, som fann signifikans, skiljer sig från denna.

7.2.2 Oberoende variabler

Regressionsmodellens justerade förklaringsgrad visade 4.21 % vilket betyder att begränsad del av variansen kunde förklaras genom de oberoende variablerna. Gomes & Marsat (2018) uppvisar en justerade förklaringsgrad som överstiger 20 %, vilket är en klart större förklaringsgrad. Detta kan förklaras med att Gomes & Marsat (2018) inkluderade 22 oberoende variabler, i förhållande till denna studie som använder 8. Utelämnade av potentiellt relevanta variabler kan ha påverkat den låga signifikansnivån som P-value Model Significance uppvisar i Tabell 7. Men att addera ytterligare variabler ökar risken för multikollinearitet. Vid ökad multikollinearitet expanderar standardfelen vilket gör att det kan bli svårt att hitta signifikans mellan variablerna (Siegel, 2017). Fler relevanta oberoende variabler kan eventuellt övervägas för att öka studiens låga förklaringsgrad.

Vidare indikerar F-testet att modellen som helhet inte var signifikant. För att motverka bristen på modellsignifikans hade just en starkare inverkan av de oberoende variablerna på budpremien potentiellt krävts. Som tidigare diskuterat i kapitlet skulle en ökning av dataurvalet och en noggrann undersökning för att eventuellt ytterligare justerats för extremvärden vara relevant. Heterogenitet förekom även i studien som kan ha påverkat F-testets resultat. Det hade därför varit aktuellt att systematiskt adressera dessa problem för att förbättra modellens trovärdighet och signifikans.

7.2.3 Alternativa modeller

En regressionsanalys är en produkt av sin egen modell, där valet av modell speglar utfallet. I och med en låg förklaringsgrad, utebliven signifikansnivå och att nödvändiga antaganden inte uppfylls kan en alternativ regressionsmodell övervägas. Alternativa regressionsmodeller tillämpar andra ekvationer för att analysera urvalet med variabler. Bevisligen gav multipel linjär regression ingen signifikans i denna studie, vilket eventuellt kan vara en följd av en icke passande modell, men kan även bero på flertalet andra faktorer. Valet av modell bör anpassas efter datas natur, studiens syfte och diverse antaganden. Det finns ett stort urval av

regressionsmodeller, vilka möjligen kunnat undersökts utförligare och testats för sin lämplighet i denna studie.

8 Slutsats

I detta kapitel presentas slutsatser som kan dras av analysen, diskussionen och metoden.

8.1 Studiens slutsatser

Syftet med studien är att undersöka sambandet mellan budpremien och ESG komponenternas betyg för målföretag. Studien genomfördes för en tidsperiod mellan 2018–2022 och inkluderar enbart målföretag på den amerikanska och kanadensiska marknaden. Genom att tillämpa en OLS-regression har varje ESG komponenteffekt på budpremien analyserats för att identifiera möjliga skillnader i deras inverkan.

Trots en omfattande analys kunde inget statistiskt signifikant samband mellan budpremien och ESG komponenterna fastställas. Vidare påvisar studiens resultat brister i regressionsmodellens signifikans och förklaringsgrad. Diagnostiska tester avslöjade även problem med normalfördelningen av residualer, vilket antyder att den datatransformering som genomförts inte har haft en tillräcklig effekt. På grund av dessa faktorer kan ingen tillförlitlig slutsats dras om ESG komponenternas faktiska påverkan på budpremien.

Det går att rikta kritik mot urvalet som tillämpats. Av de 50 000 förvärvstransaktioner som ägt rum i USA och Kanada under tidsperioden, kunde endast 103 transaktioner inkluderas efter väsentliga avgränsningar och filtreringar. Denna relativt lilla slutliga datamängden kan ha resulterat i att urvalet inte är representativt för den faktiska bilden av M&A-transaktioner. Vidare noteras att det slutgiltiga dataurvalet var relativt litet i förhållande till tidigare forskningsstudier, av bland annat Jost et al. (2022), Hussaini et al. (2021) och Gomes & Marsat (2018). Detta visar ytterligare indikationer på att dataurvalet kan ha påverkat resultatets statistiska signifikans.

En kritisk faktor som dessutom måste beaktas är studiens tidsram, som sammanfaller med covid-19-pandemin. Covid-19-pandemin skapade oroligheter på de finansiella marknaderna och påverkade det makroekonomiska klimatet. Detta har både haft en inverkan på M&A transaktioner och ESG prioriteringar. För M&A transaktioner skapade ett hetare

förvärvsklimat och generella strategier ändras. För ESG visades i stället minskad relevans under tidsperioden. Covid-19-pandemins om rubbning av det makroekonomiska klimatet kan därför ha haft en betydande inverkan på studiens urval och följaktligen studiens resultat.

8.2 Förslag till framtida forskning

Det ökade intresset kring miljö och sociala aspekter öppnar upp ett ständigt växande landskap där nya infallsvinklar kring dess påverkan i den finansiella världen blir mer aktuellt att undersöka. Ytterligare variabler som inte undersöks i denna studie kan vara av stort intresse kopplat till budpremie och ESG faktorerna i och med att en budpremie till stor del speglar förvärvande företag värdesätter. Genom att sätta ESG-faktorer i relation till andra ekonomiska variabler, som CapEx (Capital Expenditures), kan forskning utvidgas genom att fokusera om till företagens vilja att lägga ner resurser på ESG inriktade investeringar. Vidare vill skribenterna understryka att, baserat på analysresultatet, det hade varit värdefullt att undersöka samma frågeställning med liknande avgränsning men med en förädlad metodik och ett bredare urval.

Ytterligare en aspekt som skulle vara intressant att utforska är hur betalningsmetoden påverkar budpremien vid företagsförvärv. Som nämnts tidigare i studien, kan betalningsmetoden komma att skifta beroende på hur marknadsklimatet på M&A-marknaden ser ut. Under Covid-19 pandemin ökade förvärvandet med egna aktier till skillnad från innan. För framtida studier kan det vara intressant att belysa hur den förvärvande parten avser att finansiera en M&A-transaktioner med ett ESG-fokus. Detta för att se ifall kopplingen till ESG skiljer sig åt till andra fokuseringsområden vid förvärv.

Källförteckning

Aktas, N., de Bodt, E., and Cousin, J.-G. (2011). Do financial markets care about SRI? Evidence from mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), pp. 1753-1761. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.006> [Hämtad 2024-01-04]

Alexandridis, G., Fuller, K.P., & Terhaar, L. (2013). Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder Gains. *Journal of Corporate Finance*, 20, pp. 1-13. doi: [10.1016/j.jcorpfin.2012.10.006](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.10.006) [Hämtad 2023-12-02]

Babiak, K., & Trendafilova, S. (2011). CSR and environmental responsibility: motives and pressures to adopt green management practices. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 18(1), 11-24. Tillgänglig online: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/csr.229> [Hämtad 2023-12-02]

Berk, J. and DeMarzo, P. (2019). *Corporate Finance, Global Edition*.

Betton, S., Eckbo, B.E. and Thorburn, K.S. (2008). Corporate Takeovers. In: B.E. Eckbo, ed., *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 2, 1st ed. Elsevier/North-Holland, pp.291-430. Tuck School of Business Working Paper No. 2008-47. Tillgänglig online: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1131033# [Hämtad 2023-12-17]

Betton, S., Eckbo, B.E. and Thorburn, K.S. (2009). Merger negotiations and the toehold puzzle. *Journal of Financial Economics*, 91(2), pp.158-178. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.02.004> [Hämtad 2023-12-12]

Bhullar, P. and Bhatnagar, D. (2013). Theoretical framework EV vs Stock price-A better measurement of firm value. Tillgänglig online: https://www.researchgate.net/publication/325987505_Theoretical_framework_EV_vs_Stock_price-A_better_measurement_of_firm_value [Hämtad 2023-12-10]

Blowfield, M. and Murray, A. [2008]. *Corporate Responsibility: A Critical Introduction*. Tillgänglig online:

https://books.google.se/books?hl=sv&lr=&id=sLGNUBozRt4C&oi=fnd&pg=PR9&ots=sdkgKIWGN&sig=WWCKldaQoiWUt1BwZXM-bu8HLcA&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false [Hämtad 2023-12-16]

Chatterjee, S., Hasan, I., John, K., & Yan, A. (2021). Stock liquidity, empire building and valuation. *Journal of Corporate Finance*. Tillgänglig online: <https://www-sciencedirect-com.ludwig.lub.lu.se/science/article/pii/S0929119921001735?via%3Dihub> [Hämtad 2023-11-30]

Choi, S. H., & Jeon, B. N. (2010). The impact of the macroeconomic environment on merger activity: Evidence from US time-series data. *Applied Financial Economics*, 20(3), 233-249. doi: [10.1080/09603107.2010.528365](https://doi.org/10.1080/09603107.2010.528365) [Hämtad 2023-12-09]

Dastidar, P. and Zaheer, S. (2017). Dealing with Information Asymmetry in Cross-Border Acquisitions: Distance Matters. DOI: <https://doi.org/10.5465/ambpp.2010.54500935> [Hämtad 2023-12-15]

Davis, K. (1973). The Case for and against Business Assumption of Social Responsibilities. *Academy of Management Journal*, 16, pp. 312-323. doi: <http://dx.doi.org/10.2307/255331> [Hämtad 2023-12-11]

Dionne, G., La Haye, M. and Bergerès, A.S. (2015). Does asymmetric information affect the premium in mergers and acquisitions? *Canadian Journal of Economics*, [online] 48(3). doi: <https://doi.org/10.1111/caje.12159> [Hämtad 2023-12-18]

Dixon, W.J. (1980) 'Efficient Analysis of Experimental Observations', *Annual Review Pharmacology Toxicology*, 20, pp. 441-462. doi: <https://doi.org/10.1146/annurev.pa.20.040180.002301> [Hämtad 2023-12-13]

Draper, N.R. and Smith, H., (1998). *Applied Regression Analysis*. 3rd ed. New York: Wiley. doi: <http://dx.doi.org/10.1002/9781118625590> [Hämtad 2023-12-04]

Eccles, R. G., Lanes, K. L., & Wilson, T. C. (1999). Are you paying too much for that acquisition? *Harvard Business Review*, July-August 1999. Tillgänglig online: <https://hbr.org/1999/07/are-you-paying-too-much-for-that-acquisition> [Hämtad 2023-11-26]

Fama, E. and French, K. (1992). The Cross-Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*, vol. 47, no. 2, pp. 427-465. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x> [Hämtad 2023-11-05]

Forthofer, R.N., Lee, E.S. and Hernandez, M., (2007). *Biostatistics*. 2nd ed.

Freeman, R., Agle, B., Donaldsson, T., Jensen, M., Mitchell, R. and Wood, D. (2008).

Dialogue: Toward superior stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, 18(2), pp. 153–190. Tillgänglig online: <https://www.jstor.org/stable/27673227> [Hämtad 2023-12-04]

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), pp. 210-233. doi: <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917> [Hämtad 2023-12-14]

Gangi, F., och D'Angelo, E. (2016). The virtuous circle of corporate social performance and corporate social disclosure. *Modern Economy*, 07(12), 1396–1418. DOI: [10.4236/me.2016.712129](https://doi.org/10.4236/me.2016.712129) [Hämtad 2023-12-14]

Gaughan, P.A. (2017). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*. 7th ed. Hoboken: John Wiley & Sons Inc.

Gillan, S.L., Koch, A., and Starks, L.T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, Article 101889. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889> [Hämtad 2023-12-28]

Gomes, M. and Marsat, S. (2018). Does CSR impact premiums in M&A transactions? *Finance Research Letters*, 26, pp. 71-80. doi: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.12.005> [Hämtad 2023-11-02]

Greene, W.H. (2012). *Econometric Analysis*, Global Edition. Pearson.

Henisz, W., Koller, T., and Nuttall, R. (2019). Five ways that ESG creates value. McKinsey & Company. Tillgänglig online:

<https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20ESG%20creates%20value/Five-ways-that-ESG-creates-value.ashx> [Hämtad 2024-01-03]

Hussaini, M., Hussain, N., Nguyen, D.K., and Rigoni, U. (2021). Is corporate social responsibility an agency problem? An empirical note from takeovers. *Finance Research Letters*, 43, Article 102007. doi: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102007> [Hämtad 2023-12-08]

Igan, D., Kirti, D., and Martinez Peria, S. (2020). The Disconnect between Financial Markets and the Real Economy. Special Notes Series on COVID-19. International Monetary Fund.

Tillgänglig online:

<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/covid19-special-notes/en-special-series-on-covid-19-the-disconnect-between-financial-markets-and-the-real-economy.ashx> [Hämtad 2023-12-15]

Jensen, M.C. and Ruback, R.S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, vol. 11, no. 1-4, pp. 5-50. doi:

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1) [Hämtad 2023-12-09]

Jost, S., Erben, S., Ottenstein, P., and Zülch, H. (2022). Does corporate social responsibility impact mergers & acquisition premia? New international evidence. *Finance Research Letters*, 46(Part A), Article 102237. doi: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102237> [Hämtad 2023-11-06]

Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and Success in Mergers and Acquisitions, *Journal of Corporate Finance*. Tillgänglig online:

<https://www.sciencedirect-com.ludwig.lub.lu.se/science/article/pii/S0929119918303298?via%3Dihub> [Hämtad 2023-12-06]

Laamanen, T. (2007). On the Role of Acquisition Premium in Acquisition Research. *Strategic Management Journal*, 28, pp. 1359-1369. doi: <https://doi.org/10.1002/smj.639> [Hämtad 2023-12-11]

Lee, H.-S., Degtereva, E.A. and Zobov, A.M., 2021. The Impact of the COVID-19 Pandemic on Cross-Border Mergers and Acquisitions' Determinants: New Empirical Evidence from Quasi-Poisson and Negative Binomial Regression Models. *Economies*, [e-journal] 9(4), p.184. doi: <https://doi.org/10.3390/economies9040184> [Hämtad 2023-12-16]

Lewellen, W.G. (1971). A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger. *The Journal of Finance*, 26(2), pp. 521-537. doi: <https://doi.org/10.2307/2326063> [Hämtad 2023-12-16]

Lodh, A. (2020). ESG and the cost of capital. MSCI. Tillgänglig online: <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589> [Hämtad 2023-12-23]

Lokuwaduge, C.S.D.S., & Heenetigala, K. (2017). Integrating environmental, social and governance (ESG) disclosure for a sustainable development: An Australian study. *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 438-450. doi: [10.1002/bse.1927](https://doi.org/10.1002/bse.1927) [Hämtad 2023-12-09]

Manne, H.G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 73(2), pp. 110-120. The University of Chicago Press. Tillgänglig online: <https://www.jstor.org/stable/1829527> [Hämtad 2023-12-06]

Mansfield, E.R. and Helms, B.P., (1982). Detecting Multicollinearity. *The American Statistician*, 36(3), pp.158-160. doi: <https://doi.org/10.2307/2683167> [Hämtad 2023-12-07]

Milton, S. (1986). A Sample Size Formula for Multiple Regression Studies. *The Public Opinion Quarterly*, 50(1), pp. 112-118. Oxford University Press. Tillgänglig online: <https://www.jstor.org/stable/2748974> [Hämtad 2023-12-19]

Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297. Tillgänglig online: <https://www.jstor.org/stable/1809766> [Hämtad 2023-12-14]

Nakajima, T., Hamori, S., He, X., Liu, G., Zhang, W., Zhang, Y., and Liu, T. (2021). ESG Investment in the Global Economy. Tillgänglig online: https://books.google.se/books/about/ESG_Investment_in_the_Global_Economy.html?id=dbQ6EAAAQBAJ&redir_esc=y [Hämtad 2023-11-27]

OECD. (2020). Environmental, Social and Governance (ESG) Investing. In: *OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance*. Tillgänglig online: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/e9ed300b-en/index.html?itemId=/content/component/e9ed300b-en> [Hämtad 2023-12-03]

PwC Indonesia. (2022). ESG Value Creation Journey: Statement of Capabilities. Tillgänglig online: <https://www.pwc.com/id/en/esg/esg-capability-statement.pdf> [Hämtad 2023-12-30]

PwC Sweden. (2023). ESG Due Diligence. PwC Sverige. Tillgänglig online: <https://www.pwc.se/sv/esg/esg-due-diligence.html> [Hämtad 2023-11-28]

Refinitiv. (2022). Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv. Tillgång online: <https://blogs.cranfield.ac.uk/wp-content/uploads/2021/05/refinitiv-esg-scores-methodology-May22-1.pdf> [Hämtad 2023-12-15]

S&P Global. (2024). Our Commitment to Sustainability. Tillgänglig online: <https://www.spglobal.com/en/press/press-kit> [Hämtad 2023-11-29]

Seth, A. (1990). Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues. doi: <https://doi.org/10.1002/smj.4250110203> [Hämtad 2023-12-03]

Shapiro, S.S. and Wilk, M.B. (1965). An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples). *Biometrika*, 52(3/4), pp. 591-611. Oxford University Press. doi: <https://doi.org/10.2307/2333709> [Hämtad 2023-12-06]

Shleifer, A. and Vishny, R.W. (2003). Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), pp. 295-311. doi: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00211-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3)
[Hämtad 2023-12-15]

Siegel, A.F. (2016). *Practical Business Statistics*. 7th ed. Tillgänglig online:
<https://www.sciencedirect.com/topics/mathematics/multicollinearity-problem> [Hämtad
2023-12-20]

Sirower, M.L. (1997). *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: The Free Press.

Stata. (2023). In the spotlight: Interpreting models for log-transformed outcomes. Tillgänglig online: <https://www.stata.com/stata-news/news34-2/spotlight/> [Hämtad 2023-12-03]

Stuebs, M. and Sun, L. (2010). Business Reputation and Labor Efficiency, Productivity, and Cost. *Journal of Business Ethics*, 96 (2), pp. 265-283. doi:
<https://doi.org/10.1007/s10551-010-0464-7> [Hämtad 2023-12-27]

Tampakoudis, I.A., Noulas, A., Kiosses, N., and Drogalas, G.A. (2021). The effect of ESG on value creation from mergers and acquisitions. What changed during the COVID-19 pandemic? doi: <https://doi.org/10.1108/CG-10-2020-0448> [Hämtad 2023-11-29]

United Nations Environment Programme Finance Initiative. (2004). *Who Cares Wins - Global Compact 2004*. Tillgänglig online:
https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf [Hämtad 2023-12-19]

Vinod, H.D., (2014). Matrix Algebra Topics in Statistics and Economics Using R. In: *Handbook of Statistics*, Vol. 32. pp. 143-176. doi:
<https://doi.org/10.1016/B978-0-444-63431-3.00004-8> [Hämtad 2023-12-14]

White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, vol. 48, no. 4, pp. 817-838. doi: <https://doi.org/10.2307/1912934>. [Hämtad 2024-01-04]