



EKONOMI-  
HÖGSKOLAN

Företagsekonomiska Institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT24

# Påverkar ESG-betyg budpremier vid förvärv?

En studie om relationen mellan målföretags ESG-prestation och budpremier vid internationella förvärv under perioden 2015-2023.

## **Författare:**

Ellen Linder

Ida Berglund

Lisa Andersson

## **Handledare:**

Anamaria Cociorva

# Sammanfattning

**Titel:** Påverkar ESG-betyg budpremier vid förvärv?

**Seminariedatum:** 2024-05-30

**Kurs:** FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng

**Författare:** Ellen Linder, Ida Berglund, Lisa Andersson

**Handledare:** Anamaria Cociorva

**Nyckelord:** M&A, förvärv, budpremier, ESG, ESG-betyg

**Forskningsfråga:** Påverkar målbolagets ESG-prestation det förvärvande bolagets budpremier vid internationella företagsförvärv?

**Syftet:** Studien syftar till att undersöka om ESG-prestation kan betraktas som en bestämningsfaktor för budpremier och därigenom komplettera tidigare forskning.

**Metod:** Studien baseras på en kvantitativ metod med en deduktiv ansats. Den empiriska analysen görs med hjälp av OLS-regression. Slutligen genomförs analyser av resultaten utifrån de valda teorierna. Studiens empiriska data har hämtats från databasen LSEG Eikon. Urvalet omfattar internationella förvärv under perioden 2015-2023. Det initiala urvalet bestod av 8965 förvärv, efter filtrering återstod 128 förvärv.

**Teoretiska perspektiv:** Relevanta teoretiska ramverk som ligger till grund för studien är aktieägare- & intressentteori, som syftar till att förklara vilka intressenter som påverkas av företags ESG-prestationer, M&A-teori, som beskriver faktorer som påverkar budpremien samt ESG-teori och tidigare forskning kring ESG och dess påverkan på budpremier.

**Resultat:** Studiens resultat tyder på att ESG-prestation har en negativ effekt på budpremier eftersom tre av fyra ESG-mått visar ett negativt statistiskt signifikant samband med budpremier. Samtliga hypoteser förutom hypotes 2c är därmed bevisade. Vidare observerades även att pandemin Covid-19 förändrade sambandet från negativt till positivt (gäller ej G-betyg) vid beaktande av en interaktiv variabel mellan ESG-måtten och en Covid-dummy.

**Slutsatser:** Studien klargör att det råder ett komplext samband mellan ESG-prestation och budpremier. Resultatet visar att sambandet påverkas av externa faktorer såsom institutionella skillnader och kristider såsom en pandemi. Med hänsyn till studiens upptäckter kan även konstateras att det finns ett behov av fortsatt forskning som bland annat tar hänsyn till denna studiens begränsningar för att förklara sambandet mer fullständigt.

# Abstract

**Title:** Does ESG-rating affect bid premiums in acquisitions?

**Seminar date:** 2024-05-30

**Course:** FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 University Credits Points

**Authors:** Ellen Linder, Ida Berglund, Lisa Andersson

**Advisor:** Anamaria Cociorva

**Key words:** M&A, acquisition, bid premiums, ESG, ESG-rating

**Research question:** Does the target company's ESG-performance affect the acquiring company's bid premiums in international corporate acquisitions?

**Purpose:** The study aims to investigate whether ESG performance can be considered a determining factor for bid premiums and thereby complement previous research.

**Methodology:** The study is based on a quantitative method with a deductive approach. The empirical analysis is conducted using OLS regression. Finally, analyses of the results are conducted based on the selected theories. The empirical data for the study has been obtained from the LSEG Eikon database. The sample includes international acquisitions during the period 2015-2023. The initial sample consisted of 8,965 acquisitions, and after filtering, 128 acquisitions remained.

**Theoretical perspectives:** The relevant theoretical framework underlying the study are shareholder & stakeholder theory, which aims to explain which stakeholders are affected by companies' ESG performance, M&A theory, which defines related concepts and describes factors that affect the bid premium as well as ESG theory and previous research on ESG and its impact on bid premiums.

**Result:** The study's results indicate that ESG-performance has a negative effect on bid premiums, as three out of four ESG-measures show a statistically significant negative relationship with bid premiums. Thus, all hypotheses except for hypothesis 2c are supported. Furthermore, it was observed that the Covid-19 pandemic changed the relationship from negative to positive (excluding the G-score) when considering an interactive variable between the ESG-measures and a Covid-dummy.

**Conclusions:** The study clarifies that there is a complex relationship between ESG-performance and bid premiums. The results indicate that this relationship is influenced by external factors such as institutional differences and crises like a pandemic. Considering the findings of the study, it can also be noted that there is a need for further research that takes into account the limitations of this study in order to fully explain the relationship.

## **Förord**

Vi vill framföra ett stort tack till vår handledare, Anamaria Cociorva, för värdefullt stöd och vägledning under hela processen av uppsatsskrivandet.

Ellen Linder

Ida Berglund

Lisa Andersson

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1. INLEDNING.....</b>	<b>7</b>
1.1 Bakgrund.....	7
1.2 Problematisering.....	9
1.3 Frågeställning.....	10
1.4 Syfte.....	11
1.5 Avgränsning.....	11
<b>2. TEORI OCH TIDIGARE FORSKNING.....</b>	<b>12</b>
2.1 M&A.....	12
2.1.1 M&A - definition.....	12
2.1.2 Motiven bakom förvärv, budpremier och förväntade synergier.....	12
2.2 ESG.....	15
2.3 Befintlig forskning ESG/CSR och M&A.....	16
2.3.1 Positiv påverkan.....	17
2.3.2 Negativ påverkan eller ingen signifikans.....	18
2.3.3 Sammanfattning befintlig forskning.....	20
2.3.4 Covid-19:s påverkan på M&A och ESG.....	20
2.4 Aktieägare- & intressentteori.....	22
2.5 Hypotes.....	23
<b>3. DATA.....</b>	<b>25</b>
3.1 Data M&A-transaktioner.....	25
3.2 Data ESG-mått.....	25
3.3 Urval.....	26
3.4 Bortfall.....	27
3.5 Definition av variabler.....	28
3.5.1 Beroende variabel.....	28
3.5.2 Oberoende variabler.....	28
3.5.2.1 Företagsspecifika kontrollvariabler.....	29
3.5.2.2 Förvärvsspecifika dummyvariabler.....	31
3.5.3 Sammanfattning variabler.....	33
3.6 Översikt urval.....	34
3.6.1 Bransch.....	34
3.6.2 Land.....	35
3.6.3 Tid.....	36
3.6.4 Deskriptiv statistik.....	37
<b>4. METOD.....</b>	<b>40</b>
4.1 Forskningsansats.....	40

4.2 Metoddiskussion.....	40
4.2.1 Reliabilitet.....	40
4.2.2 Validitet.....	41
4.3 OLS-regression.....	42
4.3.1 OLS antaganden.....	43
4.3.1.1 Feltermens medelvärde är noll.....	43
4.3.1.2 Homoskedasticitet.....	44
4.3.1.3 Kovarians mellan feltermerna är noll.....	44
4.3.1.4 Exogenitet.....	44
4.3.1.5 Normalitet.....	45
4.3.1.6 Multikollinearitet.....	45
4.3.1.7 Linjärt samband.....	45
4.3.1.8 Stabilitet.....	46
4.3.1.9 Omitted variable bias och överflödiga variabler.....	46
<b>5. RESULTAT &amp; ANALYS.....</b>	<b>47</b>
5.1 Resultat.....	47
5.1.1 ESG-betygets effekt på budpremier.....	47
5.1.2 Pelarbetygens effekt på budpremier.....	48
5.1.2.1 E-betyget.....	48
5.1.2.2 S-betyget.....	50
5.1.2.3 G-betyget.....	51
5.2 Empirisk analys.....	51
5.2.1 ESG-betyget.....	51
5.2.2 Pelarbetygen.....	52
5.2.3 Kontrollvariabler & urvalets påverkan.....	53
5.2.4 Covid-19.....	54
5.2.5 Studiens begränsningar.....	55
<b>6. SLUTSATSER OCH AVSLUTANDE REFLEKTION.....</b>	<b>57</b>
<b>KÄLLFÖRTECKNING.....</b>	<b>60</b>
<b>APPENDIX.....</b>	<b>69</b>
Tabell 1: Icke transformerad deskriptiv statistik.....	69
Tabell 2: Korrelationsmatris.....	70
Tabell 3: Breusch-Pagan/CookWeisberg test.....	71
Tabell 4: Ramsey RESET test.....	72
Tabell 5: Chow's Structural Change Test.....	72

# 1. INLEDNING

*I det inledande avsnittet ges en inblick i uppsatsens ämne och dess relevans i dagens samhälle i form av bakgrund och problematisering. I samband med detta tydliggörs även uppsatsens bidrag till befintlig forskning, frågeställning, syfte och avgränsningar.*

## 1.1 Bakgrund

Under det senaste decenniet har ett stigande värde på Merger & Acquisitions ("M&A") identifierats globalt, med några undantag, bl.a. syns minskningar kopplat till Covid-19. M&A är en betydelsefull del av företagsstrategier och genomförs med syfte att främja tillväxt. Att kombinera företag kan resultera i ökad finansiell makt, marknadsandelar samt affärsaktivitet, vilket kan leda till expansion och utveckling för båda parter (Statista, 2023). Vid förvärv värderar det förvärvande bolaget (köparen) vanligen målföretaget annorlunda från dess marknadsvärde, detta överskott utöver marknadsvärdet benämns som budpremien (Simonyan, 2010). Idag finns det stor mängd forskning inom M&A och vad som styr budpremien, där faktorer såsom målföretagets storlek, informationsasymmetri, kapitalinvesteringar, likviditet m. fl. anses påverka budpremien. Därför utvärderar förvärvande bolag vanligtvis målbolagen och potentiella synergier innan förvärvet äger rum med hänsyn till dessa aspekter (Comment och Schwert, 1995; Dionne et al., 2015; Walkling & Edmister, 1985; Gomes & Marsat, 2018). Dock finns det begränsad forskning kring icke finansiella aspekter som är relevanta i dagens samhälle och dess eventuella påverkan på budpremier. Ett exempel på en sådan faktor är hållbarhet, ett aktuellt ämne idag eftersom det råder ökad medvetenhet och påtryckningar från intressenter rörande hållbarhetsfrågor, vilket resulterat i att allt fler företag väljer att prioritera hållbarhetsarbete.

I takt med denna ökade medvetenheten kring miljöfrågor, ökad lagstiftning och EU-direktiv rörande klimatpåverkan samt påtryckningar från intressenter har såväl näringslivet som samhället i stort, successivt börjat ställa om för en mer hållbar framtid. Ett centralt begrepp när det kommer till klimat- och hållbarhetsfrågor är ESG (Environmental, Social and Governance) som rör frågor inom de tre pelarna; miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning. Idag utvärderas

många företag inom dessa aspekter och tilldelas ett ESG-betyg som grundar sig i företagets prestation i ESG-frågor (Europeiska unionens råd, 2023). Startskottet för implementeringen av ESG, som det idag benämns, etablerades i början av 2000-talet då FN och dess medlemsstater diskuterade frågor rörande mänskliga rättigheter, arbetsförhållanden, miljö och antikorrup­tion. Begreppet ESG introducerades först 2004 i rapporten “Who Cares Wins”, vilken undersökte ESG:s pelarkategorier och hur dessa interagerar i verksamheten hos företag. Sedan dess har fler principer och ramverk introducerats för att vägleda fler företag i undersökning och rapportering i ESG-frågor (IBM, 2024). Ett sådant ramverk är PRI (Principles for Responsible Investments) som är världsledande i att förespråka ansvarsfulla investeringar genom att sträva efter att skapa förståelse och integrera ESG-faktorer i investeringsbeslut för att möjliggöra långsiktigt värdeskapande. FN stödjer nätverket och antalet undertecknande har konstant växt under de senaste åren (UN PRI, u.å.). Det har därmed blivit avgörande för företag världen över att vara rustade inför framtidens klimatmässiga utmaningar, därför kommer denna studie fokusera på den internationella transaktionsmarknaden.

Det är viktigt att förstå hur ESG påverkar M&A för att vidare inse att det bör ha effekt på budpremier vid förvärv. För det första bidrar implementering av ESG-arbete i en organisation med en bredare förståelse för potentiella risker. Potentiella risker hos målföretaget är väldigt viktigt för förvärvaren att identifiera vid ett potentiellt bolagsförvärv. Det finns risker kopplade till klimatet och miljön, vilka kan beskrivas som fysiska och omställningsrisker. Dessa risker kan resultera i potentiella skador på infrastruktur och andra fysiska tillgångar samt leda till ekonomiska risker vid nya regleringar som både kan vara kostsamma och utmanande att efterleva. Även de sociala riskerna är viktiga att ta i beaktning, det kan röra i vilken utsträckning målföretag implementerar åtgärder för att säkerställa att bra arbetsvillkor efterföljs i samtliga led i leveranskedjan. Dessutom är det även viktigt att identifiera målföretagets arbete inom bolagsstyrning, vilket kan innebära att undersöka om ledningen har implementerat åtgärder för att öka transparensen, något som betraktas positivt i förvärvarens ögon. För det andra kan ett företags övergång till ESG-standards bidra till att identifiera nya vägar till värdeskapande. Det har även konstaterats att bättre ESG-prestation korrelerar med högre årlig avkastning. Med hjälp av ESG-arbete kan bolag även finna nya vägar till att generera intäkter,



vilket kan bidra till att det förvärvande bolagets intresse väcks för målbolaget. Detta kan ske om målbolaget upptäcker nya produkter eller tjänster att kapitalisera på i samband med omställningen till proaktivt ESG-arbete. Vidare är ESG-prestation till skillnad från tidigare miljö- och klimatstandarder kvantifierbar (Deloitte, 2023). Sammanfattningsvis bör målbolagets ESG-rapportering bidra till att underlätta för förvärvande bolag vid bedömning av målbolag vid förvärv, vilket vidare bör påverka värderingen av företaget och följaktligen budpremien.

## 1.2 Problematisering

På samma sätt som analys av finansiell information inför ett bolagsförvärv är avgörande för huruvida ett bolagsförvärv äger rum och till vilket pris, är det även intressant att undersöka om ESG-prestation också är en variabel som påverkar. Bolag som minimerar sina ESG-risker och därav har genomfört åtgärder för att säkra inför framtiden bör, i likhet med bolag som har säkrat finansiellt inför framtiden, vara mer eftertraktade målbolag. Följdaktligen bör detta även bidra till att påverka uppskattade synergier och därmed budpremiens storlek.

Det har dock inte bedrivits särskilt omfattande forskning kring huruvida ett bolags ESG-prestation i form av ESG-betyg påverkar budpremien. Däremot är CSR-prestationens påverkan på budpremien mer beforskad. Skillnaden mellan dessa begrepp är att man i CSR-forskningen ofta tar en eller två av ESG:s tre pelare; miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning, i beaktning alternativt andra faktorer som inte ingår i ESG-ramverket. Medan ESG-forskning studerar samtliga tre pelare. Befintlig forskning rörande CSR:s påverkan på budpremien är inte entydig. Gomes & Marsat (2018), Qiao & Wu (2019), Hussaini et al. (2021) och Maung et al. (2020) visar att hög CSR-prestation hos målbolag har en positiv påverkan på budpremier. Däremot finner Jost et al. (2022) en negativ påverkan på budpremien när förvärvarens bolagsstyrnings aspekter undersöks och ingen signifikans återfinns för de sociala aspekterna. Jost et al. (2022) finner inte heller signifikans vid beaktning av målföretagets CSR-prestation inom bolagsstyrning och den sociala aspekten. Den befintliga forskningens varierande resultat kan möjligtvis kopplas till att urvalen skiljer sig åt mellan studierna, att studierna fokuserar på olika aspekter samt använder sig av olika databaser och tillvägagångssätt.

För att bidra till den befintliga forskningen som främst fokuserar på specifika aspekter av ESG ämnar denna uppsats att analysera om de fyra kvantifierbara ESG-måtten – miljö-betyg (“E-betyg”), socialt-betyg (“S-betyg”), bolagsstyrning-betyg (“G-betyg”) och totalt ESG-betyg (“ESG-betyg”) – har en inverkan på prissättningen av budpremier vid bolagsförvärv. Tidigare forskning undersöker inte det generella ESG-betyget eller samtliga pelarbetyg, vilket motiverar valet att inkludera samtliga dessa aspekter i uppsatsen för att komplettera och bidra till forskningsfronten inom ämnet. Dessutom har man i tidigare forskning valt att studera olika tidsperioder mellan 1991 och 2018. De fem åren mellan 2019 och 2023 har därmed inte beaktats i studierna (Gomes & Marsat, 2018; Qiao & Wu, 2019; Hussaini et al., 2021; Maung et al., 2020; Jost et al., 2022). Ett gap har identifierats i forskningen för åren 2019-2023, därför kommer denna uppsats inkludera dessa år för att ytterligare komplettera befintlig forskning och omfatta en tidsperiod som inte tidigare har beaktats. Det är även intressant att studera en nutida period där ESG är mer etablerat inom företagsvärlden. År 2015 har valts som startår eftersom FN:s medlemsländer beslutade om Agenda 2030 samma år och därmed antog en överenskommelse för att uppnå globala mål för hållbar utveckling (FN, u.å). Perioden som valts har även delvis präglats av pandemin Covid-19. Eftersom det finns forskning som visar att transaktionsmarknaden har förändrats under Covid-perioden (Tian och Wang, 2024), inkluderas perioden som kontrollvariabel för att generera ett mer tillförlitligt resultat. Sammanfattningsvis är förhoppningen med denna uppsats att komplettera den tvetydiga tidigare forskningen och vidare bidra till ökad förståelse för drivkrafter bakom budpremier i internationella förvärv genom att beakta en tidsperiod som skiljer sig från tidigare studier samt inkluderar fler aspekter av ESG i en och samma studie.

### **1.3 Frågeställning**

Utifrån ovanstående bakgrund och problematisering har följande frågeställning formulerats för uppsatsen.

*Påverkar målbolagets ESG-prestation det förvärvande bolagets budpremier vid internationella företagsförvärv?*

## **1.4 Syfte**

Uppsatsen syftar till att dels komplettera tidigare forskning rörande målbolagets ESG-prestation och dess påverkan på budpremien samt dels komplettera befintlig forskning angående faktorer som bestämmer en budpremie. Detta genom att undersöka frågeställningen ovan och därigenom om ESG-prestation kan betraktas som en bestämningsfaktor för budpremier.

## **1.5 Avgränsning**

Uppsatsen kommer att ha tidsaspekten som avgränsning. Tidsperioden begränsas till åren 2015-2023 eftersom det finns begränsad forskning som studerar perioden. Dessutom bör det även resultera i ett nyanserat urval då perioden innefattar både mer normala förhållanden samt kristiden Covid-19.

## 2. TEORI OCH TIDIGARE FORSKNING

*I teoriavsnittet kommer begrepp som anses grundläggande för studien definieras löpande. Inledningsvis presenteras M&A-teori med tillhörande begrepp och vad som styr budpremier. Följt av förklaringar kring begreppet ESG och dess innebörd och påverkan på M&A-marknaden. Därefter introduceras forskning kring ESG och andra relaterade faktorer samt dess påverkan på premier. Avslutningsvis presenteras intressent- och aktieägarteori.*

### 2.1 M&A

#### 2.1.1 M&A - definition

Termen M&A beskriver affärer och transaktioner som uppstår när två bolag slås samman eller köps upp. Vid en bolagsfusion slås två verksamheter av liknande storlek samman. Till skillnad från en bolagsfusion är uppköpande företag större än den uppköpta verksamheten vid förvärv. M&A kan ske på olika sätt bl.a. horisontellt och vertikalt (Corporate Finance Institute, u.å.b). De horisontella förvärven och fusionerna bygger på att verksamheter inom samma bransch slås samman och bildar monopol- eller oligopolverksamheter. Fördelarna är att det dels ger företagen möjlighet att utöka sina sortiment i form av produkter och tjänster samt dels kan ge upphov till utökade kundbaser och således förbättrad distribution. En ytterligare fördel med förvärv och bolagsfusioner är minskad konkurrens på marknaden, vilket hjälper verksamheterna att öka sina marknadsandelar (Corporate Finance Institute, u.å.c). Till skillnad från horisontella är vertikala förvärv mellan verksamheter i samma bransch men inom olika delar av leveranskedjan i produktionen. Detta bygger på att verksamheterna som enhet ökar i värde i jämförelse med före förvärvet, d.v.s. att effektivisera och öka synergieffekterna (Corporate Finance Institute, u.å.a).

#### 2.1.2 Motiven bakom förvärv, budpremier och förväntade synergier

Utvecklingen på transaktionsmarknaden har det senaste decenniet följt samma utveckling som den globala ekonomin med ett stigande värde på M&A. Lågkonjunkturer har följts av nedgångar i M&A-affärers totala värde och stigande värde vid ekonomisk tillväxt (Statista, 2023). Trots ökningen kan det fastställas att majoriteten av de förvärv som genomförs är värdeförstörande för det förvärvande företagens aktieägare (Lewis & McKone, 2016). Vidare

framför Gaughan (2018) att budpremien som betalas är alltför hög i förhållande till det kombinerade marknadsvärdet vid förvärv. Nedanstående forskning kommer därför inledningsvis att förklara begreppet budpremier och varför budpremier tenderar att vara övervärderade med fokus på synergier. Därefter fokuseras det på att skapa förståelse för de huvudmotiv som ligger bakom att företag, trots bevis om värdeförstöring, fortsätter att förvärva bolag och hur motiven påverkar budpremier. En uppdelning görs mellan rationella och irrationella motiv för att skapa en tydlig struktur. Avslutningsvis nämns hur motiven påverkas under kriser. I avsnitt tre kommer motiven kopplas till mer specifika bestämningsfaktorer som den tidigare forskning menar påverkar budpremiens storlek, vilka ligger till grund för val av kontrollvariabler.

Budpremien kan beskrivas som överskottet från målföretagets marknadsvärde före förvärvet som det förvärvande företaget betalar (Simonyan, 2010). Målbolagets marknadspris i kombination med värderingen utöver marknadspriset, premien, är därmed de två delar som styr priset vid förvärv (Maung et al., 2020). Storleken på budpremien avgörs beroende på hur det förvärvande bolaget uppskattar förväntade synergier (PwC, u.å.a). Enligt DePamphilis (2021) är synergieffekter ett vanligt motiv bakom förvärv och kan förklaras som när en kombination av två verksamheter skapar högre värde än de båda parterna separat, med andra ord:  $1+1>2$ . Om förvärvet senare betraktas som värdeförstörande eller inte påverkas av den tidigare värderingen av synergier samt förmågan att realisera de förväntade synergier (PwC, u.å.a)

Rationella motiv innefattar ekonomiska överväganden med fokus på att maximera nyttan. Som tidigare nämnt spelar de förväntade synergier stor roll för budpremiens prissättning. Synergier kan både vara operativa och finansiella och kan visa sig i form av exempelvis minskade kostnader genom utnyttjande av skalfördelar och ökad förhandlingsstyrka gentemot intressenter (DePamphilis, 2021). Maung et al. (2020) menar att budpremier påverkas mycket av dessa potentiella synergier som förväntas uppstå och förutsätter att synergier leder till högre premier. Ett annat rationellt motiv rör erhållandet av makt då sammanslutning av företag kan resultera i ökad finansiell makt, marknadsandel samt affärsaktivitet, vilket kan leda till expansion och utveckling för båda parter (Statista, 2023). Ytterligare ett motiv kan förklaras

genom teorin ”The Market for Corporate Control” av Manne (1965) som innebär att ineffektiva företag (syns i försämrad aktiekurs) betraktas som mer attraktiva målbolag eftersom det finns ökade möjligheter till förbättringar, vilket vidare påverkar budpremien.

De irrationella motiven berör istället faktorer rörande beteende, vilka kan resultera i beslut som inte nödvändigtvis är ekonomiskt optimala. Hypotesen om hybris är en beteendeförklaring till varför förvärvande företag är villiga att betala en högre budpremie än faktiskt värde. Hypotesen förklarar att vissa företagsledare driver mot M&A-aktivitet i syfte att dra egen vinning av förvärvet och att den primära orsaken till affären de facto inte ligger i de ekonomiska fördelar och potentiella synergier som uppstår för det förvärvande företaget. Företagsledarnas egenintresse kan således driva upp den annars korrekt värderade budpremien, förutsatt att marknaden är effektiv och ger en korrekt bedömning av budpremien (Gaughan, 2018). Dionne et al. (2015) studerar en annan irrationell faktor, informationsasymmetri, och dess påverkan på premier vid förvärv. Författarna observerar att informationsasymmetri har en betydande påverkan på premier. Walkling & Edmister (1985) menar att i vilken utsträckning informationsasymmetri råder har påverkan på priset vid förvärv då parter med mer information kan utnyttja den till att sänka budpremier. Detta innebär att variabler som medför hög informationsasymmetri bör påverka premier positivt och vice versa (Walkling & Edmister, 1985). Informationsasymmetri kan därmed betraktas som en annan irrationell faktor, då den berör marknadsimperfection och resulterar i beteenden där förvärvande bolag värderar målbolag utifrån tillgänglig information likt ett flockbeteende.

I en forskningsrapport av Fralich och Papadopoulos (2018) beskrivs hur finansiella kriser påverkar såväl transaktionsmarknaden som världsekonomin i stort. En faktor som påverkas under kristid är informationsasymmetrin. Finansiella kriser har medfört osäkerheter i rapportering av information som vidare har gett upphov till ökad informationsasymmetri mellan de förvärvande bolagen och målföretagen. Denna förhöjda informationsasymmetrin försvårar bedömningarna av målföretagets kvaliteter, då det förvärvande bolaget vet mindre om målföretagets potentiella synergieffekter. Dessutom leder informationsosäkerheten till att förvärvande bolag blir mindre benägna att betala en överprissatt budpremie förorsakad av

hybris hos företagsledare. Vidare noteras även att hybris minskar under kristider, speciellt för förvärvande bolag med starka VD:ar eftersom dessa har bättre förmåga att förhandla ned prissättningen av budpremien, medan svagare VD:ar var mer benägna att betala överpris även under finansiella kriser (Fralich & Papadopoulos, 2018).

## 2.2 ESG

ESG är ett begrepp som berör hållbarhetsrelaterade frågor. Eftersom befintlig forskning som presenteras framåt främst beaktar CSR och inte ESG är det viktigt att belysa skillnaderna och kopplingarna mellan begreppen. CSR innefattar policys som informerar omvärlden hur bolag arbetar och målsätter för att bli hållbara. ESG-mått tillhandahåller investerare och andra intressenter med mätbara mål som exempelvis koldioxidutsläpp, vattenanvändning eller rättvisa arbetsvillkor, vilket innebär att ESG innefattar CSR-aspekter. Skillnaden mellan begreppen är därför bland annat att ESG och dess betygsättning är mer mätbar än CSR (O'Neill, u.å.).

Det finns en rad aktörer som värderar ESG-prestation med hjälp av olika metoder. Gemensamt för samtliga är att de fångar upp aspekter och resultat som inte alltid ryms i mer traditionella finansiella mått. Genom bedömning av företags exponering mot hållbarhetsrisker samt påverkan på miljö och samhälle skapas utlåtande om företags hållbarhetsprofiler, vilket benämns ESG-betyg (Europeiska unionens råd, 2023). LSEG Eikon, tidigare Refinitiv Eikon, är en aktör som erbjuder ESG-data från 2002 och täcker 90% av det globala marknadsvärdet med betyg på över 15 500 publika och privata företag. ESG-måtten baseras på data självrapporterad av företag och syftar till att på ett objektivt sätt mäta ESG-prestation. Betygen är baserade på relativa prestationer, vilket innebär att ett företags prestation ställs i relation till branschen företaget verkar i, när det gäller miljömässiga och sociala aspekter och inkorporeringsland när det gäller bolagsstyrning. Genom detta tillvägagångssätt undviker man att behöva definiera vad som klassas som bra alternativt dålig prestation. Det kombinerade ESG-betyget baseras på data från de tre pelarkategorierna, miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning. Pelarkategorierna har även enskilda betyg som mäter företagets förmågor inom respektive område. Miljöpelaren mäter företagets påverkan på miljö och ekosystem genom att studera om företaget strävar efter

riskminimering och tar tillvara på möjligheter inom området. Den sociala pelaren innefattar istället förmågan att skapa lojalitet och förtroende hos intressenter och utvärdera huruvida företag lyckas använda bästa möjliga management praxis. Bolagsstyrningspelaren mäter i vilken utsträckning företag lyckas skapa incitament, kontroll och balans i långsiktigt värdeskapande genom företagets processer och system för chefer och styrelseledamöter. Företag mäts på över 630 aspekter inom pelarkategorierna. I tabell 1 sammanställs de underkategorier som respektive pelarkategori innefattar vid betygsättning. Pelarbetygen utgör en relativ summa av underkategorierna, där vikten bestäms och varierar beroende på bransch för miljö och sociala aspekter, medan bolagsstyrningen är samma för samtliga branscher (LSEG, 2023).

<b><i>Miljö</i></b>	<b><i>Socialt</i></b>	<b><i>Bolagsstyrning</i></b>
Utsläpp	Community	CSR-strategi
Innovation	Mänskliga rättigheter	Ledning
Resursanvändning	Produktansvar	Aktieägare
	Arbetskraft	

Tabell 1: I ovanstående tabell illustreras vilka faktorer LSEG baserar sin betygsättning på för de tre pelarkategorierna.

### 2.3 Befintlig forskning ESG/CSR och M&A

I dagsläget är som tidigare betonat forskning som undersöker om budpremien vid bolagsförvärv påverkas av ett bolags ESG-prestation väldigt begränsad. Däremot har forskning avseende relationen mellan CSR-prestation och budpremier beforskats i högre utsträckning. I befintlig forskning studeras olika variabler för att mäta CSR-prestation, så kallat CSR-betyg. Vanligt förekommande är att ett eller två av ESG-pelarbetygen används för att kvantifiera CSR-prestation, för att möjliggöra statistisk analys i relation till finansiell data för budpremier. Därmed är ESG och CSR nära förknippade, vilket också är anledning till att det är avgörande att redogöra för befintlig CSR-forskning nedan.



### **2.3.1 Positiv påverkan**

I en studie av Gomes och Marsat (2018) undersöks huruvida CSR påverkar premier vid M&A transaktioner. I studien inhämtas data för målföretagets S- och E-betyg för att utforma bolagets CSR-betyg. 588 förvärv undersöktes, varpå man fann en positiv signifikans mellan S-betyg och budpremier samt E-betyg och budpremier. Fynden förklarar att ett starkt hållbarhetsarbete reducerar bolagets risker relaterade till bland annat klimat, föroreningar eller stämningar, och på så vis genererar högre budpremier. Vidare framkom även att ett starkt hållbarhetsarbete hos bolaget även förbättrade företagets anseende och moral, dock såg man att den sociala påverkan av CSR endast genererade en signifikans för gränsöverskridande transaktioner. Upptäckten kopplas till att CSR-prestation prioriteras högre i gränsöverskridande affärer för att mildra den risk och informationsasymmetri som återfinns i dessa transaktioner (Gomes & Marsat, 2018).

Qiao & Wu (2019) framför att ett socialt ansvarsfullt bolag mer sannolikt når högre finansiell prestation, högre institutionell legitimitet, bättre bolagsstyrning och högre värderingar från investerare. Detta på grund av att socialt ansvarstagande bolag i högre utsträckning tenderar att ta fler typer av intressenter i beaktning och implementerar tillförlitliga åtgärder som genererar ett bättre socialt anseende hos offentligheten. För att undersöka ovanstående genomförde författarna en studie där positiv signifikans återfinns mellan socialt hållbara målföretag och budpremier. I studien undersöktes 252 internationella bolagsförvärv mellan 1991-2016 och resulterade i positiv signifikans mellan S-betyg och budpremien. De konstaterade även att budpremien påverkas av den institutionella miljön parterna verkar i efter att ha noterat en försvagad effekt ju större kulturella skillnader och geografiskt avstånd samt vid stigande antal förvärv mellan två länder (Qiao & Wu , 2019).

I en studie av Hussaini et al. (2021) studerades om det förvärvande bolagets CSR-prestation påverkar budpremien. Studiens urval bestod av data från 564 inhemska amerikanska bolagsförvärv mellan åren 1992-2014. CSR-datan utgick inte ifrån ESG-mått, istället studeras CSR-styrkor och -svagheter. CSR-styrkor och -svagheter mäts baserat på miljö, gemenskap, anställdas relationer, mångfald, produkt och bolagsstyrning. Studiens resultat visar att hög

CSR-prestation hos förvärvare är förknippat med högre budpremier i enlighet med aktieägarnas kostnadssyn (Hussaini et al., 2021)

Maung et al. (2020) undersöker istället om oansvariga sociala prestationer påverkar målföretagets värde vid förvärv. Författarna framför att etiskt företagsmässigt beteende kan öka ett bolags moraliska kapital, som i sin tur bidrar till ett bättre rykte hos investerare och vidare utgör en källa till synergier vid M&A. Studiens resultat fastställer att förvärvande bolag betalar lägre budpremier för målbolag som är socialt oansvariga. Studien utgick från 248 gränsöverskridande förvärv mellan 37 länder under tidsperioden 2007-2017. ESG-datan som har inhämtats skiljer sig från övriga studier eftersom den grundar sig i rapporterade ESG-incidenter för samtliga ESG-pelare. De negativa ESG-incidenterna har spårats genom RepRisk, en plattform som analyserar oberoende informationskällor och inhämtar negativa nyheter, aktiviteter, tvister, kritik etc. världen över. Resultatet visar att förvärvande bolag betalar lägre budpremier för målföretag med högre grad av negativt rapporterade ESG-incidenter. Skribenterna menar att resultatet kan förklaras genom att målinriktad ryktesrisk resulterar i ökad kapitalkostnad och lägre uppskattade synergier. Vidare visar samma forskningsstudie att förvärvande bolag dessutom betalar lägre premier för målföretag som presterar sämre socialt än dem själva, vilket de menar pekar på rädsla för ryktes överföring från målbolag till förvärvande bolag efter genomfört förvärv och innebär att köpare beaktar ryktesrisker vid förvärvsbeslut (Maung et al., 2020).

### **2.3.2 Negativ påverkan eller ingen signifikans**

Jost et al. (2022) studerar 1598 transaktioner utifrån det förvärvande bolagets perspektiv och 449 transaktioner utifrån målföretagets perspektiv. Studiens data hämtades mellan 2003-2018 från databasen Refinitiv Eikon (numera LSEG Eikon, vilket är samma databas som används i denna studie), för både finansiell data och ESG-data. Resultatet visade att förvärvarens S-betyg inte signifikant påverkade budpremierna. Vidare fann man en negativ signifikans mellan förvärvarens G-betyg och budpremier, det vill säga att en stark hållbar bolagsstyrning genererade lägre premier för förvärvaren. Från målföretagets perspektiv fann man ingen signifikans för varken målföretagets S-betyg eller G-betyg och budpremier. Författarna menar att resultaten indikerar på ett mer komplext förhållande än förväntat mellan CSR och

budpremier samt att förhållandet därmed inte på egen hand kan förklaras med teori om aktieägare eller intressenter. Vidare påpekar författarna att resultaten skiljer sig från studien av Hussaini et al. (2021) och menar att detta rimligtvis kan bero på vilka länder urvalet innefattar, eftersom Hussaini et al. (2021) begränsar sig till den amerikanska marknaden och denna studie har ett internationellt urval (Jost et al., 2022).

### 2.3.3 Sammanfattning befintlig forskning

<i>Forskare</i>	<i>Fokus</i>	<i>Perspektiv</i>	<i>Urval</i>	<i>ESG-variabler</i>	<i>Resultat</i>
<i>Gomes &amp; Marsat, 2018</i>	CSR:s påverkan på premier vid M&A-transaktioner.	Målföretaget	Internationella M&A-transaktioner 2003-2014 588 förvärv	Miljö-betyg Socialt-betyg	Miljö-betyg & premie = positiv signifikans Socialt-betyg & premie = positiv signifikans
<i>Qiao &amp; Wu, 2019</i>	Effekterna av att målföretaget är Socialt hållbart vid gränsöverskridande M&A	Målföretaget	Internationella bolagsförvärv 1991-2016 252 förvärv	Socialt-betyg	Positiv signifikans
<i>Hussaini et al. 2021</i>	CSR-prestandas påverkan budpremie vid bolagsförvärv.	Förvärvare	Inhemsk amerikanska bolagsförvärv 1992-2014 564 förvärv	Miljö Gemenskap Anställdas relationer Mångfald Produkt Bolagsstyrning	Positiv signifikans
<i>Maung et al. 2020</i>	Huruvida negativt rapporterad ESG-prestanda för målföretaget genererar en lägre budpremie	Målföretaget	Internationella bolagsförvärv 37 olika länder 248 förvärv 2007-2017	Negativa ESG-incidenter Negativa miljö incidenter Negativa sociala incidenter Negativa bolagsstyrningsincidenter	Positiv signifikans
<i>Jost et al., 2022</i>	Huruvida CSR-prestanda påverkar M&A-premier.	Förvärvare & Målföretag	Internationella förvärv 2003-2018 1598 transaktioner från förvärvarens perspektiv 449 transaktioner från målföretagets perspektiv	Socialt-betyg Bolagsstyrnings-betyg	Förvärvarens sociala-betyg & premie = ingen signifikans Förvärvarens bolagsstyrnings-betyg & premie = negativ signifikans Målföretagets sociala-betyg & premie = ingen signifikans Målföretagets bolagsstyrnings-betyg & premie = ingen signifikans

Tabell 2: Sammanfattning av stycket “Befintlig forskning ESG/CSR och M&A”, med positiv signifikans överst, vidare till negativ signifikans och ingen signifikans längst ner i tabellen.

### 2.3.4 Covid-19:s påverkan på M&A och ESG

Perioden som undersöks i denna uppsats har delvis präglats av pandemin Covid-19. Därav kommer nedan att redogöras för forskning som undersöker hur pandemin påverkat M&A och ESG.

Tian och Wang (2024) undersöker om pandemin Covid-19 påverkat beslutsfattande inom M&A och prestation på aktiemarknaden efter bolagsfusioner eller -förvärv i Kina. Resultatet visar att de osäkerheter som Covid-19 medfört, bidragit till att företag agerat mer konservativt i sitt beslutsfattande. Detta ledde till en minskning av antalet bolagsfusioner och förvärv som i sin tur resulterade i att Covid-19 påverkade M&A-beslut negativt. Vidare pekar resultatet även på att de M&A-transaktioner som trots allt genomfördes, gav en positiv avkastning på den kinesiska aktiemarknaden (Tian och Wang, 2024). Magnanelli et al. (2022) studerar också pandemin och mer specifikt budpremieprissättning vid bolagsförvärv under Covid-19. Resultatet visar en positiv signifikans mellan budpremien och Covid-19, eftersom man observerat att prissättningen på budpremier ökat 18% från 2019 till 2020. En potentiell förklaring till en sådan utveckling kan vara att aktieägare i målföretag under oroliga finansiella perioder i lägre utsträckning är beredda att vara flexibla i prissättningen (Magnanelli et al., 2022).

Broadstock et al. (2021) undersöker en annan aspekt av pandemin, mer specifikt hur ESG-prestationer har förändrats under pandemin. I studien granskas relationen mellan aktieavkastningen på den kinesiska aktiemarknaden och ESG-betyg år 2020. Resultatet tyder på positiv signifikans mellan kortsiktig aktieavkastning och ESG-betyg under Covid-19. Författarna menar att en anledning till detta är att investerare ser höga ESG-betyg som en indikation på förväntade framtida avkastningar, vilket speciellt uppenbarar sig under kristider (Broadstock et al., 2021). En annan studie fokuserar istället på att studera om Covid-19 förändrat sambandet mellan ESG och värdeskapande från M&A. Resultatet visar att det förvärvande bolagets ESG-prestation påverkar bolagets vinst negativt. Däremot visar studien att förvärvande bolag förbättrar implementeringen av värdeskapande bolagsfusioner och förvärv under Covid-19. Till följd av ökade ekonomiska förluster i samband med utbrottet av pandemin, började bolag i allt större utsträckning genomföra miljömässigt hållbara och socialt hållbara investeringar, i ett försök att öka sin likviditet och bevara finansiell flexibilitet (Tampakoudis, et al, 2021).

## 2.4 Aktieägare- & intressentteori

Aktieägare- och intressentteori (shareholder & stakeholder theory) är två alternativa teorier som förespråkar motsatser. Aktieägarereori prioriterar låga kostnader för att gynna aktieägarna, medan intressentteori fokuserar på maximering av intressenternas värde (Freeman et al., 2010; Friedman 1970). Nedan presenteras båda teorierna kopplat till ESG för att underlätta förståelsen för i vilken utsträckning intressenter gynnas av ett företags ESG-arbete.

Friedman (1970) betonar att näringslivet enbart handlar om att långsiktigt maximera vinsten för aktieägare. Vidare menar författaren att ett företag inte kan ta ansvar för hållbarhet/social hållbarhet, utan individer med beslutanderätt inom organisationen är de som kan vara ansvariga över liknande aktiviteter. Däremot är fokus på detta inte önskvärt eftersom de tillkommande kostnader som gynnar andra intressenter uppkommer på bekostnad av aktieägarna. Det innebär att aktiviteterna inte betraktas som en investering utan enbart ökade utgifter som inte resulterar i ökad avkastning. Följaktligen betyder detta att det är fördelaktigt (konkurrensfördel) för företag att inte spendera pengar på aktiviteter som gynnar det sociala ansvaret (Friedman, 1970) och därmed ESG-betyget. Istället bör företag använda dessa resurser för att maximera sin avkastning till dess aktieägare (ibid).

I kontrast till det traditionella perspektivet ovan presenterar Freeman år 1984 intressentteorin som beaktar fler intressenter än aktieägarna. Teorin tar inte bara hänsyn till aktieägarna utan förespråkar att företag har ett större ansvar. Aktiviteter i intressenternas intresse utesluter inte ekonomisk vinst utan kan på lång sikt öka företagets lönsamhet och därigenom aktieägarnas förmögenhet. Ett fokus på att tillgodose och balansera samtliga intressenters intresse är av vikt. Intressenter kan innefatta investerare, leverantörer, anställda, regeringar, samhället m.m. (Freeman et al., 2010). Intressentorientering, vilket innebär företags förmåga att tillgodose intressenternas krav (exempelvis engagemang i hållbarhet), är en viktig aspekt för långsiktig prestation inom teorin. Följande perspektiv kan kopplas till ESG och ESG-betyg då syftet med ämnet är att bedöma hur väl företag tar hänsyn till många av dessa intressenter. Att bedöma vilka intressenter som har inflytande i företaget blir avgörande eftersom intressenterna kan ha skilda krav (Ferrel et al., 2018).

Aktieägare- och intressentteori kan användas för att förklara de varierande resultaten från den befintliga forskningen som tidigare presenterats som studerar relationen mellan budpremier och ESG-prestation. Friedmans synsätt fastställer att aktiviteter kopplat till hållbarhet leder till minskat värde för aktieägarna i form av att budpremier påverkas negativt av målbolagets ESG-prestation. Medan den forskning som finner ett positivt samband mellan budpremier och målbolagets ESG-prestation istället motsätter sig Friedmans syn och därmed står bakom Freeman och pekar på att ESG-prestation resulterar i ökat värde för aktieägare.

## 2.5 Hypotes

För att besvara studiens frågeställning med tillhörande syfte har hypoteserna nedan formulerats. Hypoteserna grundar sig i befintlig forskning som presenterats som styrker ett samband mellan prestation i ESG-relaterade områden och budpremier vid förvärv (Gomes & Marsat, 2018; Qiao & Wu, 2019; Hussaini et al., 2021; Maung et al., 2020; Jost et al., 2022). Både intressent- och aktieägareteori kan appliceras på hypoteserna beroende på i vilken riktning effekterna kan ses. Studien studerar de fyra ESG-måtten: E-, S-, G- och ESG-betyg för att möjliggöra upptäckt av eventuella skillnader i effekter mellan de olika delarna av det totala betyget, samt för att lättare kunna jämföra resultaten från den aktuella tidsperioden med resultaten från tidigare forskning som studerat specifika pelarbetyg under andra tidsperioder. Att inkludera pelarbetygen i separata hypoteser har även gjorts för att pelarbetygen är utformade som relativa prestationer och relateras till olika aspekter, E- och S-betygen beror på branschprestation medan G-betyget relateras till inkorporeringsland. Den tidigare forskningen indikerar att land och institutionella faktorer har effekt på resultatet (Jost et al., 2022; Qiao & Wu, 2019).

**Hypotes 1** = Det finns ett signifikant samband mellan målföretagets ESG-betyg och budpremier vid förvärv.

**Hypotes 2a** = Det finns ett signifikant samband mellan E-betyg och budpremier vid förvärv.

**Hypotes 2b** = Det finns ett signifikant samband mellan S-betyg och budpremier vid förvärv.

**Hypotes 2c** = Det finns ett signifikant samband mellan G-betyg och budpremier vid förvärv.



### **3. DATA**

*I följande avsnitt kommer inledningsvis val av databas för finansiell data och ESG-data motiveras. Vidare kommer det att redogöras för de använda urvalskriterierna och det aktuella bortfallet för att få en inblick i det slutliga urvalet. Slutligen presenteras och definieras studiens variabler.*

#### **3.1 M&A-transaktioner**

LSEG Eikon, en världsledande databas inom finansmarknadsinfrastruktur, och dess funktion “deals screener” har använts för inhämtande av förvärvens budpremier samt övrig företagsspecifik information om målbolaget kopplat till kontrollvariablerna. Val av databas motiveras till följd av att LSEG Eikon tillhandahåller dess användare globala M&A-data för individuella transaktioner, omfattande marknadsanalyser och branschrankningar. LSEG Eikon erbjuder M&A-data från 1964 fram tills idag och omfattar 350 000 målföretag i USA och 750 000 målföretag i övriga länder. Datan hämtas från omfattande transaktionsinformation genom såväl affärsuppgörelser från globala banking- och legala underlag som annan efterforskning av företagets egna analytiker. Analytikerna studerar källor såsom företagets egna rapporter och uttalanden, media, prisavtal och regulatoriska dokument för att på så vis komplettera med relevant information (LSEG, u.å.a).

#### **3.2 ESG-mått**

Denna undersökning fokuserar på målföretagets ESG-prestation för att studera i vilken utsträckning förvärvande bolag är beredda att betala en viss premie beroende på hur högt eller lågt ESG-mått målföretaget besitter. Enbart förvärv där målföretaget har tillgängliga ESG-mått har därmed inkluderats i urvalet. Samtliga ESG-mått har liksom den finansiella datan inhämtats från LSEG Eikon. LSEG är en av de största verksamheterna för insamling av ESG-data med fler än 700 utbildade innehållsforskningsanalytiker som kontinuerligt behandlar ESG-information världen över (LSEG, 2023). Databasen har använts vid tidigare forskning inom området för olika delar av datainsamling (Gomes & Marsat, 2018; Jost et al., 2021; Hussaini et al. 2021). Eikons samtliga ESG-mått mäts utifrån en skala mellan 0-100 som vidare delas in i fyra kvartiler. Den första kvartilen är betyg mellan 0-25, vilka indikerar företag med

låg nivå av ESG-prestation och otillräcklig transparens i rapportering av ESG-data till offentligheten. I den andra kvartilen finns ESG-betyg mellan 25-50, vilket pekar på relativt tillfredsställande ESG-prestation och måttlig transparens i rapportering av ESG-data. ESG-betyg mellan 50-75 tillhör den tredje kvartilen och indikerar relativt bra ESG-prestation samt transparens i rapportering av ESG-data över genomsnittet. I den sista och fjärde kvartilen återfinns ESG-betyg mellan 75-100, kvartilen innefattar utmärkt relativ ESG-prestation samt hög grad av transparens i rapportering av ESG-data (LSEG, u.å.b).

### **3.3 Urval**

Urvalskriterierna som tillämpats har gjorts i enlighet med tidigare studier och i syfte att erhålla ett urval där tillräcklig information finns tillgänglig. Likt Jost et al. (2021) har förvärv med värde mindre än 1 miljon USD exkluderats, detta i syfte att öka tillgängligheten av offentlig finansiell och ESG-relaterad information. I likhet med Qiao & Wu (2019) har enbart börsnoterade företag inkluderats eftersom dessa företag avslöjar budpremien vid förvärv. Ett annat krav är att budgivaren avser att förvärva mer än 50%, i enlighet med bland annat Gomes & Marsat (2018) och Jost et al. (2021) samt för att säkerställa att förvärvaren övertar kontrollen över målbolaget. Att förvärvet ska vara avslutat som Hussaini et al. (2021) tillämpar är ytterligare ett urvalskriterium som även används i denna studie med förhoppning att likt tidigare kriterier resultera i mer tillgänglig information. Datan har även filtreras utifrån studiens aktuella tidsperiod. Härfter följer en sammanställning av samtliga filter som applicerats för förvärvsdatan och finansiell data.

## Urval

**Transaktionstyp:** M&A

**Rank Value inc. net debt of target:**  $\geq 1$  miljon USD

Målföretaget är **publikt**.

Budgivaren avser **förvärva**:  $> 50\%$

**Förvärvs status:** genomfört

**Tidpunkt för tillkännagivande av förvärvet:** 1 januari 2015–31 december 2023

### 3.4 Bortfall

Ovanstående urvalskriterier resulterade i ett första urval på 8965 internationella förvärv mellan 2015-2023. Vidare har de transaktioner vars budpremie saknats eliminerats, då kvarstod 7475 förvärv. Därefter har ESG-måtten (om tillgängliga) inhämtats för perioden 2014-2022 och vidare matchas med förvärvens målföretag i Microsoft Excel. Anledningen till att datan som inhämtades inkluderar 2014 är till följd av att premiedatan matchas med ESG-mått från ett år före tillkännagivandet av förvärvet. ESG-mått ett år före förvärvet används för att säkerställa att målbolaget inte förbättrat måtten i samband med förvärvets tillkännagivande för att betraktas som ett mer attraktivt företag att förvärva. Tillvägagångssättet används med andra ord för att eliminera risken att tillkännagivandet av förvärvet påverkat ESG-måtten. Matchningen reducerade urvalet till 202 förvärv. Slutligen exkluderades även de förvärv som saknade korrekt finansiell information kopplat till samtliga kontrollvariabler, efter detta kvarstod 128 förvärv.

<i>Steg</i>	<i>Antal kvar i totalt urval</i>
<i>Initialt</i>	8965
<i>Eliminering av transaktioner med avsaknad av budpremie</i>	7475
<i>Eliminering av transaktioner med avsaknad av ESG-betyg, E-betyg, S-betyg eller G-betyg</i>	202
<i>Eliminering av transaktioner med avsaknad av kontrollvariabler</i>	128

## 3.5 Definition av variabler

### 3.5.1 Beroende variabel

Budpremien är studiens beroende variabel. Variabeln beräknas genom att sätta premien på erbjudandepriiset i relation till stängningskursen fyra veckor före ursprungligt tillkännagivande av förvärvet och multipliceras med 100 för att uttryckas i procent. Valet att utgå ifrån aktiekursen fyra veckor före tillkännagivandedatum följer tidigare studiers tillvägagångssätt och används i syfte att minimera effekter av eventuella rykten och liknande (Qiao & Wu, 2019; Jost et al., 2021; Hussaini et al., 2021). Reuer et al. (2012) menar att fyra veckor är lämpligt eftersom tidsfördröjningen varken påverkas av tillkännagivandet, läckage av information strax innan informationen blivit offentlig eller resulterar i värdeavvikelse kopplad till att det är för långt bort i tiden.

### 3.5.2 Oberoende variabler

Det kombinerade ESG-betyget samt de tre pelarkategorier ESG-måtten är tillsammans med kontrollvariablerna oberoende variabler i studien. De fyra ESG-måtten testas i separata modeller kopplade till respektive hypotes. Val av kontrollvariabler grundar sig i och inspireras av tidigare forskning kring vad som visat sig påverka budpremier historiskt med några skillnader för att ta hänsyn till datatillgänglighet. Att säkerställa relevanta kontrollvariabler är avgörande i regressionsanalys för att mildra effekten av omitted variable bias (utelämningsvariabelförvrängning). Omitted variable bias uppstår när en utelämnad variabel i en regressionsanalys korrelerar med den förklarande variabeln samt påverkar den beroende variabeln och kan resultera i felaktiga slutsatser (Stock & Watson, 2020). Det är därför

avgörande att regressionen tar hänsyn till fler variabler än ESG eftersom det är sannolikt att även andra variabler har påverkan på premier. Därmed används en kombination av företags- och förvärvsspecifika variabler för att utvinna dess effekt på budpremien. Nedan redogörs för vardera variabel med tillhörande definition, motivering och förväntad signifikans. Den förväntade signifikansen grundar sig i forskning som presenterats löpande rörande budpremiens drivkrafter. Gemensamt för samtliga kontrollvariabler är att datan utgår från målbolaget och är från ett år före offentliggörandet av förvärvet (med undantag för tillväxttakten), vilket följer tidigare studier och säkerställer att data inte påverkas av tillkännagivandet av förvärvet.

### **3.5.2.1 Företagsspecifika kontrollvariabler**

#### **Storlek**

Målbolagets storlek är en vanligt förekommande faktor till budpremiens drivkraft bland tidigare studier. Comment och Schwert (1995) och Dionne et al. (2015) är exempel på studier som finner ett samband mellan den absoluta storleken på målbolaget och premier och förklarar sambandet med teori om integrationskostnader. Större företag (målbolag) tenderar att ha högre integrationskostnader och svårigheter att förverkliga synergier vilket bör resultera i lägre premie för det förvärvande företaget. Dessutom råder vanligtvis mindre informationsasymmetri för större företag, vilket minskar risken för bolaget att bli undervärderad (Draper & Paudyal, 2008). Målbolagets storlek används i likhet med Gomes & Marsats (2018) studie. Storleken beräknas genom den naturliga logaritmen för de totala tillgångarna. Med hänsyn till tidigare studier förväntas negativ signifikans (Comment & Schwert, 1995; Dionne, 2015; Draper & Paudyal, 2008).

#### **Avkastning på eget kapital ("ROE")**

Ayers et al. (2003) konstaterar att målbolagets ROE har ett positivt statistiskt signifikant samband med budpremier. Liknande Jost et al. (2021) och Gomes & Marsat (2018) inkluderas ROE som kontrollvariabel. Faktorn kan dels motivera högre premier genom högre vinster och dels minskade premier kopplat till minskade potentiella vinster (Gomes & Marsat, 2018),

därmed tycks effekten vara tvetydig. ROE uttrycks i procent och beräknas genom att dividera nettoresultat med totalt eget kapital.

### **Kapitalinvesteringar ("CapEx")**

CapEx är ytterligare en faktor Gomes & Marsat (2018) tar hänsyn till eftersom höga CapEx kan tyda på mer realiserbara synergier och påverka premier, dock är effekten tvetydig (Gomes & Marsat, 2018). CapEx beräknas genom att dividera investeringskostnaderna med de totala tillgångar för samma period.

### **Likviditet**

Gomes & Marsat (2018) samt Ayers et al. (2003) menar att likviditeten hos målföretaget kan påverka premier eftersom det är ett mått som informerar om företagets finansiella position. Likviditeten definieras som förhållandet mellan omsättningstillgångar och de kortfristiga skulderna hos målbolaget. Med utgångspunkt i den tidigare forskning kan det konstateras att variabeln förväntas påverka, men i vilken riktning är tvetydigt.

### **Tillväxttakt**

Nettoförsäljningstillväxten är ytterligare en faktor som kan ge indikation på hur företag presterar. Dionne et al. (2015) framför att dålig tillväxttakt hos målbolag kan hindra företagets förhandlingsförmåga och att det därmed är ett positivt samband mellan försäljningstillväxt och budpremier. I kontrast till detta framförs även den motsatta effekten där ett negativt samband kan tänkas uppstå eftersom sämre försäljningstillväxt kan tyda på ökad möjlighet till vinst genom att utvinna synergivinster samt förändra och ersätta ineffektiva strukturer (Dionne et al. 2015). Med utgångspunkt i denna forskning förväntas variabeln påverka, däremot är förväntad signifikans tvetydig. Tillväxttakten används i likhet med Gomes and Marsat (2018) och mäter tillväxt genom den genomsnittliga nettoförsäljningstillväxttakten under de tre åren före tillkännagivandet av affären.

### **3.5.2.2 Förvärvsspecifika dummyvariabler**

#### **Kontantaffär**

Forskning visar att förvärvstransaktionens finansiering: kontant, aktier eller en kombination, har effekt på priset (Ayers et al., 2003.). Kontantbetalning resulterar i högre premier än när förvärvet betalas enbart med aktier eller en kombination av aktier och kontanter (Comment & Schwert, 1995), vilket kan kopplas till de högre kostnaderna för målbolagets aktieägare på grund av högre kapitalvinstskatt för kontanter (Ayers et al. 2003). Förvärv med 100% kontant betalningsmedel tilldelas därför 1 och resterande förvärv 0. Majoriteten av de förvärv som tilldelats 0 har betalats med aktier, enbart sju förvärv har finansierats med en kombination av aktier och kontanter.

#### **Gränsöverskridande**

Med utgångspunkt i tidigare presenterad forskning kring informationsasymmetri är det intressant att ta hänsyn till om förvärven är gränsöverskridande eller ej. Gränsöverskridande affärer innebär nämligen högre osäkerhet och risk (Mantecon, 2009), vilket även då bör motsvaras av minskad kännedom på marknaden och högre premier. Samtidigt ökar möjligheterna att kunna erhålla värdefull kunskap och förmågor vid gränsöverskridande affärer (Shimizu et al. 2004), vilket tyder på ökade möjligheter till synergier (Lim et al. 2018). Den gränsöverskridande dummyvariabeln grundar sig även i Gomes & Marsats (2018) studie och observationer kring att den sociala aspekten enbart värderas i gränsöverskridande affärer då denna aspekt betraktas vara avgörande för att minska informationsasymmetri och risk. Gränsöverskridande förvärv (om målföretag och det förvärvande företaget kommer ifrån olika länder enligt LSEGs klassificering) antar värdet 1 och resterande 0. Variabeln antas ha effekt, dock tvetydig.

#### **Horisontell**

Branschtillhörighet är en faktor att ta hänsyn till likt Gomes & Marsat (2018). Författarna påstår att branschöverskridande affärer kan förväntas påverka premien genom dess effekt på förhandlingsstyrka och potentiella uppköpssynergier. Horisontella förvärv verkar därmed på

grund av dessa effekter leda till högre budpremier (Gomes & Marsat, 2018). En dummyvariabel på 1 tilldelas horisontella förvärv, vilket innebär förvärv där de inblandade parterna tillhör samma makrobransch. Vertikala förvärv tilldelas 0.

### **Covid-19**

Till skillnad från tidigare valda kontroll- och dummyvariabler återfinns inte en dummyvariabel för Covid-19 i den tidigare forskningen kring ESG och förvärv, rimligtvis eftersom de inte studerar en tidsperiod som innefattar pandemin. Däremot finns det forskning som påvisar att pandemin har haft effekt på såväl M&A-marknaden som ESG-prestation. Därför tar denna studie hänsyn till detta genom att inkludera en dummyvariabel där förvärv mellan perioden 2015-2019 tilldelas 0 och förvärv under perioden 2020-2023 tilldelas 1. De första fallen av Covid-19 rapporterades i Kina i december 2019, läget förvärrades och pandemin spreds världen över under 2020. I maj 2023 avslutades det akuta läget då världshälsoorganisationen WHO gjorde bedömningen att Covid-19 inte längre klassificeras som ett internationellt hot mot människors hälsa (Folkhälsomyndigheten, 2023). Valet av uppdelning är gjort för att särskilja de förvärv som genomförts innan pandemin spred sig i världen och den period som efterföljer med pandemin samt månader som mest troligt påverkats av det osäkra omvärldsläge som pandemin medfört.



### 3.5.3 Sammanfattning variabler

<i>Beroende variabel</i>	<i>Förkortning</i>	<i>Beskrivning</i>	
<i>Förvärvspremie</i>	Premie	Premien på erbjudandepriset i relation till stängningskursen fyra veckor före ursprungligt tillkännagivande av förvärvet, uttryckt i procent.	
<b><i>ESG-variabler</i></b>	<i>Förkortning</i>	<i>Beskrivning</i>	
<i>ESG-betyg</i>	ESG	Målbolagets ESG-betyg	+/-
<i>Miljö-betyg</i>	E-betyg	Målbolagets miljö-betyg	+/-
<i>Socialt-betyg</i>	S-betyg	Målbolagets sociala-betyg	+/-
<i>Bolagsstyrnings-betyg</i>	G-betyg	Målbolagets bolagsstyrnings-betyg	+/-
<b><i>Kontrollvariabler</i></b>	<i>Förkortning</i>	<i>Beskrivning</i>	<i>Förväntad signifikans</i>
<i>Storlek</i>	Stl	Naturliga logaritmen för de totala tillgångarna.	-
<i>Avkastning på eget kapital</i>	ROE	Nettoresultat dividerat med totalt eget kapital	+/-
<i>Kapitalinvesteringar</i>	CapEx	Investeringar dividerat med totala tillgångar.	+/-
<i>Tillväxttakt</i>	Tillväxt	Nettoförsäljningstillväxttakten under de tre åren före tillkännagivandet av affären.	+/-
<i>Likviditet</i>	Lik	Omsättningstillgångar dividerat med kortfristiga skulder.	+/-
<i>Kontantaffär</i>	Kont	Dummyvariabel för förvärv som betalats 100% kontant.	+
<i>Gränsöverskridande</i>	Gräns	Dummyvariabel för gränsöverskridande förvärv.	+/-
<i>Horisontell</i>	Horis	Dummyvariabel för förvärv inom samma bransch.	+
<i>Covid-19</i>		Dummyvariabel för förvärv innan och efter Covid-19-pandemin.	+/-

Tabell 3: I denna tabell sammanställs studiens variabler och sorteras i tre kategorier; beroende variabel, ESG-variabler och kontrollvariabler. Samtliga variabler tilldelats en förkortning samt dess förväntade signifikans.

## 3.6 Översikt urval

### 3.6.1 Bransch

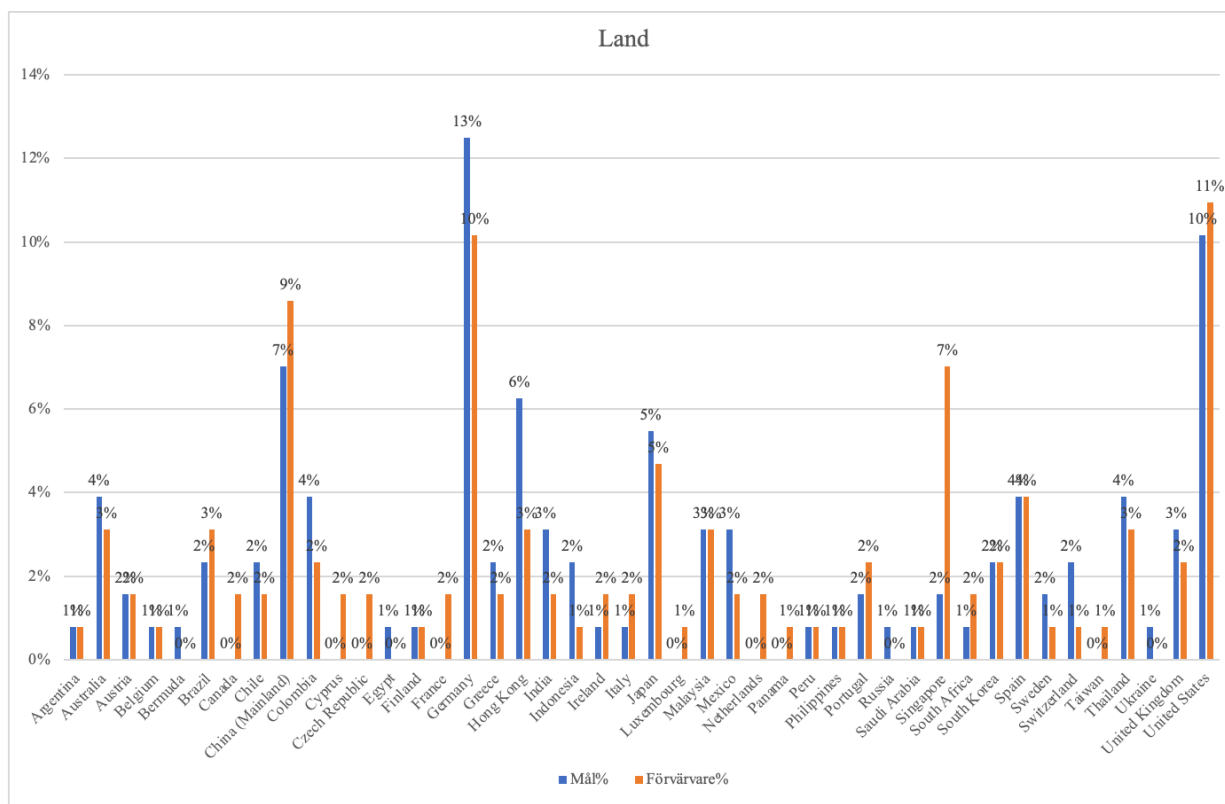
<i>Bransch</i>	<i>Mål</i>	<i>Mål %</i>	<i>Förvärvare</i>	<i>Förvärvare %</i>
<i>Consumer Staples</i>	9	7,03%	5	3,91%
<i>Energy and Power</i>	20	15,63%	14	10,94%
<i>Financials</i>	2	1,56%	55	42,97%
<i>Materials</i>	14	10,94%	7	5,47%
<i>Consumer Products and Services</i>	6	4,69%	7	5,47%
<i>Telecommunications</i>	10	7,81%	6	4,69%
<i>High Technology</i>	12	9,38%	6	4,69%
<i>Media and Entertainment</i>	3	2,34%	3	2,34%
<i>Retail</i>	10	7,81%	3	2,34%
<i>Industrials</i>	29	22,66%	12	9,38%
<i>Real Estate</i>	8	6,25%	6	4,69%
<i>Healthcare</i>	5	3,91%	3	2,34%
<i>Government and Agencies</i>	0	0,00%	1	0,78%
<b><i>Totalt</i></b>	<b>128</b>	<b>100,00%</b>	<b>128</b>	<b>100,00%</b>

Tabell 4: I denna tabell summeras urvalets branschfördelning utifrån LSEGS makro-branschindelning. Antal och den procentuella andelen målföretag och förvärvande företag presenteras.

41% av förvärven är horisontella och resterande 59% vertikala. Bland målföretagen är fördelningen relativt jämn där industrisektorn, energi och kraft samt materialsektorn är de största branscherna. Den största branschgruppen bland de förvärvande företagen är finansiella företag. Det är viktigt att poängtera att en del studier kring M&A utesluter denna grupp med grund i Fama & French (1992) som menar att finansiella företag skiljer sig från resterande gällande egenskaper och mått som kan ha annan innebörd i relation till övriga branscher. Denna studie följer däremot Jost et al. (2022) val av att inkludera branschen och redogör för de eventuella effekterna genom att inkludera flertalet kontrollvariabler. Dessutom är det en väldigt

liten andel, 1,56%, av målbolagen som tillhör branschen. Eftersom samtliga oberoende variabler mäter målbolaget påverkas inte resultatet av att förvärvarna tillhör den finansiella branschen och därmed kan ha avvikande finansiella mått som kräver annorlunda tolkning. Energi och kraft samt industri är de näst största kategorierna bland de förvärvande företagen och bland de resterande branscherna är fördelningen relativt jämn.

### 3.6.2 Land



Tabell 5: Ovan presenteras urvalets geografiska fördelning kategoriserat utifrån parternas landstillhörighet. Landstillhörighet baseras på LSEGS nationsklassificering, vilket innebär att det land där parternas huvudkontor är beläget avgör landstillhörigheten.

De gränsöverskridande förvärven uppgick till 42% och i 58% av förvärven kommer målbolaget och förvärvaren från samma land. Det kan noteras att fördelningen mellan länder är relativt lik för målbolagen och de förvärvande bolag. Tyskland, USA och Kina är de länder flest mål- och förvärvande bolag tillhör. Länderna skiljer sig relativt mycket från varandra vad gäller institutionella faktorer såsom geografiskt avstånd och kulturella skillnader, vilket bör resultera i

ett nyanserat urval. Som tidigare påpekats i den befintliga forskningen påverkar institutionell miljö ESG:s effekt på budpremien (Qiao & Wu, 2019).

### 3.6.3 Tid

<i>År</i>	<i>Antal förvärv</i>	<i>Andel %</i>	<i>Medel ESG</i>	<i>Medel E</i>	<i>Medel S</i>	<i>Medel G</i>
2023	29	22,66%	43,82	36,38	46,41	46,86
2022	12	9,38%	35,82	39,12	33,17	35,07
2021	29	22,66%	46,94	42,36	49,34	48,26
2020	13	10,26%	46,98	40,32	56,82	51,89
2019	17	13,28%	51,46	44,88	50,84	57,54
2018	8	6,25%	60,76	59,64	66,67	53,00
2017	7	5,47%	49,00	48,92	48,37	54,24
2016	6	4,69%	60,76	60,98	62,98	56,73
2015	7	5,74%	49,00	41,42	49,04	57,39
<b>Totalt</b>	<b>128</b>	<b>100,00%</b>	<b>47,86</b>	<b>43,09</b>	<b>49,77</b>	<b>49,83</b>

Tabell 6: I denna tabell presenteras antal förvärv per år och motsvarande andel av antalet förvärv under hela tidsperioden. Vidare har det genomsnittliga ESG-, E-, S- och G-betyget per år beräknats och redovisats i samma tabell.

Majoriteten av förvärven har genomförts nyligen, vilket kan bero på gynnsamma förutsättningar på marknaden. Mest troligt är dock att det kan kopplas till utvecklingen med ökad ESG-rapportering de senaste åren, vilket också kan förklara varför ett minskat antal förvärv under Covid-perioden som tidigare forskning noterat inte återspeglas i urvalet. Tabellen visar även hur de olika ESG-måtten utvecklats över tidsperioden. De fyra ESG-måtten har ett lägre genomsnitt 2020-2023 än 2015-2019, för ESG-betyget är medelvärdet mellan 2020-2023 44,72% och 53,64% år 2015-2019.

### 3.6.4 Deskriptiv statistik

<i>Statistik</i>	<i>N</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Median</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>SD</i>	<i>Skevhet</i>	<i>Kurtosis</i>
<i>Premie</i>	128	17.30797	13.96	-65.16	127.69	41.26194	.7147189	4.563283
<i>ESG</i>	128	47.85654	49.17842	4.577664	95.18493	19.17848	-.0899628	2.255115
<i>E</i>	128	43.09025	45.44108	.2319109	98.45422	24.46354	.0516751	2.084982
<i>S</i>	128	49.77027	48.0085	.6648609	96.48684	23.58169	-.1067865	2.069344
<i>G</i>	128	49.82638	49.24382	6.833992	92.70778	21.09657	.0704281	2.114608
<i>Stl</i>	128	8.129103	8.17554	4.468392	11.86679	1.59005	-.1130748	2.939311
<i>ROE</i>	128	4.658328	7.005	-42.219	31.783	17.37924	-1.009967	4.093189
<i>CapEx</i>	128	.0419241	.0308712	.0004302	.1462136	.0374735	1.487951	4.746894
<i>Tillväxt</i>	128	5.241313	5.76	-30.633	44.091	17.2197	-.9306196	1.866053
<i>Lik</i>	128	1.493904	1.268347	.4085391	4.115667	.929543	.995102	10.48585
<i>Kont</i>	128	.7109375	1	0	1	.4551083	-.9306196	1.866053
<i>Gräns</i>	128	.421875	0	0	1	.4957993	.316386	1.1001
<i>Horis</i>	128	.40625	0	0	1	.4930621	.3817709	1.145749
<i>Covid-19</i>	128	.6484375	1	0	1	.4793342	-.6217822	1.386613

Tabell 7: I tabellen presenteras den deskriptiva statistiken för det slutliga urvalet efter transformering. Den deskriptiva statistiken inkluderar antal observationer, medelvärde, median, minimum, maximum, standardavvikelse, skevhet och kurtosis.

Den deskriptiva statistiken för det slutliga urvalet om 128 förvärv med tillgängliga ESG-mått samt finansiell information under perioden 2015-2023 framgår ovan. Extremvärden har identifierats genom att studera variablernas skevhet och kurtosis. Även stora variationer i minimum- och maximumvärde samt standardavvikelsen förekommer för en del variabler vid beaktande av icke transformerade variabler (se appendix tabell 1). Premien, ROE, storlek, likviditet och tillväxten är samtliga variabler vars min- och maxvärden skiljer sig markant från medelvärdet, därför har värdena transformerats. Efter att samtliga variabler förutom ESG-måtten och dummyvariablerna transformerats är medelvärdet och medianvärdet relativt lika, vilket innebär att dessa extrema värden inte är ett problem för vidare analys. Samtliga kontrollvariabler (utom storlek) samt budpremien har transformerats genom winsorizing där de första och sista 5% av urvalet ersätts med nästkommande värde. För variabeln "storlek" har den naturliga logaritmen använts för att undvika skev fördelning. Vidare resonemang kring den deskriptiva statistiken kommer att utgå ifrån de transformerade variablerna vilka samtliga återfinns i tabell 7. Diskussionen kommer fokusera på de variabler som skiljer sig avsevärt från

tidigare forskning och inte tidigare har berörts samt de eventuella bakomliggande orsakerna till skillnaderna.

Budpremien har ett medelvärde på 17,31% och standardavvikelse på 41,26%, vilket skiljer sig något från de befintliga studierna som introduceras i avsnitt två. Under perioden 2015-2019 har budpremien ett medelvärde på 8,29%. Däremot ökar värdet under 2020-2023 till 48,40%. Budpremien i befintliga studier har ett medelvärde runt 32-45% och standardavvikelse omkring 27-42% (Gomes & Marsat, 2018; Hussaini et al., 2021; Jost et al., 2022). Qiao & Wu (2019) får likt denna studie resultat utanför detta spann med ett medelvärde på 20,9% och standardavvikelse på 72,8%. Att statistiken skiljer sig åt kan möjligen kopplas till olika faktorer, bl.a. att denna studie studerar en tidsperiod inkluderande en krisperiod (Covid-19) som den tidigare forskningen inte inkluderar. Det finns även olika sätt att beräkna budpremien på där tidpunkten för målbolagets marknadsvärde före förvärvet kan resultera i olika beräkningar för budpremien och därmed olika medelvärden.

ROE, tillväxt och likviditet är de kontrollvariabler som skiljer sig mest från tidigare forskning. ROE har ett medelvärde på 4,66% med en standardavvikelse på 17,37%. Den genomsnittliga tillväxtens medelvärde är 5,24% med 17,22% standardavvikelse. Vidare har likviditeten i uppsatsen ett genomsnittligt värde på 1,49% och en standardavvikelse på 0,93%. Denna uppsats medelvärde för ROE är lägre än tidigare forskning (Jost et al., 2022; Gomes & Marsat, 2018). Även tillväxten är lägre än Hussaini et al. (2021) vars urval har en genomsnittlig tillväxt motsvarande 18% med 48% standardavvikelse samt Gomes & Marsat (2018) vars medelvärde för tillväxt är 15% och standardavvikelsen 29%. Likviditeten är även lägre i jämförelse med tidigare forskning från Gomes & Marsat (2018) (genomsnittliga likviditeten 2,34% med en standardavvikelse på 3,86%). Möjliga förklaringar till att måtten är lägre kan vara den ansträngda ekonomin under pandemin och finansiella effekter såsom stigande räntor, inflation, krig, etc. Såväl Jost et al. (2022) som Gomes & Marsat (2018) studerar en längre tidsperiod där ekonomiska effekter från andra kriser inte utgör en lika stor del av urvalet, dessutom studerar de perioder som inte innefattar pandemin Covid-19. Detta kan förklara en lägre ROE och tillväxt i jämförelse med år med högkonjunktur vilket den tidigare forskningen inkluderar. En potentiell förklaring till detta urvals låga likviditet kan vara att det är ett genomsnitt mellan flera olika branscher och likviditetsbehovet kan skilja sig mycket mellan branscher (Nordea, u.å.).

## **4. METOD**

*I det följande avsnittet presenteras studiens metodologi i form av forskningsansats, val av teori, metoddiskussion som behandlar reliabilitet och validitet samt OLS-regression. Löpande redogörs även för resultaten från olika tester som genomförts kopplat till de antaganden som bör vara uppfyllda vid användandet av OLS-regression. Testresultaten återfinns i appendix.*

### **4.1 Forskningsansats**

Studien tillämpar en deduktiv ansats då den bygger på hypoteser rörande signifikans mellan ESG-mått och budpremier och hypoteserna testas sedan baserat på de empiriska resultaten (Bryman & Bell, 2017). Studiens teoretiska ramverk vägleder formulerandet av hypoteser och datainsamlingen från LSEG Eikon. Vidare analyseras datan genom regressionsanalyser genomförda i programmet Stata för att identifiera om signifikans finns för att därefter bekräfta eller förkasta hypoteserna. Avslutningsvis innehåller studien diskussion av resultatet med återkoppling till vald teori. Baserat på att denna studie grundar sig i en deduktiv ansats där datainsamlingen bygger på en kvantifierbar metod som sedan mynnar ut i en prövning av hypoteserna är den kvantitativa forskningsmetoden mest lämplig (Bryman & Bell, 2017). Ytterligare en orsak till varför denna forskningsmetod är lämpad för studien är då forskningsmetoden bygger på statistisk generaliserbar data snarare än att beskriva en kontext samt orsakerna och faktorerna som ligger till grund för ett specifikt resultat (Skolverket, 2023).

### **4.2 Metoddiskussion**

#### **4.2.1 Reliabilitet**

Reliabilitet är ett begrepp som speglar hur pålitligt och trovärdigt ett resultat är. Graden av pålitlighet bygger på att studien ska kunna återskapas av andra författare och nå samma slutsatser och resultat. En del av reliabilitetsbegreppet omfattas av stabilitet, vilket är en tidsmässig aspekt, om huruvida ett resultat eller mått är stabilt nog att vara konstant över tid (Bryman & Bell, 2017). En aspekt som kan påverka stabiliteten av studiens resultat är att LSEG Eikon uppdaterar tillgänglig ESG-data löpande vilket innebär att fler ESG-mått för företag som tidigare inte funnits i databasen kan bli tillgängliga (LSEG, u.å.b). Denna typ av retroaktiva

ändringar kan påverka studiens empiri och således resultatet om studien skulle göras om i framtiden, vilket skulle ha en effekt på studiens replikerbarhet. En annan faktor som kan påverka studiens stabilitet är hur man väljer att definiera ESG-prestation samt vilka delar av ESG-begreppet man väljer att ta i beaktning. För att uppnå reliabilitet beskrivs därför studiens tillvägagångssätt noggrant. Den finansiella datan och förvärvsdatan har även kontrollerats genom stickprov för att säkerställa tillförlitlighet vid användning av sekundärdata.

#### **4.2.2 Validitet**

Validitet avser att förklara en viss mätningens relevans samt huruvida de slutsatser som konstaterats är sammanlänkade. Det finns olika typer av validitet, relevant för denna studie att ta i beaktning är, begreppsvaliditet, intern validitet samt extern validitet (Bryman & Bell, 2017). Begreppsvaliditet kan förklaras som en strävan att formulera en mätbar aspekt av ett begrepp (Bryman & Bell, 2017). En aspekt som kan påverka begreppsvaliditeten är således hur mätning av ESG-mått varierar mellan olika leverantörer. I en studie där man undersökte hur ett bolags sociala och finansiella resultat påverkades av ESG-mått, hämtades ESG-datan från tre stora leverantörer som tillhandahåller ESG-data. Resultatet man fann pekade på att ESG-datan varierar mellan olika aktörer (Dorfleitner & Halbritter, 2015). Likheten mellan leverantörernas totala ESG-betyg var störst mellan ASSET4, vilket ingår i Eikons databas, och Bloomberg, däremot skilde sig pelarkategorierna något. Man fann en positiv korrelation mellan ASSET4 och Bloomborgs pelarkategorier med värden mellan 0,47 och 0,60. Den tredje aktörens (KLD) data skilde sig något mer, utmärkande var att E-betyget mellan ASSET4 och KLD hade en mycket liten koppling (Dorfleitner, Halbritter, Nguyen, 2015). Dessa studiers resultat tyder på att denna uppsats hade fått andra resultat om en annan leverantör av ESG-mått använts, vilket påverkar denna studiens validitet negativt.

Vidare är intern validitet en term som beskriver om eventuella kausala samband är varaktiga samt om det faktiskt förklarar sambandet mellan de beroende och oberoende variablerna (Bryman & Bell, 2017). Vad detta innebär för denna studien är att testa huruvida resultaten beror på relationen mellan ESG-mått och budpremien eller om kausaliteten beror på andra variabler. För att öka studiens trovärdighet har därför flertalet kontrollvariabler inkluderats med förhoppning att det bidrar till en klarare bild av vilka faktorer som påverkar den beroende



variabeln. Dessutom utgår variablerna från en period innan förvärvet för att säkerställa att förvärvet inte påverkat siffrorna.

Extern validitet handlar om huruvida resultaten är generaliserbara för urvalsunderlaget (Bryman & Bell, 2017). Eftersom många företag har filterats bort på grund av icke tillgängliga ESG-mått kan generaliserbarheten påverkas. Vanligtvis tilldelas större företag ESG-betyg (studiens urvalskriterier har även filterat bort mindre bolag för att öka tillgängligheten av ESG-mått) då de har mer självrapporterade ESG-data tillgängligt, vilket gör att de mindre bolagen inte representeras i urvalet, vilket vidare gör att resultatet möjligtvis inte kan generaliseras för hela populationen.

### 4.3 OLS-regression

För att besvara hypoteserna har Ordinary-Least-Square (OLS) regressioner använts. En regressionsanalys beskriver hur en beroende variabel rör sig i förhållande till en eller flera oberoende variabler (Brooks, 2019), d.v.s. förhållandet mellan budpremien, ESG-måtten och kontrollvariablerna. Fyra modeller har använts kopplat till de olika hypoteserna, ESG-måtten skiljer regressionerna åt. För att knyta den insamlade datan till regressionens linjer används OLS-regression vilket innebär att man tar varje punkts vertikala avstånd till regressionslinjen, kvadrerar det och subtraherar summan från kvadraternas area (Brooks, 2019). Valet av metod grundar sig i dess lämplighet samt följer den befintliga forskningens tillvägagångssätt (Gomes & Marsat, 2019; Jost et al. 2022).

Den beroende variabeln i OLS-ekvationer beskrivs med " $Y_i$ ", vilket är synonymt med budpremien i samtliga regressioner i denna studie. Beta ( $\beta$ ) förklarar interceptet på y-axeln, d.v.s. punkten där den skattade regressionslinjen skär y-axeln. Vidare beskriver resterande beta lutningen, det vill säga regressionskoefficienter och förklarar hur respektive oberoende variabel ( $x$ ) påverkar den beroende variabeln ( $Y_i$ ) (Brooks, 2019). OLS-ekvationen varierar mellan de olika regressionerna, beroende på vilket ESG-mått som studeras. För det kombinerade ESG-betyget gäller ( $\beta_1 MESH$ ), termen MESH beskriver målföretagets ESG-betyg ett år före förvärvets tillkännagivande. Vidare ingår kontrollvariablerna i regressionerna, vilka är

desamma i samtliga regressioner och summeras genom följande term ( $\beta \psi$ ). De är i majoriteten av fallen likt ESG-måtten från ett år innan förvärvet blivit offentlig. En interaktiv variabel ( $MESG * Covid$ ) inkluderas för att fånga eventuell förändrad effekt kopplad till pandemin Covid-19, variabeln varierar i de olika regressionerna beroende på vilket ESG-mått som beaktas. Den sista delen av ekvationen beskriver feltermen ( $u_i$ ) vars syfte är att öka modellens trovärdighet genom att beakta yttre omständigheter som kan påverka den beroende variabeln men även för att ta de obesvarade variabler i beaktning (ibid). Nedan följer OLS-ekvationen för regressionen som genomförts kopplat till hypotes 1, som nämnt ändras enbart ESG-måttet i de resterande regressionerna som tillhör hypotes 2a-c.

$$\begin{aligned}
 \text{Budpremien} = & \beta_0 + \beta_1 MESG + \beta_2 Stl + \beta_3 ROE + \beta_4 CapEx + \beta_5 Tillväxt \\
 & + \beta_6 Lik + \beta_7 Kont + \beta_8 Gräns + \beta_9 Horis + \beta_{10} Kont + \beta_{10} Covid \\
 & + MESG * Covid + u_i
 \end{aligned}$$

### 4.3.1 OLS antaganden

För att säkerställa att en modell är tillförlitlig vid användning av OLS-regression krävs att en del antagande är uppfyllda. Nedan redogörs för dessa antaganden samt hur denna studie tar hänsyn till dem genom tester och lämpliga åtgärder.

#### 4.3.1.1 Feltermens medelvärde är noll

Det första antagandet beskriver att medelvärdet för feltermen ska vara noll,  $E(u_i) = 0$ . Om regressionen innefattar en konstant variabel håller detta antagandet (Brooks, 2019). Detta förklaras av att den konstanta variabeln/interceptets syfte är att identifiera den eventuella systematiska påverkan på den beroende variabeln som inte är orsakat av de oberoende variablerna (Dougherty, 2016)

### 4.3.1.2 Homoskedasticitet

Vidare bygger det andra antagandet på att feltermens varians är konstant vilket innebär att homoskedasticitet existerar,  $Var(u_i) = \sigma^2 < \infty$ . Dess motsats kallas för heteroskedasticitet och innebär att feltermen inte har en konstant varians och istället varierar i takt med att den oberoende variabeln förändras, vilket ofta gäller för finansiell data. För att undersöka urvalet har Breusch-Pagan/Cook-Weisberg-test (se appendix tabell 3) genomförts. Testerna visar att det finns signifikant heteroskedasticitet i de observerade residualerna, för att förbättra modellernas tillförlitlighet används därför robusta standardfel som möjliggör tolkning trots att heteroskedasticitet råder (Brooks, 2019).

### 4.3.1.3 Kovarians mellan feltermerna är noll

Det tredje antagandet bygger på att kovariansen mellan feltermerna, på lång sikt är noll,  $cov(u_i, u_j) = 0$ . Detta antagande utgår på så vis från att feltermerna är okorrelerade och att det därmed inte förekommer någon autokorrelation. Antagandet brukar vanligtvis inte medföra problem vid användning av tvärsnittsdata, men för att säkerställa att antagandet trots allt är uppfyllt och därmed möjliggöra tolkning av standardfel har som tidigare nämnt robusta standardfel använts i regressionerna (Brooks, 2019)

### 4.3.1.4 Exogenitet

Antagande fyra innebär att det råder en avsaknad av korrelation mellan feltermen och de oberoende variablerna, d.v.s att det inte finns någon endogenitet,  $cov(u_i, x_i) = 0$ . Om det skulle finnas en korrelation mellan feltermen och de oberoende variablerna innebär det att feltermen inte längre kan representera ett slumpmässigt fel (Brooks, 2019). Det finns inte ett test som säkerställer detta för tvärsnittsdata, istället har det motverkats genom att inkludera ett flertal kontrollvariabler. Variablerna är även från tiden före förvärvet för att minska risken att förvärvet självt orsakat förändringar i värdena.

#### **4.3.1.5 Normalitet**

För att kunna genomföra en hypotesprövning måste feltermerna vara normalfördelade,  $u_i \sim N(0, \sigma^2)$  (Brooks, 2019). Extremvärden i urvalet har därmed hanterats genom transformering (se värden före transformering i appendix tabell 1 och efter transformering i tabell 7).

#### **4.3.1.6 Multikollinearitet**

Multikollinearitet är ett outtalat antagande som tas i beaktning vid användning av OLS-regression och innebär att oberoende variabler inte får korrelera med varandra i för hög grad, det vill säga multikollinearitet inte får finnas. Brytningsgränsen för vad som anses vara hög grad av multikollinearitet är då variablernas korrelation över- eller understiger +/- 80% (Brooks, 2019). En korrelationsmatris (se appendix tabell 2) med samtliga variabler har analyserats för att kartlägga sambandet mellan variablerna i regressionerna. Den starkaste korrektionen är mellan det kombinerade ESG-betyg och de tre pelarbetygen, vilket är rimligt och förväntat eftersom LSEG Eikon viktar pelarbetygen vid beräkning av det kombinerade ESG-betyget. För att undvika multikollinearitetsproblem och att riskera att koefficienterna för minst en regressor blir uppskattade felaktigt (Stock & Watson, 2020) ingår därför inte de enskilda pelarbetygen i samma regressionsmodell som ESG-betyget vilket gör att den höga korrelationen inte påverkar tillförlitligheten.

#### **4.3.1.7 Linjärt samband**

OLS-regression antar att sambandet mellan de beroende och oberoende variablerna är linjärt. För att testa antagandet används Ramsey RESET test (Brooks, 2019). Testens P-värden (se appendix tabell 4) visar att det baserat på befintlig data inte finns tillräckligt med statistiska bevis för att förkasta nollhypotesen. Vilket tyder på att modellen är korrekt specificerad, men innebär inte att det definitivt förekommer felaktigheter eftersom det inte kan dras slutsatser kring detta (Wooldridge, 2013). Extremvärden har som nämnts hanterats genom transformering vilket åtgärdar eventuella problem med linjärt samband.

#### **4.3.1.8 Stabilitet**

För att modellen ska anses stabil, måste antagandet om stabilitet vara uppfyllt. Det innebär att koefficienterna ( $\beta$ ,  $\beta_1$ ... och  $\beta_k$ ) ska vara konstanta för hela perioden som urvalet omfattar (Brooks, 2019). Med hänsyn till befintlig forskning i tidigare avsnitt som bevisar att Covid-19 påverkat både ESG och förvärv samt att det uppkommer förändrad påverkan under kristider finns det anledningar att anta att detta vidare bör påverka och förändra ESG-prestationens påverkan på budpremier under Covid-perioden och därav modellens stabilitet. Ett Chow-test har genomförts för att bekräfta denna eventuella strukturella förändring i urvalet. Resultaten visar att det finns en strukturell förändring i modellen före kontra under Covid-19 för ESG-, E- och S-betygen (se appendix tabell 5), därför används en interaktiv variabel mellan dessa ESG-mått och Covid-dummys för att motverka instabiliteten. För G-betyget finns det inte tillräckligt med statistiska bevis att avgöra om det finns en liknande strukturell förändring (se appendix tabell 5), trots detta används en interaktiv variabel i regressionen med hänsyn till tidigare diskuterad forskning.

#### **4.3.1.9 Omitted variable bias och överflödiga variabler**

OLS-regression kräver även att enbart relevanta och inga överflödiga variabler är inkluderade för att förhindra att omitted variable bias uppstår som tidigare nämnts (Stock & Watson, 2020), vilket har försökt förhindras och säkerställas genom noggranna val av variabler baserat på empiriskt stöd som framgår i avsnitt tre.

### **4.4 Artificiell intelligens & GDPR**

Artificiell intelligens har inte brukats under någon process under uppsatsens delar. Detsamma gäller för hantering av personuppgifter, eftersom inga sådana uppgifter har krävts för insamling eller hantering av data.

## 5. RESULTAT & ANALYS

I avsnitt fem presenteras inledningsvis tabeller med resultat från de olika regressioner som tar utgångspunkt i hypoteserna. Vidare kopplas resultaten till studiens tidigare avsnitt med teori och litteratur. Därefter följer diskussion kring studiens begränsningar. Det kombinerade ESG-betyget och pelarbetygen kommer samtliga att redogöras för separat för att skapa en tydlig struktur kopplat till respektive hypotes och regression.

### 5.1 Resultat

#### 5.1.1 ESG-betygets effekt på budpremier

	<i>Hypotes 1</i>	
	<i>Koefficient</i>	<i>P-värde</i>
<i>ESG</i>	-0.7549899	0.014*
<i>Stl</i>	-1.69314	0.538
<i>ROE</i>	-0.0906214	0.774
<i>CapEx</i>	6.277858	0.951
<i>Tillväxt</i>	-0.152977	0.567
<i>Lik</i>	4.916337	0.262
<i>Kont</i>	-0.0382957	0.997
<i>Gräns</i>	9.017786	0.255
<i>Horis</i>	-2.733706	0.737
<i>COVID-19</i>	-39.93185	0.036*
<i>ESG*COVID</i>	0.9797776	0.004**
<i>R<sup>2</sup></i>	0.1124	

Tabell 8: I tabellen presenteras resultaten från regressionen kopplad till hypotes 1, där sambandet mellan budpremier, ESG-betyg och kontrollvariablerna undersöks. Signifikansnivå motsvarande 5% markeras med \* och signifikansnivå 1% med \*\*.

Tabell 8 summerar resultatet från regressionen kopplat till hypotes 1 som syftar till att undersöka om målbolagets ESG-betyg har en påverkan på budpremier. Som framgår av tabellen kan ett negativt statistiskt signifikant samband på 5% signifikansnivå mellan ESG-betyget och premien fastställas. Det innebär att högre ESG-betyg är associerat med lägre

budpremier. För samtliga kontrollvariabler förutom dummyvariabeln Covid-19 återfinns ingen signifikans. Den statistiska signifikansen för Covid-dummys (5% signifikansnivå) pekar på att den genomsnittliga budpremien ändras väldigt mycket under Corona-tiden (som även syns i den deskriptiva statistiken), eftersom koefficienten visar att budpremien minskar med 39,93. Vidare kan det konstateras att den interaktiva variabeln mellan ESG och Covid-19 också är signifikant (1% signifikansnivå). ESG\*Covid fångar effekten innan Covid-åren (2015-2019) jämfört med åren som präglats av Covid-19 (2020-2023) och visar att sambandet mellan ESG-betyget och premien förändras beroende på om det är innan eller under pandemin. För förvärv som genomförts innan pandemin (dummy=0) minskar budpremien med -0,7550 om ESG-betyget ökar med 1. Medan förvärv som genomförts under pandemin istället (dummy=1) ökar med 0,2248 (-0,7550+0,9798) om ESG-betyget ökar med 1. Ett resultat som pekar på att ESG byter från negativ till positiv påverkan på premien under Covid-19. Avslutningsvis bör även nämnas att  $R^2$  är 0,1124 vilket visar att 11,24% av variationen i budpremien förklaras av variationen i de oberoende variablerna. En förklaringsgrad som är relativt låg.

## 5.1.2 Pelarbetygens effekt på budpremier

### 5.1.2.1 E-betyget

<i>Hypotes 2a</i>		
	<i>Koefficient</i>	<i>P-värde</i>
<i>E</i>	-0.456347	0.041*
<i>Stl</i>	-1.966234	0.487
<i>ROE</i>	-0.101509	0.746
<i>CapEx</i>	-5.426795	0.954
<i>Tillväxt</i>	-0.111394	0.671
<i>Lik</i>	5.323778	0.229
<i>Kont</i>	0.4961335	0.962
<i>Gräns</i>	9.164153	0.257
<i>Horis</i>	8.197891	0.608
<i>COVID-19</i>	-21.85727	0.135
<i>E*COVID</i>	0.688171	0.011*
<i>R<sup>2</sup></i>	0.1066	

Tabell 9: I tabellen presenteras resultaten från regressionen kopplad till hypotes 2a, där sambandet mellan budpremien, E-betyg och kontrollvariablerna undersöks. Signifikansnivå motsvarande 5% markeras med \* och signifikansnivå 1% med \*\*.

Resultatet från regressionen kopplat till hypotes 2a som syftar till att undersöka om målbolagets E-betyg har signifikant påverkan på budpremier summeras i tabell 9. E-betyget har negativ signifikant påverkan (5% signifikansnivå) på budpremier. Koefficienten -0,4563 visar att för varje enhet E-betyg ökar, minskar premien med 0,4563 enheter, vilket innebär att högre E-betyg resulterar i lägre premier. Ingen av kontrollvariablerna har ett statistiskt signifikant samband med den beroende variabeln. Likt tidigare modell visar den interaktiva variabeln mellan betyget samt Covid-dummin en positiv statistisk signifikans. Detta kan tolkas genom att beakta koefficienterna 0,6881 och innebär att budpremien ökar med 0,2318 (-0,4563+0,6881) då E-betyget ökar med 1 under Covid-åren. Åren före pandemin minskar istället budpremien med -0,4563 om E-betyget ökar med 1. I likhet med ESG-betyget kan därmed ett skifte från en negativ påverkan till en positiv påverkan på budpremien noteras. Slutligen bör kommenteras att  $R^2$  uppgår till 0,1066, vilket är i närheten av förklaringsgraden i modellen ovan.



### 5.1.2.2 S-betyget

<i>Hypotes 2b</i>		
	<i>Koefficient</i>	<i>P-värde</i>
<i>S</i>	-0.5560384	0.018*
<i>Stl</i>	-1.673828	0.544
<i>ROE</i>	-0.106689	0.737
<i>CapEx</i>	3.556656	0.972
<i>Tillväxt</i>	-0.1361821	0.621
<i>Lik</i>	4.878595	0.265
<i>Kont</i>	0.4961335	0.979
<i>Gräns</i>	8.897645	0.275
<i>Horis</i>	-3.013807	0.713
<i>COVID-19</i>	-26.48088	0.134
<i>S*COVID</i>	0.6969484	0.017*
<i>R<sup>2</sup></i>	0.1083	

Tabell 10: I tabellen presenteras resultaten från regressionen kopplad till hypotes 2a, där sambandet mellan budpremien, S-betyg och kontrollvariablerna undersöks. Signifikansnivå motsvarande 5% markeras med \* och signifikansnivå 1% med \*\*.

Resultatet från regressionen med utgångspunkt i hypotes 2b återfinns i tabell 10. I likhet med resultaten för hypotes 2a visar S-betyget (negativ) samt S-betyg\*Covid-dummin (positiv) statistisk signifikans på 5% signifikansnivå, medan ingen av kontrollvariablerna är statistiskt signifikanta. Koefficienten för S-betyget visar att en enhetsökning av S-betyget har en negativ effekt (minskning) av den beroende variabeln, budpremien, med -0,5560 enheter. Resultatet från den interaktiva variabeln tolkas på samma sätt som tidigare och tyder på att S-betyget skiftar från negativ till positiv påverkan budpremien under Covid. Perioden före Covid (dummy=0) minskar budpremien med -0,5560 om S-betyget ökar med 1. Åren efter ökar däremot premien med 0,1409 (-0,5560+0,6969) om S-betyget ökar med 1. Förklaringsgraden är 0,1083 vilket är liknande resultaten i modellerna kopplade till hypotes 1 och 2a.

### 5.1.2.3 G-betyget

<i>Hypotes 2c</i>		
	<i>Koefficient</i>	<i>P-värde</i>
<i>G</i>	-.251812	0.491
<i>Stl</i>	-2.306391	0.418
<i>ROE</i>	-.1659051	0.598
<i>CapEx</i>	13.27253	0.884
<i>Tillväxt</i>	-.0741603	0.780
<i>Lik</i>	4.26919	0.344
<i>Kont</i>	.9550426	0.929
<i>Gräns</i>	8.575399	0.269
<i>Horis</i>	-3.666925	0.645
<i>COVID-19</i>	-11.56151	0.633
<i>G*COVID</i>	.4040498	0.319
<i>R<sup>2</sup></i>		0.0757

Tabell 11: I tabellen presenteras resultaten från regressionen kopplad till hypotes 2a, där sambandet mellan budpremien, G-betyg och kontrollvariablerna undersöks.

Tabell 11 sammanfattar slutligen utfallen från regressionen som huvudsakligen undersökt G-betygets samband med budpremien (hypotes 2c). Det kan inte påvisas statistisk signifikans för någon av variablerna.  $R^2$  är 0,0747, vilket är ännu lägre förklaringsgrad än övriga modeller.

## 5.2 Empirisk analys

### 5.2.1 ESG-betyget

Inga av de tidigare studierna studerar det kombinerade ESG-betyget, vilket gör att det inte går att direkt jämföra resultaten i denna studie med den tidigare forskningen. I kontrast till resultaten i denna studie identifierar däremot Maung et al. (2020) att låg ESG-prestation har negativ påverkan på budpremier. Maung et al. (2020) mäter dock ESG-prestation genom negativt rapporterade ESG-incidenter, vilket skiljer sig från denna studies sätt att mäta ESG-prestation vilket kan förklara de olika resultaten. Maung et al. (2020) menar bland annat att förklaringen bakom deras resultat är att det råder en rädsla för överföring av rykten vid förvärv, denna studie tycks inte bekräfta att sådan rädsla råder när det gäller rykten kring

målbolagets ESG-prestation. Det går möjligtvis att göra en koppling till delar av resonemanget från “The Market of Corporate Control” av Manne (1965), där ineffektiva företag betraktas som mer attraktiva målföretag. Manne (1965) menar att ineffektivitet visar sig genom försämrad aktiekurs men det hade varit intressant att studera om ineffektiva företag också kan vara företag med låg ESG-prestation och att detta kan användas för att förklara varför förvärvare betalar högre premier för dessa bolag på grund av ökade förbättringsmöjligheter och uppskattade synergier.

### **5.2.2 Pelarbetygen**

Pelarbetygen har beaktats tidigare och därför kan dessa lättare jämföras direkt med tidigare forskning. Den tidigare forskningen visar positiv signifikans mellan E-betyg (Gomes & Marsat, 2018), S-betyg (Gomes & Marsat, 2018; Qiao & Wu, 2019) och budpremier, vilket är motsatsen till denna studies resultat. Jost et al. (2022) finner däremot ingen signifikans för målbolagets S- och G-betyg. Resultaten i denna studie kommer till liknande slutsats som Jost et al. (2022) gällande G-betyget där ingen signifikans kan fastställas. Korrelationen är svagast mellan G-betyget och de övriga ESG-måtten, vilket tyder på att G-betyget är det betyg som skiljer sig mest från de övriga. Det kan möjligtvis kopplas till att G-betygets beräkning skiljer sig åt gällande sättet att beräkna den relativa prestationen. G-betyget är som tidigare diskuterat det enda betyg som relateras till dess inkorporeringsland, vilket kan ha lett till att parternas landstillhörighet spelar större roll i denna regression. Att länder spelar stor roll styrks av Jost et al. (2022) och Hussaini et al. (2021) som menar att val av länder att studera kan resultera i varierande resultat. Vidare styrker Qiao & Wu (2019) att institutionella faktorer påverkar och försvagar effekten på budpremien, vilket ytterligare förklarar varför G-betygets resultat (som viktas mot inkorporeringsland) skiljer sig från resultaten från de övriga pelarbetygen. Dessutom är flest målbolag från Kina, Tyskland och USA, vilket är länder som skiljer sig mycket från varandra, vilket tyder på ett urval med institutionell heterogenitet.

Utöver det empiriska fyndet för G-betyget skiljer sig denna studies resultat från de tidigare studierna, eftersom ingen annan finner negativ signifikans för ESG-, S- eller E-betyget. Upptäckten att ESG värderas negativt stödjer Friedmans (1970) synsätt där det huvudsakliga

fokuset bör vara att maximera aktieägarnas värde och sträva efter låga kostnader, istället för att vid förvärv investera mer kapital i målbolag med högre ESG-prestation. Det negativa sambandet kan möjligtvis även förklaras genom att marknaden övervärderar ESG. Det innebär att marknaden gör en högre värdering av ESG-prestation än vad företag gör, vilket vidare kan tyda på att företag inte har råd att prioritera ESG i samma utsträckning som marknaden önskar. Det krävs dock mer forskning för att kunna fastställa en sådan övervärdering och dess konsekvenser. Vidare pekar resultaten även mot att förvärvande bolag inte betraktar ESG-prestation som en faktor som påverkar uppskattade synergier positivt, eftersom hög prestation inte tycks resultera i ökad uppskattning av potentiella synergier som visar sig genom högre budpremier. Sammanfattningsvis kan de skilda resultaten mellan de olika ESG-måtten och jämfört med den tidigare forskningen möjligtvis tyda på ett mer komplext samband mellan ESG och budpremier än förväntat, likt vad Jost et al. (2022) framfört. Detta indikerar vidare att aktieägare- och intressentteori inte enskilt kan användas för att förklara relationen.

### **5.2.3 Kontrollvariabler & urvalets påverkan**

Förutom ESG-måtten finner denna studie inte heller statistisk signifikans för någon av de andra bestämningsfaktorer som tidigare visat sig ha påverkan på budpremien, vilket är anmärkningsvärt. Studiens avvikande resultat gällande ESG-måtten och kontrollvariablerna kan tänkas bero på att urvalet skiljer sig från de tidigare studierna. Skillnader kan bl.a. observeras i urvalets storlek, tidsperiod och i en del fall val av databas. Att den tidigare forskningen fokuserar på en annan tidsperiod än vad som studeras i vår studie kan resultera i att faktorer och händelser specifika för den valda tidsperioden i denna uppsats leder till avvikande resultat. En sådan faktor kan rimligtvis tänkas vara Covid-19 eftersom majoriteten av förvärven i denna studie genomförts under dessa marknadsförhållanden, vilket också är anledningen till att studien tar hänsyn till pandemin och dess strukturella förändring genom en Covid-dummy och interaktiv variabel mellan Covid-19 och ESG för att förbättra modellens stabilitet. Det är viktigt att poängtera att andra av studiens variabler också kan tänkas ha annorlunda påverkan på budpremien under Covid-19, vilket eventuellt kan förklara varför ingen signifikans för kontrollvariablerna återfinns. Dock har detta på grund av studiens omfattning och tidsbegränsning inte undersökts.

#### 5.2.4 Covid-19

Resultatet från de interaktiva variablerna mellan respektive ESG-mått och Covid-dummys tyder på att ESG-, E- och S-betygen byter från negativ till positiv påverkan på budpremien under de senare åren, vilket kan antas vara rimligt med växande engagemang för hållbarhet och att ämnet fått ökad vikt under den senare perioden. Detta kan även styrkas av Tampakoudis et al. (2021) som observerar att under en finansiell kris, såsom Covid-19-pandemin, blir hållbara investeringar allt viktigare. Det återspeglas i ökade budpremier under Covid-19 och kan bevisa att företag prioriterar, investerar i och värdesätter ESG i allt högre utsträckning. Att budpremiens medelvärde ökar markant under Covid-perioden stämmer överens med observationerna i studien av Magnanelli et al. (2022) och kan även kopplas till forskningen som konstaterar att kristider generellt resulterar i ökad informationsasymmetri (Fralich & Papadopoulos, 2018), ökad informationsasymmetri resulterar följaktligen i högre premier (Walkling & Edmister, 1985). Även om hybris som leder till överprissättning generellt minskar under kristider, påverkas även VD:ns ledarskap under perioder av kriser. Precis som Fralich och Papadopoulos (2018) konstaterar, kan därför en svag VD:s ledarskap i det förvärvande bolaget förklara högre budpremier trots att hybrisen generellt sett sjunker under kristider. Att ESG prioriteras syns däremot inte i förbättrade genomsnittliga ESG-mått under den senare perioden, istället minskar de genomsnittliga värdena för ESG-måtten. Att ESG-prestationen minskar och budpremien ökar under Covid-perioden kan även förklara den negativa koefficienten. Även resultaten från Broadstock et al:s studie (2021) kan styrka utvecklingen, då de identifierar ökade aktieavkastningar för bolag med hög ESG-prestation under pandemin. Författarna menade att investerare ser ett högt ESG-betyg som en indikator på förväntade framtida avkastningar och speciellt under kristider. Det kan också styrkas av intressentteorin eftersom en positiv påverkan under pandemin indikerar att företag gynnas av att beakta fler intressenter än aktieägarna (och därigenom hållbarhetsfrågor) (Freeman et al., 2010). Dock krävs ytterligare undersökning för att säkerställa denna koppling under kristider.

Rörande den interaktiva variabeln och dess signifikans är det viktigt att återigen poängtera att resultatet även kan bero på urvalet eller någon annan variabel som påverkar budpremien under tidsperioden som inte inkluderas, snarare än den faktiska påverkan av pandemin. Något som tyder på att detta stämmer är att det är fler förvärv under Covid (83 st) jämfört med före (45 st).

De senaste åren, vilket också inkluderar åren under Covid-19, har flera bolag dock implementerat ESG-betyg och därav kan det också bidra till ett ökat urval under Covid-19.

### **5.2.5 Studiens begränsningar**

Det finns en del faktorer som begränsar validiteten i studiens resultat. En av dessa faktorer är urvalet som tidigare berörts. Denna studien, till skillnad från många andra studier inom M&A, inkluderar finansiella företag för att erhålla ett tillräckligt stort urval för att undvika att storleken påverkar tillförlitligheten i för stor utsträckning. Som tidigare nämnt kan det leda till andra konsekvenser för studiens tillförlitlighet då finansiella företag kan ha specifika egenskaper som skiljer sig från andra bolag. Eftersom majoriteten av bolaget i den finansiella branschen är förvärvade företag är förhoppningen att dess eventuella säregna egenskaper inte bör påverka uppsatsens tillförlitlighet på grund av att datan för de oberoende variablerna utgår från målbolagen. Dock är det oklart huruvida bolag i den finansiella branschen prissätter budpremier annorlunda från övriga branscher. Att datan enbart utgår från målbolagen är ytterligare en aspekt som kan bidra till begränsningar för studien. Att även ta hänsyn till förvärvarens egenskaper kan vara relevant för att säkerställa att dess påverkan på budpremien inkluderas, vilket även flertalet studier väljer att göra. Dessutom kan avsaknaden av annan transaktionsspecifik data till exempel toehold betraktas negativt. Bristen på dessa variabler kan bidra till omitted variable bias och förklara modellernas låga förklaringsgrad. Anledningen till att variablerna inte inkluderas är dels för att vissa av dessa variabler inte har tillräckligt stor variation inom det aktuella urvalet och dels på grund av den bristande tillgängligheten av data. Det kan i efterhand argumenteras för att datan från LSEG Eikon borde kompletterats med data från fler databaser för att få större urval med andra tillgängliga kontrollvariabler.

Vidare kräver studien att ESG-måtten finns tillgängligt för målbolaget vilket reducerar urvalet markant och kan bidra till att resultaten inte bör betraktas som generaliserbara. En annan aspekt som kan tänkas bidra till studiens begränsningar rörande ESG-måtten är att de är begränsade till databasen LSEG Eikon. Databasens betygsättningar grundar sig i företagets egna rapporteringar. Krav på ESG-rapportering skiljer sig åt mellan olika länder. Dessutom finns studier som bevisar att olika leverantörer av betyg inte kommer fram till ESG-betyg som överensstämmer (Dorfleitner & Halbritter, 2015). Vidare är det också viktigt att poängtera att

Covid-19:s påverkan på M&A-marknaden. Precis som Tian och Wang (2024) konstaterade i sin studie, påverkade Covid-19 beslutsfattandet när det kom till M&A negativt. Eftersom denna studies urval inkluderar flertalet "Covid-19-år", kan detta med hänvisning till Tian och Wang (2024) resultat lett till att färre M&A transaktioner ägt rum under dessa år jämfört med före pandemin, vilket också kan ha påverkat urvalets storlek. För att förtydliga syns inte denna minskning i studiens urval (då antalet förvärv är fler under Covid-perioden, troligtvis kopplat till ökad ESG-rapportering), däremot är det rimligt anta att urvalet hade varit ännu större under Covid-perioden om pandemin inte inträffat.

## 6. SLUTSATSER OCH AVSLUTANDE REFLEKTION

Denna uppsats besvarar dess frågeställning rörande huruvida målbolagets ESG-prestation påverkar budpremier vid internationella förvärv. Studien mäter ESG-prestation mer heltäckande genom inkluderande av flera ESG-mått — det kombinerade ESG-betyget samt pelarbetygen; E-betyg, S-betyg och G-betyg — i jämförelse befintlig forskning som främst fokuserar på ett eller två av pelarbetygen. Studie utgår, till skillnad från tidigare forskning, även från en tidsperiod (2015-2023) som är i närtid med studiens genomförande samt inkluderar år som inte tidigare studerats. Till följd av detta har studien bidragit till att utveckla den befintliga forskningsfronten med nya värdefulla insikter utifrån en ny tidsperiod och genom nya sätt att mäta ESG-prestation.

För det första, finner denna studie att målföretagets ESG-betyg har negativ påverkan på budpremien. Hypotes 1 är till följd av detta bevisad, då det identifierats att ESG-betyg påverkar budpremien negativt. För det andra kan det konstateras att målföretagets E-betyg har negativ påverkan på budpremien och därav går emot resultatet i studien av Gomes & Marsats (2018). Utifrån detta resultat kan det konstateras att hypotes 2a är bevisad. För det tredje visar denna studie även att målföretagets S-betyg påverkar budpremien negativt vilket också motsäger befintlig forskning såsom Gomes & Marsat (2018), Qiao & Wu (2019) och Jost et al. (2022). Studiens resultat bevisar därav även hypotes 2b. Det negativa sambandet mellan budpremien och ESG-betyget, E-betyget samt S-betyget, kan förklaras med aktieägareteorin (Freeman et al., 2010), vilket tyder på att det inte bör vara fördelaktigt att investera mer kapital i målbolag med högre ESG-prestation. Detta indikerar vidare att förvärvande företag inte värderar ESG-prestation positivt vid uppskattande av förväntade synergier. För det fjärde kan ingen påverkan identifieras mellan målföretagets G-betyg och budpremien. Studiens resultat kan därav varken bevisa eller motbevisa hypotes 2c. Detta kan ha förorsakats till följd av G-betygets beräkningsmetod och institutionella faktorer eftersom måttet är knutet till inkorporeringsland (övriga relateras till branschprestation).



Studiens resultat avviker därmed till stora delar från befintlig forskning. Dessutom påvisas ingen statistisk signifikans för någon annan bestämningsfaktor utöver ESG-måtten i studien. Samtliga regressioner har även låg förklaringsgrad vilket ytterligare bekräftar att omitted variable bias påverkar uppsatsen negativt. De avvikande resultaten och avsaknaden av relevanta variabler kan förklaras genom studiens begränsningar. Att detta uppstår kan även kopplas till kristiden Covid-19 som tidigare forskning bevisar påverkar både ESG-prestation och förvärv. Dessutom visar studien att det förekommer strukturell förändring i urvalet vid jämförelse av urvalet innan och under kristiden. Det kan konstateras att sambandet mellan budpremier och ESG-prestation förändras från negativ före pandemin till positiv efter pandemin, vilket tyder på att kristider förändrar relationen mellan variablerna. Under kristiden återfinns ökade budpremier vilket tyder på att ESG-prestation prioriteras och hållbara investeringar får ökad betydelse. En upptäckt som kan förklaras med hjälp av tidigare forskning kring pandemin (Tampakoudis et al., 2021; Broadstock et al., 2021; Magnanelli et al., 2022) och bidrar till nya insikter om kristider och mer specifikt pandemin Covid-19. Det är därmed rimligt att anta att fler faktorer har påverkats av pandemin. Att dra mer ingående slutsatser har gjorts med försiktighet eftersom det finns en förståelse för att studiens resultat kan ha påverkats av andra faktorer som skett under krisperioden. Sammanfattningsvis klargör studien att det råder ett komplext samband mellan ESG-prestation och budpremier. Detta eftersom det kan bevisas ett samband mellan tre av fyra ESG-mått och budpremier samt att resultatet även kan ha påverkats av externa faktorer såsom institutionella skillnader och kristider, som exempelvis en pandemi. Med denna studie kan det även konstateras att det finns ett behov av fortsatt forskning som tar hänsyn till studiens begränsningar för att förklara sambandet mer fullständigt.

Under processen av uppsatsskrivandet och med hänsyn till resultaten har mer specifika förslag på framtida forskning rörande ESG-prestations påverkan på budpremier uppkommit. Ett förslag är att undersöka om påverkan är olika beroende på geografiskt område med utgångspunkt i att G-betygets resultat skiljer sig från övriga resultat och detta möjligtvis beror på institutionella faktorer. Vidare hade det varit intressant att i framtiden studera ESG-måttens påverkan under en längre tidsperiod och inkludera fler år då ESG fått ökad betydelse i företagsvärlden samt där Covid-19 inte utgör en lika stor del av urvalet. Exempelvis om några år när ESG-standarder i

större utsträckning är implementerade och det finns mer tillgänglig och transparent ESG-data att tillhandahålla till studier liknande denna, något som hade kunnat resultera i ett större och mer representativt urval för hela populationen där pandemin inte har lika stor påverkan. Vidare hade det även varit intressant att studera pandemins påverkan på kontrollvariablerna som används i denna studie, vilket därefter kan användas för att förklara studiens resultat ytterligare.

# KÄLLFÖRTECKNING

Ayers, B. C., Lefanowicz, C. E. & Robinson, J. R. (2003). Shareholder Taxes in Acquisition Premiums: The Effect of Capital Gains Taxation, *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. 58, no. 6, pp.2783–2801, Tillgänglig Online:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1046/j.1540-6261.2003.00622.x>

Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W. & Wang, X. (2021). The Role of ESG Performance during Times of Financial Crisis: Evidence from COVID-19 in China, *Finance Research Letters*, [e-journal] vol. 38, p.101716, Tillgänglig Online:

<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1544612320309983>

Brooks, C. (2019). *Introductory Econometrics for Finance*, Fourth edition., Cambridge, United Kingdom ; New York, NY: Cambridge University Press

Bryman, A., Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*, Upplaga 3., Stockholm: Liber

Chen, E. & Gaviols, I. (2015). Does CSR Have Different Value Implications for Different Shareholders?, *Finance Research Letters*, [e-journal] vol. 14, pp.29–35, Tillgänglig Online:

<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S154461231500063X>

Cheng, P., Li, L. & Tong, W. H. S. (2016). Target Information Asymmetry and Acquisition Price, *Journal of Business Finance & Accounting*, [e-journal] vol. 43, no. 7–8, pp.976–1016, Tillgänglig Online: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jbfa.12202>

Comment, R. & Schwert, G. W. (1995). Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures, *Journal of Financial Economics*, [e-journal] vol. 39, no. 1, pp.3–43, Tillgänglig Online:  
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0304405X9400823J>

Corporate Finance Institute. (u.å.a). Vertical Merger, *Corporate Finance Institute*, Tillgänglig Online:  
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/vertical-merger-integration/>  
[Hämtad 2024-04-14]

Corporate Finance Institute. (u.å.b). Mergers & Acquisitions (M&A), *Corporate Finance Institute*, Tillgänglig Online:  
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/mergers-acquisitions-ma/> [Hämtad 2024-04-14]

Corporate Finance Institute. (u.å.c). Horizontal Acquisition, *Corporate Finance Institute*, Tillgänglig Online:  
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/horizontal-acquisition/> [Hämtad 2024-04-14]

Deloitte. (2023). ESG Considerations in M&A | Deloitte US, Tillgänglig Online:  
<https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/esg-in-m-and-a.html>  
[Hämtad 2024-04-27]

DePamphilis, D. M. (2021). Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, Eleventh edition., San Diego, CA, USA: Academic Press, an imprint of Elsevier

Dionne, G., La Haye, M. & Bergerès, A.-S. (2015). Does Asymmetric Information Affect the Premium in Mergers and Acquisitions?, *SSRN Electronic Journal*, [e-journal], Tillgänglig Online: <http://www.ssrn.com/abstract=1568329>

Dorfleitner, G., Halbritter, G. & Nguyen, M. (2015). Measuring the Level and Risk of Corporate Responsibility – An Empirical Comparison of Different ESG Rating Approaches, *Journal of Asset Management*, [e-journal] vol. 16, no. 7, pp.450–466, Tillgänglig Online: <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>

Dougherty, C. (2016). *Introduction to Econometrics*, Fifth edition., Oxford ; New York, NY: Oxford University Press

Draper, P. & Paudyal, K. (2008). Information Asymmetry and Bidders' Gains, *Journal of Business Finance & Accounting*, [e-journal] vol. 35, no. 3–4, pp.376–405, Tillgänglig Online: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-5957.2008.02082.x>

Europeiska Unionens Råd. (2023). Hållbar finansiering: rådet enas om förhandlingsmandat för ESG-betyg, Tillgänglig Online: <https://www.consilium.europa.eu/sv/press/press-releases/2023/12/20/sustainable-finance-council-agrees-negotiating-mandate-on-esg-ratings/> [Hämtad 2024-04-03]

EY. (2023). As Private Equity Matures, What's the Best Path Forward for CFOs as They Enter a New Era? 2023 Global Private Equity Survey. Tillgänglig Online: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/private-equity/ey-2023-private-equity-survey.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/private-equity/ey-2023-private-equity-survey.pdf) [Hämtad 2024-04-03]

Fama, E. F. & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns, *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. 47, no. 2, p.427, Tillgänglig Online:  
<https://www.jstor.org/stable/2329112?origin=crossref>

Ferrell, O. C., Fraedrich, J. & Ferrell, L. (2019). Business Ethics: Ethical Decision Making and Cases, Twelfth edition., Boston, MA: Cengage Learning

FN. (u.å.). Agenda 2030 - globala mål för hållbar utveckling, *Svenska FN-förbundet*,  
Tillgänglig Online:  
<https://fn.se/vi-gor/vi-utbildar-och-informerar/fn-info/vad-gor-fn/fns-arbete-for-utveckling-och-fattigdomsbekampning/agenda2030-och-de-globala-malen/> [Hämtad 2024-05- 21]

Folkhälsomyndigheten. (2023). När hände vad under pandemin?, Tillgänglig Online:  
<https://www.folkhalsomyndigheten.se/smittskydd-beredskap/utbrott/aktuella-utbrott/covid-19/nar-hande-vad-under-pandemin/> [Hämtad 2024-05-10]

Fralich, R. & Papadopoulos, A. (2018). The Financial Crisis, Acquisition Premiums and the Moderating Effect of CEO Power, *Long Range Planning*, [e-journal] vol. 51, no. 2, pp.204–218, Tillgänglig Online:  
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S002463011630245X>

Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). Stakeholder Theory: The State of the Art, 3. print., Cambridge: Cambridge Univ. Press

Friedman, M. (1970). A Friedman Doctrine-- The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits, *The New York Times*, 13 September, Tillgänglig Online: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> [Hämtad 2024-05-23]

Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Seventh edition., Hoboken, New Jersey: Wiley

Gomes, M. & Marsat, S. (2018). Does CSR Impact Premiums in M&A Transactions?, *Finance Research Letters*, [e-journal] vol. 26, pp.71–80, Tillgänglig Online: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1544612317307043>

Halbritter, G. & Dorfleitner, G. (2015). The Wages of Social Responsibility — Where Are They? A Critical Review of ESG Investing, *Review of Financial Economics*, [e-journal] vol. 26, no. 1, pp.25–35, Tillgänglig Online: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1016/j.rfe.2015.03.004>

Hussaini, M., Hussain, N., Nguyen, D. K. & Rigoni, U. (2021). Is Corporate Social Responsibility an Agency Problem? An Empirical Note from Takeovers, *Finance Research Letters*, [e-journal] vol. 43, p.102007, Tillgänglig Online: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S154461232100088X>

Jost, S., Erben, S., Ottenstein, P. & Zülch, H. (2022). Does Corporate Social Responsibility Impact Mergers & Acquisition Premia? New International Evidence, *Finance Research Letters*, [e-journal] vol. 46, p.102237, Tillgänglig Online: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1544612321002944>

Krantz, T. (2024). The History of ESG: A Journey towards Sustainable Investing, *IBM Blog*, Tillgänglig Online:  
<https://www.ibm.com/blog/environmental-social-and-governance-history/www.ibm.com/blog/environmental-social-and-governance-history> [Hämtad 2024-05-12]

Lewis, A. & McKone, D. (2016). So Many M&A Deals Fail Because Companies Overlook This Simple Strategy, *Harvard Business Review*, Tillgänglig Online:  
<https://hbr.org/2016/05/so-many-ma-deals-fail-because-companies-overlook-this-simple-strategy> [Hämtad 2024-05-20]

Lim, J., Makhija, A. K. & Shenkar, O. (2016). In the Eye of the Beholder: The Asymmetric Impact of National Cultural Distance on Target Premiums for US And Foreign Firms in Cross-Border M&As, *SSRN Electronic Journal*, [e-journal], Tillgänglig Online:  
<http://www.ssrn.com/abstract=2285891>

LSEG. (u.å.a). Mergers and Acquisitions Services, Available Online:  
<https://www.lseg.com/en/data-analytics/investment-banking/mergers-and-acquisitions-services> [Hämtad 2024-05-22]

LSEG. (u.å.b). ESG Scores, Available Online:  
<https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores> [Hämtad 2024-05-21]

LSEG. (2023). Environmental, Social and Governance Scores from LSEG.  
[https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en\\_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf](https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf) [Hämtad 2024-04-09]

Magnanelli, B. S., Nasta, L. & Ramazio, E. (2022). Bid Premiums and Cumulative Abnormal Returns: An Empirical Investigation on the Consequences of the Covid-19 Pandemic, *Finance*



*Research Letters*, [e-journal] vol. 49, p.103093, Tillgänglig Online:  
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S154461232200318X>

Manne, H. G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, [e-journal] vol. 73, no. 2, pp.110–120, Tillgänglig Online:  
<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/259000>

Mantecon, T. (2009). Mitigating Risks in Cross-Border Acquisitions, *Journal of Banking & Finance*, [e-journal] vol. 33, no. 4, pp.640–651, Tillgänglig Online:  
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0378426608002859>

Maung, M., Wilson, C. & Yu, W. (2020). Does Reputation Risk Matter? Evidence from Cross-Border Mergers and Acquisitions, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, [e-journal] vol. 66, p.101204, Tillgänglig Online:  
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1042443120300883>

Nordea. (u.å.). Likviditetshantering ger företaget ekonomisk trygghet, Tillgänglig Online:  
<https://www.nordea.se/foretag/ditt-foretag/likviditet.html> [Hämtad 2024-05-17]

O'Neill. (u.å.). What Is the Difference between CSR and ESG?, Tillgänglig Online:  
<https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-the-difference-between-csr-and-esg/> [Hämtad 2024-04-07]

PwC. (u.å.a). Hur blir förvärv en succé med hjälp av synergier?, *PwC*, Tillgänglig Online:  
<https://www.pwc.se/sv/deals/synergi.html> [Hämtad 2024-05-21]

Qiao, L. & Wu, J. (2019). Pay for Being Responsible: The Effect of Target Firm's Corporate Social Responsibility on Cross-Border Acquisition Premiums, *Sustainability*, [e-journal] vol. 11, no. 5, p.1291, Tillgänglig Online: <https://www.mdpi.com/2071-1050/11/5/1291>

Reuer, J. J., Tong, T. W. & Wu, C.-W. (2012). A Signaling Theory of Acquisition Premiums: Evidence from IPO Targets, *Academy of Management Journal*, [e-journal] vol. 55, no. 3, pp.667–683, Tillgänglig Online: <http://journals.aom.org/doi/10.5465/amj.2010.0259>

Rosen, R. J. (2006). Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements\*, *The Journal of Business*, [e-journal] vol. 79, no. 2, pp.987–1017, Tillgänglig Online: <https://www.jstor.org/stable/10.1086/499146>

Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D. & Pisano, V. (2004). Theoretical Foundations of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future, *Journal of International Management*, [e-journal] vol. 10, no. 3, pp.307–353, Tillgänglig Online: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1075425304000377>

Simonyan, K. (2010). What Determines Takeover Premia: An Empirical Analysis, *Journal of Economics and Business*, [e-journal] vol. 75, pp.93–125, Tillgänglig Online: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0148619514000447>

Skolverket. (2023). Att kunna använda sig av forskning [text], Tillgänglig Online: <https://www.skolverket.se/skolutveckling/forskning-och-utvarderingar/utbildning-pa-vetenskaplig-grund-och-beprovad-erfarenhet/att-kunna-anvanda-sig-av-forskning> [Hämtad 2024-05-08]

Statista. (2023). Value of M&A Deals Globally 1985-2023, *Statista*, Tillgänglig Online:  
<https://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>  
[Hämtad 2024-04-03]

Stock, J. H. & Watson, M. W. (2020). Introduction to Econometrics, Fourth edition., New York, NY: Pearson

Tampakoudis, I., Noulas, A., Kiosses, N. & Drogalas, G. (2021). The Effect of ESG on Value Creation from Mergers and Acquisitions. What Changed during the COVID-19 Pandemic?, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, [e-journal] vol. 21, no. 6, pp.1117–1141, Tillgänglig Online:  
<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CG-10-2020-0448/full/html>

Tian, H. & Wang, J. (2024). Navigating the Storm: How the COVID-19 Pandemic Transformed the M&A Landscape, *Finance Research Letters*, [e-journal] vol. 59, p.104834, Tillgänglig Online: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1544612323012060> [

UN PRI. (u.å). About the PRI, *PRI*, Tillgänglig Online:  
<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri> [Hämtad 2024-04-02]

Walkling, R. A. & Edmister, R. O. (1985). Determinants of Tender Offer Premiums, *Financial Analysts Journal*, [e-journal] vol. 41, no. 1, pp.27–37, Tillgänglig Online:  
<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.2469/faj.v41.n1.27>

Wooldridge, J. M. (2013). Introductory Econometrics: A Modern Approach, 5th ed., Mason, OH: South-Western Cengage Learning

## APPENDIX

**Tabell 1: Icke transformerad deskriptiv statistik**

<i>Statistik</i>	<i>N</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Median</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>SD</i>	<i>Skevhet</i>	<i>Kurtosis</i>
<i>Premie</i>	34.30328	13.96	-88.58	1331.53	128	145.166	6.945913	57.51637
<i>ESG</i>	47.85654	49.17842	4.577664	95.18493	128	19.17848	-.0899628	2.255115
<i>E</i>	43.09025	45.44108	.2319109	98.45422	128	24.46354	.0516751	2.084982
<i>S</i>	49.77027	48.0085	.6648609	96.48684	128	23.58169	-.1067865	2.069344
<i>G</i>	49.82638	49.24382	6.833992	92.70778	128	21.09657	.0704281	2.114608
<i>Storlek</i>	10862.07	3554.683	87.21636	142456.9	128	22069.57	3.819233	18.71735
<i>ROE</i>	-41.76789	7.005	-5100.064	70.555	128	456.0638	-10.81137	120.1344
<i>CapEx</i>	.044964	.0308712	.0000112	.2982524	128	.0483941	2.555117	10.92772
<i>Tillväxt</i>	5.679633	5.76	-84.674	130.278	128	24.93348	.995102	10.48585
<i>Lik</i>	1.742412	1.268347	.0345591	28.34612	128	2.637586	8.277641	82.50864
<i>Kont</i>	.7109375	1	0	1	128	.4551083	-.9306196	1.866053
<i>Gräns</i>	.421875	0	0	1	128	.4957993	.316386	1.1001
<i>Horis</i>	.40625	0	0	1	128	.4930621	.3817709	1.145749
<i>Covid-19</i>	.6484375	1	0	1	128	.4793342	-.6217822	1.386613

Tabell 1: I tabellen presenteras den deskriptiva statistiken för det slutliga urvalet före transformering.

**Tabell 2: Korrelationsmatris**

Korrelation	Premie	Premie_w	ESG	E	S	G	Storlek	In_Storlek	ROE	ROE_w	CapEx	CapEx_w	CapEx_w	Lik	Lik_w	Tilväxt	Tilväxt_w	Kont	Grüns	Horis	Covid-19
Premie	1.0000																				
Premie_w	0.6222	1.0000																			
ESG	-0.0227	-0.1056	1.0000																		
E	-0.0536	-0.0898	0.8745	1.0000																	
S	0.0032	-0.0999	0.9120	0.7669	1.0000																
G	-0.0056	-0.0510	0.6032	0.3134	0.3268	1.0000															
Storlek	-0.1040	-0.1811	0.2279	0.2396	0.1424	0.1922	1.0000														
In_Storlek	-0.1618	-0.1751	0.4118	0.4297	0.3163	0.2696	0.6854	1.0000													
ROE	0.0154	0.0855	-0.0753	-0.0680	-0.0324	-0.1000	0.0411	0.0348	1.0000												
ROE_w	-0.2423	-0.1211	0.1365	0.1096	0.1206	0.0839	0.1775	0.2779	0.3190	1.0000											
CapEx	-0.0171	-0.0080	-0.2983	-0.2392	-0.3128	-0.1142	0.0323	-0.0193	0.0573	0.0524	1.0000										
CapEx_w	-0.0154	-0.0208	-0.2643	-0.2147	-0.2990	-0.0701	0.0753	0.0220	0.0646	0.0412	0.9516	1.0000									
Lik	0.0686	0.0861	-0.1571	-0.1489	-0.1095	-0.1302	-0.1060	-0.3324	0.0248	-0.0869	-0.0057	0.0193	1.0000								
Lik_w	0.2009	0.1543	-0.0204	-0.0285	0.0768	-0.1804	-0.1538	-0.3398	0.0094	-0.0739	-0.1793	-0.1777	0.6317	1.0000							
Tilväxt	-0.0687	-0.0940	0.0119	-0.0003	-0.0192	0.0565	0.1964	0.1495	0.0722	0.2257	0.0999	0.1171	-0.2794	-0.1425	1.0000						
Tilväxt_w	0.0061	-0.0392	0.0100	-0.0264	-0.0133	0.0725	0.1404	0.1365	0.0902	0.2506	0.1055	0.1173	-0.2013	-0.0918	0.9109	1.0000					
Kont	0.0003	0.0560	-0.1728	-0.1486	-0.1227	-0.1850	-0.1412	-0.1228	0.1551	0.0618	0.0738	0.0496	-0.0477	0.1292	0.1588	0.2362	1.0000				
Grüns	0.0655	0.0634	0.2131	0.2108	0.2172	0.0651	-0.0149	0.1266	0.0618	0.0169	-0.0225	-0.0620	-0.0647	0.0089	0.1353	0.1433	-0.0136	1.0000			
Horis	-0.1060	-0.0935	0.2338	0.2293	0.2255	0.0926	0.1870	0.1951	0.0873	0.2039	-0.0669	-0.0243	0.1242	0.1157	0.0485	0.0634	-0.1042	-0.0302	1.0000		
Covid-19	0.1324	0.1471	-0.2231	-0.2010	-0.1516	-0.2194	-0.1921	-0.3225	-0.0537	-0.0462	0.1103	0.0883	0.1416	0.1886	-0.0518	-0.0116	0.2163	-0.2324	-0.1239	1.0000	

Tabell 2: I tabellen presenteras korrelationen mellan samtliga variabler såväl transformerade som icke transformerade.

### Tabell 3: Breusch-Pagan/CookWeisberg test

<i>Hypotes 1: ESG-betyg &amp; Budpremie</i>	<i>Chi-squared</i>	<i>Prob &gt;Chi-squared</i>
<i>Budpremie</i>	5,96	0,0147
<i>Hypotes 2a: E-betyg &amp; Budpremie</i>	<i>Chi-squared</i>	<i>Prob &gt;Chi-squared</i>
<i>Budpremie</i>	5,62	0,0177
<i>Hypotes 2b: S-betyg &amp; Budpremie</i>	<i>Chi-squared</i>	<i>Prob &gt;Chi-squared</i>
<i>Budpremie</i>	6,46	0,0110
<i>Hypotes 2c: G-betyg &amp; Budpremie</i>	<i>Chi-squared</i>	<i>Prob &gt;Chi-squared</i>
<i>Budpremie</i>	4,52	0,0336

Tabell 3: I ovanstående tabell återfinns resultatet för Breusch-Pagan/Cook Weisberg testen på samtliga hypoteser. H0: Constant Variance.

## Tabell 4: Ramsey RESET test

<i>Hypotes 1: ESG-betyg &amp; Budpremie</i>	<i>F-statistic</i>	<i>Prob &gt; F</i>
<i>Budpremie</i>	0,42	0,7422
<i>Hypotes 2a: E-betyg &amp; Budpremie</i>	<i>F-statistic</i>	<i>Prob &gt; F</i>
<i>Budpremie</i>	0,89	0,4474
<i>Hypotes 2b: S-betyg &amp; Budpremie</i>	<i>F-statistic</i>	<i>Prob &gt; F</i>
<i>Budpremie</i>	1,19	0,3172
<i>Hypotes 2c: G-betyg &amp; Budpremie</i>	<i>F-statistic</i>	<i>Prob &gt; F</i>
<i>Budpremie</i>	1,64	0,1846

Tabell 4: I ovanstående tabell återfinns resultatet från Ramsey RESET-testet för samtliga hypoteser. H0: Model has no omitted variables.

## Tabell 5: Chow's Structural Change Test

	<b>Hypotes 1</b> H0: no Structural Change	<b>Hypotes 2a</b> H0: no Structural Change	<b>Hypotes 2b</b> H0: no Structural Change	<b>Hypotes 2c</b> H0: no Structural Change
<i>Chow test</i>	3,96	3,34	3,74	1,86
<i>P-value &gt; F</i>	0,0214	0,0388	0,0265	0,1608

Tabell 5: I ovanstående tabell återfinns resultatet från Chow's Structural Change testet för samtliga hypoteser. H0: no Structural Change.