



AKADEMIN FÖR UTBILDNING OCH EKONOMI
Avdelningen för ekonomi

Sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader

Financial slack – en moderator?

Viktor Lundqvist
Samuel Andersson

2023

Examensarbete, Grundnivå (kandidatexamen), 15 hp
Företagsekonomi
Ekonomprogrammet
Examensarbete företagsekonomi C

Handledare: Jan Svanberg
Examinator: Mats Landström

Förord

Till att börja med vill vi rikta ett särskilt tack till vår handledare Jan Svanberg för all kontinuerlig återkoppling under terminens gång. Tack även till vår handledningsgrupp som bidragit med insiktsfulla råd och kommentarer under hela uppsatsskrivandet. Slutligen vill vi tacka examinator Mats Landström för erhållen feedback.

Högskolan i Gävle, maj 2023

Viktor Lundqvist

Samuel Andersson

Sammanfattning

Titel: Sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.

Nivå: Examensarbete på Grundnivå (kandidatexamen) i ämnet företagsekonomi

Författare: Viktor Lundqvist och Samuel Andersson

Handledare: Jan Svanberg

Datum: 2023 – Maj

Syfte: I takt med att hållbarhet blir allt viktigare, erhåller företagen en betydelsefull roll i arbetet för ett hållbart samhälle. Vilket medfört ett stort intresse för hur ESG-betyget påverkar de finansiella aspekterna av verksamheten i både företagsvärlden och den akademiska världen. Mycket av den tidigare forskningen har fokuserat på välutvecklade marknader när denna relation studerats, till följd av detta riktar denna studie in sig på tillväxtmarknader. I denna kontext har institutionella faktorer bidragit till att resultaten från tidigare forskning är motstridiga. Studiens syfte är att undersöka sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation, samt hur financial slack påverkar denna relation på tillväxtmarknader.

Metod: Studien har en deduktiv ansats och tillämpar en kvantitativ metod. Med hjälp av regressionsanalyser undersöks sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation, samt hur financial slack påverkar det studerade sambandet på tillväxtmarknader. Urvalet består av 2 287 företag från 19 tillväxtmarknader fördelat över 11 sektorer. Samtliga data avser år 2022 och är hämtade från Refinitiv Eikons databas. Sekundärdata har analyserats genom univariat-, bivariat- och multivariat analys i statistikprogrammet IBM SPSS.

Resultat och slutsats: Resultaten antyder ett positivt samband mellan ESG-betyg och ROE, samt mellan G-betyg och finansiell prestation. Samtidigt som inget samband observeras mellan E- och S-betyg och finansiell prestation. Vidare antyder resultaten att financial slack inte påverkar relationen mellan ESG-betyg och finansiell prestation.

Examensarbetets bidrag: Studien bidrar med ny och ökad kunskap beträffande sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation. Dels genom att en relativt outforskad kontext, i form av tillväxtmarknader studeras, dels då de tre dimensionerna av ESG och dess effekt på den finansiella prestationen undersöks var för sig.

Förslag till framtida forskning: Med bakgrund mot studiens begränsningar föreslås att framtida forskare tillämpar en longitudinell forskningsdesign när sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation studeras, detta för att fånga upp förändringar över tid. Ett ytterligare förslag är att använda marknadsbaserade mått för att mäta finansiell prestation.

Nyckelord: ESG-betyg, E-, S- och G-betyg, finansiell prestation, financial slack, intressentteorin och tillväxtmarknader.

Abstract

Title: The relationship between ESG-score and financial performance in emerging markets.

Level: Student thesis, final assignment for Bachelor Degree in Business Administration

Author: Viktor Lundqvist and Samuel Andersson

Supervisor: Jan Svanberg

Date: 2023 – May

Aim: As sustainability becomes increasingly important, companies are given a significant role in the work towards a sustainable society. Which has led to a great deal of interest in how the ESG-rating affects the financial aspects of the business in the corporate community as well as in the academia. Much of the previous research has focused on developed markets when studying this relationship, as a result this study focuses on emerging markets. In this context, institutional factors have contributed to conflicting results from previous research. The purpose of the study is to investigate the relationship between ESG-score and financial performance, as well as how financial slack affects this relationship in emerging markets.

Method: The study has a deductive research approach and uses a quantitative method. Using regression analyses, the relationship between ESG-score and financial performance is examined, as well as how financial slack affects this relationship in emerging markets. The sample consists of 2 287 companies from 19 emerging markets, operating in 11 different sectors. All data refer to the year 2022 and are retrieved from Refinitiv Eikon's database. The secondary data has been analyzed through univariate, bivariate and multivariate analysis in the statistics program IBM SPSS.

Results and conclusions: The results indicate a positive relationship between ESG-score and ROE, as well as between G-score and financial performance. Meanwhile, no relationship is observed between E-, and S-score and financial performance. Furthermore, the results suggest that financial slack does not affect the relationship between ESG-score and financial performance.

Contribution of the thesis: The study contributes with new and increased knowledge regarding the relationship between ESG-score and financial performance. By studying a relatively unexplored context, in the form of emerging markets, and by examining the three dimensions of ESG and its effect on financial performance individually.

Suggestions for future research: Due to the study's limitations, it is suggested that future researchers apply a longitudinal study design when investigating the relationship between ESG-score and financial performance, so that changes over time can be observed. Another suggestion is to use market-based key ratios to measure financial performance.

Key words: ESG-score, E-, S- and G-score, financial performance, financial slack, stakeholder theory and emerging markets.

Innehållsförteckning

| | |
|---|----|
| 1. Inledning | 1 |
| 1.1 Bakgrund | 1 |
| 1.2 Problemdiskussion | 2 |
| 1.3 Syfte | 3 |
| 2. Teoretisk referensram | 4 |
| 2.1 ESG | 4 |
| 2.1.1 Environmental | 4 |
| 2.1.2 Social..... | 4 |
| 2.1.3 Governance..... | 4 |
| 2.2 Finansiell prestation | 5 |
| 2.3 Tillväxtmarknader och institutionella faktorer | 5 |
| 2.4 Sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation | 6 |
| 2.4.1 Sambandet mellan “E”-betyg och finansiell prestation..... | 7 |
| 2.4.2 Sambandet mellan “S”-betyg och finansiell prestation..... | 8 |
| 2.4.3 Sambandet mellan “G”-betyg och finansiell prestation | 8 |
| 2.5 Financial slack | 9 |
| 2.5.1 Financial slack och sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation..... | 9 |
| 2.6 Intressentteori | 10 |
| 2.6.1 Value relevance theory och Shareholder expense theory..... | 11 |
| 2.7 Hypotesformulering | 11 |
| 3. Metod | 14 |
| 3.1 Vetenskapsteoretisk utgångspunkt | 14 |
| 3.2 Empirisk metod | 14 |
| 3.2.1 Insamling av litteratur | 14 |
| 3.2.2 Insamling av data | 15 |
| 3.2.3 Urval och bortfall | 15 |
| 3.3 Operationalisering | 17 |
| 3.3.1 Beroende variabel..... | 17 |
| 3.3.2 Oberoende variabler | 18 |
| 3.3.3 Modererande variabel..... | 18 |
| 3.3.4 Kontrollvariabler | 19 |
| 3.4 Analysmetoder | 20 |
| 3.4.1 Univariat analys..... | 20 |
| 3.4.2 Bivariat analys..... | 20 |
| 3.4.3 Multivariat analys..... | 21 |
| 3.4.4 Felkällor | 22 |
| 3.5 Kvalitetskriterier | 22 |
| 3.5.1 Validitet | 22 |
| 3.5.2 Reliabilitet | 23 |
| 3.5.3 Replikerbarhet | 23 |
| 4. Resultat | 24 |
| 4.1 Deskriptiv statistik | 24 |
| 4.2 Korrelationsanalys | 25 |
| 4.3 Kontroll av felkällor | 26 |
| 4.3.1 Multikollinearitet..... | 26 |
| 4.3.2 Heteroskedasticitet | 27 |
| 4.4 Regressionsanalyser | 27 |

| | |
|---|-----------|
| 4.4.1 Regressionsanalys: Sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation | 27 |
| 4.4.2 Regressionsanalys: Sambandet mellan E-betyg och finansiell prestation | 29 |
| 4.4.3 Regressionsanalys: Sambandet mellan S-betyg och finansiell prestation..... | 30 |
| 4.4.4 Regressionsanalys: Sambandet mellan G-betyg och finansiell prestation | 32 |
| 4.4.5 Regressionsanalys: ESG-betyg, financial slack och finansiell prestation..... | 34 |
| 5. Diskussion | 36 |
| 5.1 Resultatdiskussion | 36 |
| 5.1.1 ESG-betyg och finansiell prestation..... | 36 |
| 5.1.2 E-, S- och G-betyg och finansiell prestation | 37 |
| 5.1.3 ESG-betyg, financial slack och finansiell prestation | 38 |
| 6. Slutsats..... | 40 |
| 6.1 Slutsats..... | 40 |
| 6.2 Studiens bidrag | 41 |
| 6.3 Studiens begränsningar och förslag till vidare forskning..... | 41 |
| Källförteckning..... | 43 |
| Bilaga 1: studiens ekvationer | 48 |
| Ekvation 1: ESG-betygets påverkan på finansiell prestation (ROA) (H1)..... | 48 |
| Ekvation 2: ESG-betygets påverkan på finansiell prestation (ROE) (H1)..... | 48 |
| Ekvation 3: E-betygets påverkan på finansiell prestation (ROA) (H1a)..... | 48 |
| Ekvation 4: E-betygets påverkan på finansiell prestation (ROE) (H1a) | 48 |
| Ekvation 5: S-betygets påverkan på finansiell prestation (ROA) (H1b)..... | 48 |
| Ekvation 6: S-betygets påverkan på finansiell prestation (ROE) (H1b) | 48 |
| Ekvation 7: G-betygets påverkan på finansiell prestation (ROA) (H1c) | 48 |
| Ekvation 8: G-betygets påverkan på finansiell prestation (ROE) (H1c)..... | 48 |
| Ekvation 9: Financial slacks påverkan på sambandet mellan ESG betyg och finansiell prestation (ROA) (H2) | 48 |
| Ekvation 10: Financial slacks påverkan på sambandet mellan ESG betyg och finansiell prestation (ROE) (H2)..... | 48 |

Tabellförteckning

| | |
|--|----|
| Tabell 1: Urval - länder | 16 |
| Tabell 2: Sektorer | 16 |
| Tabell 3: Orsaker till bortfall..... | 17 |
| Tabell 4: Bortfallsanalys | 17 |
| Tabell 5: Deskriptiv statistik | 25 |
| Tabell 6: Korrelationsmatris..... | 26 |
| Tabell 7: VIF-test | 27 |
| Tabell 8: Regressionsanalyser H1 | 29 |
| Tabell 9: Regressionsanalyser H1a | 30 |
| Tabell 10: Regressionsanalyser H1b | 32 |
| Tabell 11: Regressionsanalyser H1c | 33 |
| Tabell 12: Regressionsanalyser H2 | 35 |

Formelförteckning

| | |
|---|----|
| Formel 1: Avkastning på totalt kapital (beroende variabel)..... | 18 |
| Formel 2: Avkastning på eget kapital (beroende variabel) | 18 |
| Formel 3: Financial slack (modererande variabel)..... | 18 |

| | |
|--|----|
| Formel 4: Företagsstorlek (kontrollvariabel) | 19 |
| Formel 5: Risk (kontrollvariabel)..... | 19 |
| Formel 6: Medelvärde | 20 |
| Formel 7: Standardvavvikelse | 20 |
| Formel 8: Pearsons r..... | 21 |
| Formel 9: Multipel regression | 21 |

Begreppsförklaring

CSR - Corporate Social Responsibility

ESG - Environmental, Social och Governance

ROA - Return on Assets (avkastning på totalt kapital)

ROE - Return on Equity (avkastning på eget kapital)

VIF - Variance Inflation Factor

1. Inledning

Det första kapitlet inleds med en ämnesmässig bakgrund, följt av en problemformulering som leder fram till att studiens syfte formuleras.

1.1 Bakgrund

Den globala klimatkrisen blir alltmer påtaglig och Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) redogör i sin rapport från 2022 för hur klimatkrisen tar sig till uttryck i dagsläget. Högre havsnivåer, stigande temperaturer, smältande isar, förändringar i ekosystem och vattenbrist är bara några exempel (IPCC, 2022). I och med den växande klimatkrisen blir hållbarhetsfrågor allt viktigare för alla delar av samhället. Inte minst för företagen som förväntas vara ledande i arbetet mot målsättningen om en hållbar värld (Frostenson, Helin & Sandström, 2015, s 11).

Med det ökade intresset för hållbarhetsfrågor ställs också nya krav på företagen, utöver information av finansiell karaktär, vill intressenter och samhället veta hur företagens verksamhet påverkar andra aspekter, såsom miljöpåverkan och socialt ansvarstagande (Rodriguez-Fernandez 2016). Till följd av detta har hållbarhetsrapporteringen ökat markant de senaste åren, år 2011 hållbarhetsrapporterade 20 % av S&P topp 500-företagen, år 2021 hade andelen ökat till 96 % (Governance & Accountability Institute, 2022). Dessutom har det ökade intresset för hållbarhet medfört att begreppen Corporate Social Responsibility (CSR) och Environmental, Social och Governance (ESG) fått större utrymme i såväl företagsvärlden som i den akademiska världen (Gillan, Koch & Starks, 2021).

ESG är en typ av hållbarhetsrapportering bestående av tre dimensioner, Environmental (miljö), Social och Governance (bolagsstyrning) och ESG-betyget avser att mäta företagens prestationer i förhållande till dessa dimensioner (Refinitiv, 2022). ESG har på senare år blivit alltmer intressant för potentiella investerare, aktieägare och andra intressenter (Miralles-Quirós, Miralles-Quirós & Valente Gonçalves, 2018). Investerare lägger allt större fokus på ESG-betyg vid företagsanalyser och efterfrågar ESG relaterad information (Miralles-Quirós m.fl., 2018; Ahmad, Mobarek & Roni, 2021).

ESG-betyget baseras på information från offentligt publicerade rapporter (Refinitiv 2022), således har ESG-upplysningar och socialt ansvarstagande integrerats i företagens externa rapporter. Dels då det finns en förväntan från samhället, specifikt från intressenterna om att sådan information offentliggörs, dels då en rapportering kombinerad av finansiella och icke-finansiella resurser bidrar till att optimera prestationen (Hoque, 2017).

1.2 Problemdiskussion

I takt med att hållbarhet blir allt viktigare för både företagen och dess intressenter, blir det också av större vikt att mäta hur väl företagen presterar ur ett hållbarhetsperspektiv. Ett mått för detta är ESG-betyget, som enligt Gillan m.fl. (2021) visar hur väl företag presterar i förhållande till ESG:s tre dimensioner: miljö, socialt och bolagsstyrning. ESG-betyget har blivit centralt vid utvecklandet av CSR-praktiker och för framtagandet av hållbara strategier, som i sin tur har effekt på företagets finansiella prestation (Eccles & Serafeim, 2013).

Sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation har studerats flitigt de senaste åren. Framför allt har tidigare studier fokuserat på utvecklade marknader och länder, och mycket av den tidigare forskningen finner att ESG-prestation har en positiv effekt på finansiell prestation (Rodriguez-Fernandez, 2016; Velte, 2017; Ahmad m.fl., 2021; Bruna, Loprevite, Raucci, Ricca & Rupo, 2022; Mardini, 2022). Desto färre studier har studerat detta förhållande på tillväxtmarknader. Det är av intresse att studera sambandet på tillväxtmarknader då resultaten från utvecklade marknader inte kan tas för givet i en annan kontext. Vilket tydliggörs av Garcia och Orsato (2020) studie, som finner ett positivt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation på utvecklade marknader, samtidigt som de observerar ett negativt samband på tillväxtmarknader.

Stora institutionella skillnader mellan utvecklade marknader och tillväxtmarknader kan förklara varför olika resultat observerats (Garcia & Orsato, 2020). Företag verksamma på tillväxtmarknader opererar i en miljö präglad av svaga eller dysfunktionella institutioner (Cuervo-Cazurra & Genc, 2008; Julian & Ofori-Dankwa, 2013; Garcia & Orsato, 2020), vilket tar sig i uttryck genom ineffektiva rättssystem och svaga övervakningssystem (Cuervo-Cazurra & Genc, 2008), samt i form av politisk instabilitet och högre grad av korruption (Cuervo-Cazurra, 2016). Detta sammantaget, bidrar enligt Garcia och Orsato (2020), till att investeringar i ESG inte är lika prioriterade på tillväxtmarknader. Vidare innebär de institutionella skillnaderna att andra resultat kan förväntas i denna kontext, således behövs detta arbete då resultaten från forskning utförd på utvecklade marknader inte kan generaliseras till en annan institutionell miljö (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

Därtill behöver detta studeras ytterligare då tidigare forskning rörande sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader presenterat motstridiga resultat. En del forskare finner att ESG-betyg har en positiv effekt på finansiell prestation (Bodhanwala & Bodhanwala, 2018; Shakil, Mahmood, Tasnia & Munin, 2019). Medan andra gör gällande att

ESG-betyg har negativ effekt på finansiell prestation (Garcia, Mendes-Da-Silva & Orsato, 2017; Garcia & Orsato, 2020; Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Endast en av dessa studier har tagit hänsyn till financial slack, och de motstridiga resultaten skulle kunna förklaras av att financial slack inte undersökts. Detta eftersom tidigare forskning indikerar att en viktig förklarande variabel när sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation studeras, är hur mycket tillgängliga finansiella resurser som företagen har (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

Vidare förklarar Doque-Grisales och Aguilera-Caracuel (2021) att förekomsten av financial slack ger företag möjlighet att allokera mer resurser åt ESG-aktiviteter, som i sin tur förbättrar företagets rykte, vilket leder till en högre finansiell prestation. Samtidigt som avsaknaden av tillgängliga finansiella resurser får motsatt effekt. Financial slack har visat sig ha effekt på ESG-prestation och finansiell prestation (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021), vilket gör det relevant att studera i sammanhanget.

För att kunna generera ett än mer betydelsefullt bidrag till det företagsekonomiska forskningsområdet menar Humphrey, Lee och Shen (2012) att varje enskild dimension av ESG och dess effekt på finansiell prestation behöver undersökas individuellt. Detta då begreppets ingående delar tillsammans och till lika delar utgör grunden för betyget (Humphrey m.fl., 2012). Med bakgrund mot detta är det väsentligt att undersöka alla dimensioners påverkan på finansiell prestation för att bättre förstå hur ESG påverkar den finansiella prestationen.

Arbetet kan bidra till det företagsekonomiska forskningsområdet på flera sätt. För det första har tidigare forskning till stor del fokuserat på utvecklade marknader när sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation studerats. Detta arbete kommer istället att undersöka detta samband i en mer utforskad kontext, nämligen på tillväxtmarknader. För det andra kommer alla dimensioner av ESG och dess effekt på finansiell prestation att studeras. Och för det tredje kommer financial slacks påverkan på sambandet att studeras, något som få studier tidigare undersökt i sammanhanget.

1.3 Syfte

Syftet med studien är att undersöka sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation, samt hur förekomsten av financial slack påverkar denna relation på tillväxtmarknader.

2. Teoretisk referensram

I det andra kapitlet presenteras arbetets teoretiska ramverk. Här förklaras relevanta begrepp och teorier för studien. Kapitlet avslutas med en sammanfattande hypotesformulering.

2.1 ESG

Hållbarhet och ESG går hand i hand, och det sistnämnda kan ses som ett koncept som företag kan integrera i sina strategier för att generera mervärde för alla sina intressenter. ESG består av tre delar: Environmental, social och governance och ESG-betyget avser att mäta hur väl företag presterar sett till dessa tre dimensioner (Gillan m.fl., 2021). Enligt Humphrey m.fl. (2012) har betygets dimensioner olika effekt på det aggregerade betyget, vissa aktiviteter är värdehöjande medan andra är värdesänkande. I detta arbete används Refinitivs ESG-betyg, vilket baseras på offentligt publicerad information som delas in i tio underkategorier för att avgöra hur väl företag presterat i förhållande till ESG:s dimensioner (Refinitiv, 2022).

2.1.1 Environmental

”E” står för den miljömässiga delen av ESG-betyget och består av tre underkategorier: resursanvändning, innovation och utsläpp (Refinitiv, 2022). Enligt Wang, Zhao och Zhang (2020) handlar den miljömässiga dimensionen om hur företag vidtar åtgärder för att skydda miljön och minska verksamhetens miljöpåverkan. Vilket företag kan åstadkomma genom att minska sin energiförbrukning och använda förnybara energikällor samt genom att eftersträva en effektiv resursanvändning (Wang m.fl., 2020).

2.1.2 Social

”S” står för den sociala delen av ESG och innefattar företagets relation till dess omgivning, där den viktigaste relationen är till intressenterna (Humphrey m.fl., 2012). Dimensionen består av företagets sociala ansvarstagande, där viktiga faktorer är hur företagets aktiviteter påverkar samhällets långsiktiga intressen och hur väl företagen förhåller sig till befintlig lagstiftning och regelverk (Wang m.fl., 2020). När det gäller själva ESG-betyget så består den sociala dimensionen av fyra underkategorier: arbetskraft, mänskliga rättigheter, samhälle och produktansvar (Refinitiv, 2022).

2.1.3 Governance

”G” dimensionens gängse översättning är bolagsstyrning. Wang m.fl (2020) hävdar att kärnan i bolagsstyrning är företagets förmåga att lösa principal-agent-problemen, vilket kan göras genom att etablera långsiktiga övervakningssystem i syfte att få ledningen att arbeta i linje

med intressenternas intressen. Däremot finns det olika uppfattningar om vilka faktorer som främst har effekt på bolagsstyrningsbetyget. Enligt Gillan m.fl. (2021) kan styrelsens storlek och självständighet ha betydelse, men även företagsspecifika egenskaper kan vara av vikt, såsom investerarskydd för minoritetsägare samt ett kassaöverflöd. Givetvis finns det även ett betyg för denna dimension, betyget består av tre underkategorier: ledning, delägare och CSR-strategi (Refinitiv, 2022).

2.2 Finansiell prestation

För att mäta ett företags finansiella prestation används vanligtvis effektivitetsmått. Två av de vanligaste nyckeltalen för att mäta effektiviteten är Return on Assets (ROA) och Return on Equity (ROE) (Murphy, Trailer & Hill, 1996). Dessa nyckeltal är räntabilitetsmått då de mäter förräntningen av olika typer kapital, alltså hur stort resultatet är i förhållande till företagets tillgångar (Andersson & Funck, 2020). ROA, eller räntabilitet på totalt kapital, mäter avkastningen på allt kapital i företaget, medan ROE, eller räntabilitet på eget kapital, mäter avkastningen på ägarnas insättning (Andersson & Funck, 2020). Kortfattat mäter ROA avkastningen ur ett översiktligt perspektiv medan ROE mäter avkastningen från aktieägarnas perspektiv.

Båda måtten ROA och ROE ligger i nära relation till varandra då de använder samma täljare men olika nämnare vid beräkning. Eftersom eget kapital i ett företag måste vara lika eller mindre än de totala tillgångarna uppvisas en negativ korrelation mellan de båda (Murphy m.fl., 1996). Murphy m.fl. (1996) förklarar att detta leder till att ROA är ett försiktigare mått än ROE vid tvärsnittsstudier samt att positiva effekter på ROA kan generaliseras till ROE men inte tvärtom. Vid en longitudinell studie finns det dock ingen möjlighet att på ett säkert sätt generalisera de båda måtten mot varandra (Murphy m.fl., 1996).

2.3 Tillväxtmarknader och institutionella faktorer

Som tidigare diskuterats finner flertalet forskare ett positivt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation hos företag i välutvecklade länder de senaste åren. Samtidigt är förutsättningarna för företag i mindre utvecklade länder och som agerar på tillväxtmarknader väldigt annorlunda vilket kan leda till andra resultat. En av förklaringarna till ett försvagat eller negativt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader är de institutionella skillnaderna (Garcia & Orsato, 2020; Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

Julian och Ofori-Dankwa (2013) undersöker företag i Ghana och finner ett negativt samband mellan CSR aktiviteter och finansiell prestation på tillväxtmarknader. Förklaringen till det observerade sambandet är skillnader i institutionella faktorer. Julian och Ofori-Dankwa (2013) benämner dessa institutionella skillnader som Institutional Difference Hypothesis (IDH) och påpekar att det har en betydande roll vid företags strategiska beslutsfattande. De institutionella faktorer som har en påverkan påpekar Julian och Ofori-Dankwa (2013) kan vara att företag i dessa länder har svårare att attrahera och bygga upp kapital för investeringar. Detta kan leda till att företag väljer att inte investera i CSR då det innebär större risker för företagen. Även Clark, Feiner och Viehs (2015) kommer fram till en liknande slutsats där en eftersträvan efter högre ESG-betyg innebär en större osäkerhet.

Cuervo-Cazurra och Genc (2008) genomför en studie där de jämför för- och nackdelar mellan företag i tillväxtländer jämfört med utvecklade länder. Här finner de också att institutionella faktorer har en stor påverkan på företagen. Cuervo-Cazurra och Genc (2008) påpekar att politisk instabilitet och svagare institutioner påverkar vilka intressenter som företagen attraherar samt vad företagen prioriterar. Med större risk för våldsamheter och kriminalitet i tillväxtländer får företagsledningen agera annorlunda (Cuervo-Cazurra, 2016). Vanligt förekommande i teorin kring institutionella skillnader mellan tillväxtländer och väl utvecklade länder är även förekomsten av korruption i tillväxtländer (Julian & Ofori-Dankwa, 2013; Cuervo-Cazurra & Genc, 2008; Cuervo-Cazurra, 2016; Clark m.fl., 2015; Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

Det är också mindre sannolikt att företag från tillväxtländer prioriterar CSR eller ESG på grund av en institutionell kontext där det helt enkelt inte är lika prioriterat (Julian & Ofori-Dankwa, 2013, Garcia & Orsato, 2020). Garcia och Orsato (2020) förklarar även att företag i dessa länder inte utsätts för samma press av omvärlden att utföra detta.

2.4 Sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation

Flertalet studier har fokuserat på förhållandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation. Resultaten har genom åren varierat, men på senare år har många forskare funnit ett positivt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation i utvecklade länder (Rodriguez-Fernandez, 2016; Velte, 2017; Ahmad m.fl., 2021; Bruna m.fl., 2022; Mardini, 2022). Där både Velte (2017) och Mardini (2022) finner att det aggregerade ESG-betyget har en positiv effekt på avkastning på totalt kapital. Däremot kan inte det positiva sambandet tas för givet i en annan kontext. I alla fall inte om man ska tro Garcia och Orsato (2020) som i enlighet med

studierna ovan finner ett positivt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation i utvecklade länder, men samtidigt finner att det observerade sambandet har motsatt riktning i tillväxtländer och på tillväxtmarknader.

Även andra studier kommer fram till resultat som liknar dem i Garcia och Orsato (2020) studie. Både Garcia m.fl. (2017) och Doque-Grisales och Aguilera-Caracuel (2021) finner ett negativt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader. Det finns flera faktorer som kan förklara varför ett negativt samband observeras. Däribland institutionella svagheter, som gör att en del av de ESG-aktiviteter som vidtas får en negativ effekt på lönsamheten (Garcia & Orsato 2020; Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel 2021). Investeringar i ESG leder till ökade kostnader för företagen och vid avsaknad av institutionellt stöd ser inte företagens intressenter investeringarna som värdehöjande. Vidare innebär stora ESG-investeringar ett sämre kassaflöde, vilket medför att företagen har mindre resurser att investera i deras övriga verksamhet, vilket i sin tur leder till en sämre prestation (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

En tredje uppsättning studier iakttar ett positivt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader. Bodhanwala och Bodhanwala (2018) menar att företag som framgångsrikt integrerat ESG i sina strategier presterar bättre ur ett finansiellt perspektiv. Detta då företagens intressenter uppfattar implementeringen av hållbara strategier som positivt (Bodhanwala & Bodhanwala, 2018). Även Shakil m.fl. (2019) gör gällande att intressenternas ökade intresse för ESG relaterad information bidragit till att ett positivt samband observerats.

2.4.1 Sambandet mellan "E"-betyg och finansiell prestation

E-betyget representerar hur väl företagen presterar sett ur ett miljömässigt perspektiv (Refinitiv, 2022). Eftersom ESG-betyget består av tre underbetyg, har tidigare forskning också fokuserat på hur betygen inom de enskilda dimensionerna påverkar företagens finansiella prestation på tillväxtmarknader. Miralles-Quirós m.fl. (2018) och Shakil m.fl. (2019) finner ett positivt samband mellan miljöprestation och finansiell prestation. Den främsta förklaringen till detta är att företagens intressenter betraktar miljömässiga faktorer som avgörande för företagens långsiktiga överlevnad, men även som värdehöjande på kortare sikt (Miralles-Quirós m.fl. 2018; Shakil m.fl. 2019).

Till skillnad från dessa studier observerar andra forskare ett negativt samband mellan miljöprestation och finansiell prestation på tillväxtmarknader (Garcia m.fl., 2017; Saygili, Arslan & Ozden Birkan, 2022; Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Gupta, Pardo & Cooper, 2022). Vilket kan bero på att företagen i denna kontext inte prioriterar miljömässiga målsättningar i tillräckligt stor utsträckning (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Samt att de åtgärder som behövs för att säkerställa en bättre miljöprestation förknippas med ett ökat utflöde av finansiella, teknologiska och humanitära resurser och medför därmed ökade kostnader, vilket i sig försämrar den finansiella prestationen (Garcia m.fl., 2017; Gupta m.fl., 2022).

2.4.2 Sambandet mellan “S”-betyg och finansiell prestation

S-betyget avspeglar hur väl företagen presterar sett ur ett socialt perspektiv (Refinitiv, 2022). Resultaten från tidigare studier är motstridiga, å ena sidan observerar Shakil m.fl. (2019), Saygili m.fl. (2022) och Gupta m.fl. (2022) ett positivt samband mellan social prestation och finansiell prestation på tillväxtmarknader. Där Shakil m.fl. (2019) och Gupta m.fl. (2022) menar att detta är en följd av samhällets ökade intresse för företagens sociala ansvarstagande, i och med detta genererar företagens sociala prestation finansiellt mervärde.

Å andra sidan förklarar Doque-Grisales och Aguilera-Caracuel (2021) sitt observerade negativa samband genom att konstatera att företagsledningarna tenderar att prioritera inflytelserika intressenters specifika behov framför samhällets behov. Vidare menar Doque-Grisales och Aguilera-Caracuel (2021) att företagsledningen enbart avsätter resurser till sociala aktiviteter då en finansiell uppsida identifierats, vilket det sällan finns, och anser inte att investeringar avsedda att öka den sociala prestationen genererar konkurrensfördelar, utan helt enkelt försämrar den finansiella prestationen.

2.4.3 Sambandet mellan “G”-betyg och finansiell prestation

G-betyget visar hur väl företagen presterar sett ur ett bolagsstyrnings-perspektiv (Refinitiv, 2022). Å ena sidan finner Miralles-Quirós m.fl. (2018) och Saygili m.fl. (2022) ett positivt samband mellan G-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader. Å andra sidan iakttar andra studier ett negativt samband eller inget samband mellan G-betyg och finansiell prestation (Shakil m.fl., 2019; Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Gupta m.fl., 2022). Shakil m.fl. (2019) hävdar att den generellt sett svaga bolagsstyrningen på tillväxtmarknader inte bidrar till att öka företagens finansiella prestation. Dessutom menar Gupta m.fl. (2022) att om inte de ökade kostnaderna förknippade med dessa aktiviteter också

ökar lönsamheten på kort sikt, leder det till sämre eller oförändrad finansiell prestation. Vidare kan avsaknaden av påtryckningar från övervakningsorgan i denna kontext förklara varför G-betyg inte har någon effekt på finansiell prestation (Cuervo-Cazurra & Genc, 2008; Shakil m.fl., 2019).

2.5 Financial slack

En vanlig definition av ”financial slack” är att det utgörs av de finansiella resurser som återstår efter att företaget fullgjort sina förpliktelser (Kraatz & Zajac 2001). Enligt George (2005) utgör tillgängliga finansiella resurser incitament för ledningen att experimentera, ta risker och aktivt göra strategiska val. Finansiella resurser används dessutom i syfte att göra företaget mer konkurrenskraftigt samt för att tillgodose en konvergens mellan personliga och organisatoriska målsättningar. Samtidigt som de kan utgöra en buffert i sämre tider (Kraatz & Zajac 2001; George 2005).

George (2005) menar att financial slack har en kritisk roll i alla företag då det har en påverkan på dess finansiella prestation. Framför allt då det kan nyttjas när unika och lönsamma investeringsmöjligheter uppstår. Förekomsten av tillgängliga finansiella resurser underlättar implementeringen av nya strategier, möjliggör förändringar till följd av interna och externa krav samt anpassning till nya konkurrenssituationer (George 2005).

2.5.1 Financial slack och sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation

Hur mycket resurser ett företag investerar i ESG påverkar rimligen hur högt deras ESG-betyg är. Aguilera-Caracuel, Guerrero-Villegas, Vidal-Salazar och Delgado-Márquez (2015) gör gällande att förekomsten av financial slack är av betydelse för hur mycket företag investerar i aktiviteter avsedda att höja deras ESG-betyg. När det finns mycket av financial slack blir företagsledningen, enligt Voss, Sirdeshmukh och Giraud Voss (2008), mer innovativ i sina investeringar och dessutom mer benägna att tillfredsställa intressenternas behov. När de finansiella resurserna istället är begränsade tenderar investeringar i ESG att bortprioriteras (Aguilera-Caracuel m.fl. 2015).

Hur financial slack påverkar sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation är något som inte undersökts i någon större omfattning. En studie som däremot gjort det är Doque-Grisales och Aguilera-Caracuel (2021), som fann ett negativt samband mellan ESG-prestation och finansiell prestation, men observerade samtidigt att när hänsyn togs till förekomsten av financial slack blev sambandet istället positivt. Anledningen är att företag verksamma på

tillväxtmarknader är mer benägna att investera i ESG när de har tillgång till financial slack, vilket bidrar till en ökad ESG-prestation och finansiell prestation då det tillfredsställer intressenternas behov och förbättrar företagets rykte (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

2.6 Intressentteori

Intressentteorin är en kontextuell teori där organisationer betraktas som en del av ett större socialt system där organisationen påverkar, och påverkas av samhället de verkar inom (Deegan & Unerman 2011, s. 348). Således finns det ett socialt kontrakt mellan företaget och samhället, där kontraktet motsvarar samhällets förväntningar på organisationen. Inom intressentteorin begränsas dock det sociala kontraktet till att endast involvera företaget och dess intressenter (Deegan & Unerman 2011, s 348).

Enligt Deegan och Unerman (2011, s. 348) finns det en normativ och en deskriptiv del av teorin, där den förstnämnda gör gällande att alla intressenter är lika viktiga och förtjänar lika mycket uppmärksamhet från företaget. Å andra sidan bygger den deskriptiva delen på att vissa intressenter är viktigare för företaget. Då ser företagsledningen till att tillfredsställa de intressenter som ledningen uppfattar som viktigast, antingen genom att faktiskt tillfredsställa behoven, eller genom att manipulera intressenterna för att få deras stöd och godkännande (Deegan & Unerman 2011, s. 352).

Sett utifrån intressentteorin kommer företag vars intressenter uppfattar hållbarhetsfrågor som viktiga, att hållbarhetsrapportera och säkerställa att de presterar väl utifrån ett ESG-perspektiv. Detta eftersom Porter och Kramer (2011) gör gällande att positiva ESG-aktiviteter gynnar intressenterna och skapar finansiellt mervärde för både företaget och dess intressenter. Bodhanwala och Bodhanwala (2018) menar att intressenternas positiva inställning till ESG relaterade strategier och upplysningar är en anledning till att ESG-betyg har effekt på finansiell prestation. Givet att intressenterna betraktar ESG-betyg som något viktigt kommer en bättre prestation generera en mängd fördelar för företaget, dels i form av lägre kapitalkostnader och skuldsättningsgrad (Bodhanwala & Bodhanwala, 2018), dels i form av att de blir mer attraktiva för potentiella och befintliga investerare (Ahmad m.fl., 2021), vilket får effekt på den finansiella prestationen.

2.6.1 Value relevance theory och Shareholder expense theory

Aktieägare är av många betraktade som bolagens viktigaste intressentgrupp (Shakil m.fl., 2019). Enligt Miralles-Quirós m.fl. (2018) finns det två teorier som kan förklara effekten som ESG-aktiviteter har på ett företags värde, nämligen ”Value relevance theory” och ”Shareholder expense theory”.

Där den förstnämnda gör gällande att genom att integrera miljömässigt-, socialt- och styrningsmässigt ansvarstagande i sina strategier erhåller företagen konkurrensfördelar och genererar större långsiktigt värde åt sina intressenter. Vilket även får effekt på företagets finansiella prestation då investeringar i ESG-aktiviteter, utifrån aktieägarnas perspektiv, ses som positivt och värdehöjande (Miralles-Quirós m.fl. 2018). Utifrån ”Shareholder expense theory” å andra sidan, betraktar aktieägarna investeringar i ESG-aktiviteter enbart som ökade kostnader som leder till en försämrad finansiell ställning (Miralles-Quirós m.fl. 2018). Vidare beskriver Miralles-Quirós m.fl. (2018) att sådana investeringar uppfattas som värdesänkande då de inte betraktas som lönsamma.

2.7 Hypotesformulering

Tidigare studier kring sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader har påvisat något motstridiga resultat. Garcia m.fl. (2017) och Doque-Grisales och Aguilera-Caracuel (2021) finner båda ett negativt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader. Bodhanwala och Bodhanwala (2018) och Shakil m.fl. (2019) finner däremot ett positivt samband, liknande dem i mer utvecklade länder och marknader (Rodriguez-Fernandez, 2016; Velte, 2017; Ahmad m.fl., 2021; Bruna m.fl., 2022; Mardini, 2022). Anledningen till att ett negativt samband uppkommer kan bero på de institutionella skillnaderna som observerats på tillväxtmarknader. Julian och Ofori-Dankwa (2013) förklarar att företag på tillväxtmarknader har svårare att attrahera kapital till investeringar vilket leder till större risk för företagen och då blir ESG inte lika prioriterat. Även politisk instabilitet och korruption i dessa länder påverkar hur företagen agerar (Cuervo-Cazurra & Genc, 2008; Cuervo-Cazurra, 2016). Följande hypotes formuleras för sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation:

H1: Det finns ett negativt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.

Företagens miljömässiga prestation kan vara avgörande för att kunna dra till sig intressenter och kan således påverka företagets finansiella prestation både kortsiktigt och långsiktigt (Miralles-Quirós m.fl. 2018, Shakil m.fl. 2019). Trots detta påvisar flertalet studier ett negativt samband mellan företagets E-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader (Garcia m.fl., 2017; Saygili m.fl., 2022; Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Gupta m.fl., 2022). Doque-Grisales och Aguilera-Caracuel (2021) menar att en förklaring är att de miljömässiga målsättningarna inte är lika prioriterade bland företagen på dessa marknader. Investeringar i ESG leder även till högre kostnader för företagen vilket påverkar den finansiella prestationen och leder till större osäkerhet inför framtiden (Garcia m.fl., 2017; Gupta m.fl., 2022). Därav formuleras följande hypotes:

H1a: Det finns ett negativt samband mellan E-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.

Flertalet studier finner ett positivt samband mellan S-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader (Shakil m.fl., 2019; Saygili m.fl., 2022; Gupta m.fl., 2022). Men de institutionella faktorer som observerats i denna kontext talar för ett negativt samband. Däribland sämre arbetsförhållanden (Clark m.fl., 2015), större osäkerhet och svagare juridiskt skydd för anställda (Cuervo-Cazurra & Genc, 2008). Detta i kombination med att företagsledningar är benägna att prioritera särintressen och det faktum att tidigare forskning även observerat ett negativt samband mellan S-betyg och finansiell prestation (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021), härleder följande hypotes:

H1b: Det finns ett negativt samband mellan S-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.

Enligt Shakil m.fl. (2019) och Cuervo-Cazurra och Genc (2008) är bolagsstyrningen, i många fall, bristande i tillväxtländer och på tillväxtmarknader. Till följd av detta har tidigare studier observerat ett negativt samband mellan G-betyg och finansiell prestation (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Gupta m.fl., 2022). Således formuleras följande hypotes:

H1c: Det finns ett negativt samband mellan G-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.

Företag på tillväxtmarknader tenderar att inte prioritera investeringar i ESG-aktiviteter särskilt högt (Julian & Ofori-Dankwa, 2013; Garcia & Orsato, 2020). Dessutom bidrar tillsynsorgans

begränsade inflytande, bristande och opålitliga regelverk samt ineffektiva rättssystem (Cuervo-Cazzura & Genc, 2008), till att ESG hamnar långt ner på prioriteringslistan i denna kontext. Samtidigt menar Aguilera-Caracuel m.fl. (2015) att mängden tillgängliga finansiella resurser påverkar ledningens benägenhet att investera i ESG. Denna kombination av faktorer medför att förekomsten av financial slack kan tänkas påverka sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation.

I takt med att tillgången till finansiella resurser ökar, kan företagen investera större resurser i syfte att implementera mer avancerade och hållbara strategier, vilket kan generera konkurrensfördelar och få positiv effekt på den finansiella prestationen (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Sådana aktiviteter kommer också reducera företagets kostnader, då aktieägare och intressenter kommer betrakta dem som värdehöjande, eftersom det gör företaget mer attraktivt och förbättrar dess rykte (Bodhanwala & Bodhanwala, 2018).

Om dessutom hänsyn tas till Doque-Grisales och Aguilera-Caracuel (2021) studie, som finner att det negativa sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader försvagas när hänsyn tas till financial slack, och att det i majoriteten av fallen omvänder sambandet till ett positivt sådant, leder det till att följande hypotes formuleras:

H2: Förekomsten av financial slack försvagar sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.

3. Metod

I det tredje kapitlet redogörs studiens tillvägagångssätt. Inledningsvis presenteras vetenskapsteoretisk utgångspunkt, följt av empirisk metod, operationalisering och analysmetoder. Slutligen förs en diskussion kring relevanta kvalitetskriterier.

3.1 Vetenskapsteoretisk utgångspunkt

Arbetets epistemologiska utgångspunkt är positivismen. Denna vetenskapsteoretiska tradition bygger på idéer om att kunskap yttrar sig genom empiriska observationer på ett objektivt sätt (Lind 2019, s. 238). Eftersom positivismen eftersträvar att förklara samband och söka lagbundenheter (Bryman & Bell 2017, s. 47), överensstämmer vetenskapstraditionen med studiens syfte. Vidare konstaterar Bryman och Bell (2017, s. 47) att teorins roll, i en studie med positivistisk utgångspunkt, är att generera hypoteser som testas mot empiriska observationer, vilket är en deduktiv ansats. Detta innebär att hypoteser formuleras utifrån befintlig teoretisk kunskap, och om observationerna ger stöd åt hypoteserna indikerar det ett stöd för de bakomliggande teorierna (Lind 2019, s. 240). Utifrån den teoretiska referensramen har fem hypoteser formulerats i syfte att pröva hypoteserna mot verkliga observationer. Således är en deduktiv ansats att föredra.

Med bakgrund mot studiens forskningsansats och vetenskapsteoretiska utgångspunkt tillämpas en kvantitativ metod. Detta då Bryman och Bell (2017, s. 58) menar att den kvantitativa forskningsstrategin är förknippad med positivismen och den deduktiva ansatsen. Studien tillämpar en tvärsnittsdesign, vilket innebär att data avseende ett antal olika variabler för en stor uppsättning företag samlas in vid en given tidpunkt (Bryman & Bell 2017, s. 84). I detta fall är tidpunkten för datainsamling räkenskapsåret 2022. Enligt Bryman och Bell (2017, s. 84) medför forskningsdesignen att de observationer som saknar data beträffande en eller flera variabler vid den valda tidpunkten utelämnas.

3.2 Empirisk metod

3.2.1 Insamling av litteratur

Teorin har en betydande roll i studien och lägger grunden för den deduktiva processen. Dels ligger den till grund för bildandet av hypoteserna, dels hur teorin kan kopplas till de funna resultaten (Bryman & Bell, 2017, s. 43). Den största delen av teorin består av vetenskapliga artiklar men även av elektroniska och tryckta källor. Vid sökningen av vetenskapliga artiklar har databasen Google Scholar använts. För att hitta relevanta artiklar som kan besvara studiens syfte har följande nyckelord använts vid sökningen: ESG, ESG-score, financial slack

och financial performance. Även funna artiklars referenser används för vidare litteraturinsamling. För att artikeln ska vara relevant och av god kvalitet kontrolleras de genom databasen Academic Journal Guide, publiceringsår och antal citeringar. Academic Journal Guide (2021) rankar de vetenskapliga tidskrifterna på en skala från 1 – 4*, där 1 är lägsta och 4* är högsta ranking.

3.2.2 Insamling av data

Insamling av data har skett genom databasen Refinitiv Eikon. Till följd av detta används sekundärdata och en sekundäranalys genomförs av materialet. Den främsta fördelen med användning av sekundärdata och sekundäranalys, menar Bryman och Bell (2017, s. 312), är mängden högkvalitativa data som kan samlas in under kort tid. Vid användning av sekundäranalys tillkommer även begränsningar. Bryman och Bell (2017, s. 316) påpekar att den stora datamängden kan bli komplex och skapa problem i hur den hanteras. Eftersom analysen sker av andras insamlade data krävs det tid till att bekanta sig med materialet och forskaren har inte samma kontroll över kvaliteten på datamängden (Bryman & Bell, 2017, s. 316). Trots detta är en sekundäranalys att föredra. Då insamlingen av data kommer från en erkänd källa (Refinitiv Eikon) har den samlats in av erfarna forskare eller institutioner och granskats noggrant vilket gör att kvalitén blir tillförlitlig (Bryman & Bell, 2017, s. 312). Tack vare den stora mängden data som kan samlas in under kort tid ger detta möjlighet till mer tid att analysera datan men även till tvärkulturella analyser eller analyser av delmängder data (Bryman & Bell, 2017, s. 313). Med hjälp av statistikprogrammet IBM SPSS har även analyser genomförts för att kontrollera datamaterialets kvalitet.

3.2.3 Urval och bortfall

Studiens urval består av de publika företag som har ett ESG-betyg samt ett E-, S- och G-betyg under år 2022 i Refinitiv Eikons databas. För att begränsa sökningen inkluderas enbart länder som enligt MSCI:s Emerging Markets Index (2023) är att betrakta som tillväxtmarknader. I detta index ingår företag från totalt 23 länder i Asien, Europa, Latinamerika och Afrika (MSCI, 2023). Samtliga av de fyra europeiska länderna har exkluderats, vilket resulterat i ett urval bestående av företag från 19 länder verksamma i 11 olika sektorer. Den första sökningen genererade 2 882 observationer, men de företag som hade osedvanligt höga ROE-värden eller saknade studiens variabler utelämnades. Till följd av detta exkluderades 595 företag, vilket resulterade i en urvalsstorlek om 2 287 observationer fördelat över följande länder och sektorer.

| Geografisk indelning | N |
|-----------------------------|--------------|
| Egypten | 18 |
| Sydafrika | 92 |
| Afrika | 110 |
| Filippinerna | 6 |
| Förenade Arab Emiratén | 34 |
| Hong Kong | 126 |
| Indien | 528 |
| Indonesien | 36 |
| Kina | 373 |
| Kuwait | 7 |
| Malaysia | 283 |
| Qatar | 27 |
| Saudiarabien | 30 |
| Sydkorea | 139 |
| Taiwan | 142 |
| Turkiet | 78 |
| Asien | 1 809 |
| Mexiko | 69 |
| Nordamerika | 69 |
| Brasilien | 106 |
| Chile | 34 |
| Colombia | 10 |
| Sydamerika | 150 |
| Total | 2 287 |

Tabell 1: Urval - länder

592 publika företag utelämnades då de saknade någon av studiens variabler. Antingen saknades beroende-, modererande- eller kontrollvariabler vilket fick till följd att dessa företag plockades bort. Detta för att säkerställa att studiens samtliga regressionsmodeller består av samma uppsättning företag. I materialet identifierades tre företag med osedvanligt höga ROE-värden, de uppgick till 836,82%, 954,69% och 7531,71 %. Även dessa exkluderades för att förhindra dem från att snedvrída studiens resultat. I tabell 3 presenteras mer information beträffande grunden för bortfallen.

| GICS sektor | N |
|--------------------|--------------|
| Dagligvaror | 247 |
| Energi | 86 |
| Fastigheter | 175 |
| Finans | 66 |
| Hälsovård | 160 |
| Industrivaror | 433 |
| Informationsteknik | 220 |
| Kraftförsörjning | 110 |
| Material | 354 |
| Sällanköpsvaror | 327 |
| Teleoperatörer | 109 |
| Total | 2 287 |

Tabell 2: Sektorer

| | |
|--|--------------|
| Population | 2 882 |
| Företag som saknar beroende variabel under 2022 | -410 |
| Företag som saknar modererande variabel under 2022 | -94 |
| Företag som saknar kontrollvariabel under 2022 | -88 |
| Osedvanligt höga ROE-värden under 2022 | -3 |
| Urval | 2 287 |

Tabell 3: Orsaker till bortfall

En bortfallsanalys har genomförts för att kontrollera att urvalet är representativt för populationen. Analysen grundar sig på geografiska kategorier, specifikt vilken världsdel företagen i populationen är verksamma i jämfört med urvalet. Skillnaden mellan urval och population uppgår till 0,32 procentenheter, således representerar urvalet populationen.

| Geografisk indelning | Population | Urval |
|-----------------------------|-------------------|--------------|
| Afrika | 4,72% | 4,81% |
| Asien | 85,67% | 85,61% |
| Nordamerika | 3,12% | 3,02% |
| Sydamerika | 6,49% | 6,56% |
| Totalt | 100% | 100% |

Tabell 4: Bortfallsanalys

3.3 Operationalisering

Operationalisering är en process där syftet och de koncept som studien ämnar undersöka, bryts ner och omvandlas till mätbara variabler (Saunders m.fl. 2012, s. 677; Bryman & Bell 2017, s. 167). Relevanta begrepp behöver kvantifieras, dels för att besvara studiens syfte, dels för att möjliggöra en kvantitativ mätning. Vidare är det av vikt att begreppen, efter omvandling till mätbara variabler, fortsatt representerar dess ursprungliga betydelse. Detta då det gynnar studiens validitet och reliabilitet (Bryman & Bell 2017, ss. 174–175). De mest betydelsefulla begreppen i denna studie operationaliseras till beroende-, oberoende- och modererande variabler, vilka presenteras i följande avsnitt.

3.3.1 Beroende variabel

En beroende variabel är en variabel vars utfall förändras i takt med förändringar i de övriga variablerna (De Veaux m.fl. 2016, s.171). Då sambandet mellan ESG-betyg och finansiell

prestation studeras, är finansiell prestation studiens beroende variabel. I enlighet med tidigare forskning (Velte, 2017; Shakil m.fl., 2019; Garcia & Orsato, 2020; Mardini, 2022), tillämpas räntabilitetsmåten ROE och ROA för att mäta finansiell prestation.

$$ROA = \frac{Net\ income}{Total\ assets}$$

Formel 1: Avkastning på totalt kapital (Beroende variabel).

$$ROE = \frac{Net\ income}{Equity}$$

Formel 2: Avkastning på eget kapital (Beroende variabel).

3.3.2 Oberoende variabler

Värdet på de oberoende variablerna förändras eller manipuleras i syfte att mäta effekten som förändringen får på den beroende variabeln (De Veaux m.fl. 2016, s. 171; Saunders m.fl. 2012, s. 672). Denna studie intresserar sig för vilken effekt ESG-betyget har på företagets finansiella prestation. Således är studiens oberoende variabler: ESG-betyg, E-betyg, S-betyg och G-betyg. ESG-betyget är baserat på 10 underkategorier, betygsskalan går från 0–100, ju högre värde, desto bättre betyg (Refinitiv, 2022).

3.3.3 Modererande variabel

Enligt Saunders m.fl. (2012, s. 174) påverkar en modererande variabel relationen mellan de oberoende variablerna och den beroende variabeln. Som följer av studiens syfte, betraktas financial slack som en modererande variabel när relationen mellan ESG-betyg och finansiell prestation studeras. I enlighet med Doque-Grisales och Aguilera-Caracuel (2021) studie används följande formel för att beräkna financial slack.

$$Financial\ slack = \frac{Current\ Assets}{Current\ liabilities}$$

Formel 3: Financial slack (Modererande variabel). (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

För att med hjälp av IBM SPSS kunna bedöma huruvida financial slack har en modererande effekt på det studerade sambandet eller inte har samtliga värden av variabeln ESG-betyg och variabeln financial slack standardiserats genom IBM SPSS (Cucos, 2022). Vidare har de standardiserade värdena för ESG-betyg och financial slack multiplicerats med varandra för att räkna fram interaktionstermen (Cucos, 2022). Sedan inkluderas den modererande variabeln financial slack och den nya variabeln för interaktionstermen (ESG-betyg*Financial slack) i modellen som används för att testa H2.

3.3.4 Kontrollvariabler

Kontrollvariabler är variabler som huvudsakligen inte ska undersökas, men som enligt Saunders m.fl. (2012, s. 174) har en effekt på det studerade sambandet. Kontrollvariabler inkluderas i modellen för att förhindra dem från att påverka de oberoende variabelernas effekt på den beroende variabeln (Saunders m.fl. 2012, s. 668). Till följd av detta har tidigare forskning tagit hänsyn till kontrollvariabler för att undvika att resultaten ska snedvridas. Två vanligt förekommande variabler är företagsstorlek (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Gupta m.fl., 2022; Mardini, 2022; Saygili m.fl., 2022) och risk (Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Gupta m.fl., 2022; Mardini, 2022; Saygili m.fl., 2022). Då studien inte avgränsas till att undersöka specifika länder eller sektorer inkluderas också dummyvariabler för land och sektor i studiens samtliga modeller.

Som tidigare nämnts används vanligen företagsstorlek som kontrollvariabel i tidigare forskning. Anledningen är att större företag, enligt Doque-Grisales och Aguilera-Caracuel (2021), tenderar att ha större ekonomiska resurser och därmed större möjligheter att säkerställa en god ESG-prestation. Större företag känner även benägenhet att ta ett större samhällsansvar, på grund av externa påtryckningar (Velte, 2017). Studien använder nettoomsättning som ett mått på företagsstorlek.

Företagsstorlek = Nettoomsättning

Formel 4: Företagsstorlek (Kontrollvariabel).

I enlighet med tidigare forskning använder studien risk som kontrollvariabel.

Skuldsättningsgraden fungerar enligt Fischer och Sawczyn (2013) som ett mått på den diversifierbara risken. Godfrey, Merrill och Hansen (2009) menar att företag kan skapa ett mervärde för sina intressenter genom att reducera den diversifierbara risken och därmed minska allokeringsförlusterna som verksamheten ger upphov till. Företag med en högre ESG-prestation betraktas som mindre riskfyllda och erhåller därigenom lägre kapitalkostnader (Godfrey m.fl., 2009). För att beräkna risken tillämpas följande formel.

$$Risk = Skuldsättningsgrad = \frac{Skulder}{Eget kapital}$$

Formel 5: Risk (Kontrollvariabel).

3.4 Analyismetoder

3.4.1 Univariat analys

Bryman och Bell (2017, s. 333) förklarar att innebörden av en univariat analys är att analysera en variabel i taget. Genom univariat analys kan därav vardera variabels kvalitet kontrolleras på olika sätt. De variabler som används i studien bygger på kvantitativa data och klassas enligt Bryman och Bell (2017, s. 333) som intervall-/kvotvariabler. På grund av detta har histogram använts för beskrivning och analys av datan (Bryman & Bell, 2017, s. 335).

Med univariat analys tillkommer även mått på centraltendensen, vilket enligt Bryman och Bell (2017, s. 335) är ett mått för genomsnittet eller medelvärdet för fördelningen. De mått som har använts och jämförts för att undersöka centraltendensen hos variablerna är medianvärde och medelvärde. Då medianvärdet inte påverkas av extremvärden är måtten bra komplement till varandra (Bryman & Bell, 2017, s. 336).

$$\bar{y} = \frac{\text{Total}}{n} = \frac{\sum y}{n}$$

\bar{y} = medelvärdet av y. y = en observation. n = antal observationer.

Formel 6: Medelvärde. (De Veaux m.fl. 2016, s. 75).

Till sist analyseras även graden av variation hos variablerna genom spridningsmått standardavvikelse och vidd. För att undersöka vidden har boxdiagram skapats då det ger en tydlig blick över medianen och vidden, men även om det finns extremvärden i datamaterialet (Bryman & Bell, 2017, s. 336). Standardavvikelsen förklarar Bryman och Bell (2017, s. 336) är ett mått på den genomsnittliga avvikelsen kring medelvärdet.

$$s = \sqrt{\frac{\sum (y - \bar{y})^2}{n - 1}}$$

s = standardavvikelse. \bar{y} = medelvärdet av y. y = en observation. n = antal observationer.

Formel 7: Standardavvikelse. (De Veaux m.fl. 2016, s. 78).

3.4.2 Bivariat analys

Bryman och Bell (2017, s. 337) förklarar att en bivariat analys används för att undersöka hur två variabler är relaterade till varandra. Analyismetoden genomförs i syfte att mäta hur studiens variabler förhåller sig till varandra. Då studiens variabler klassificeras som intervall-/kvotvariabler är Pearsons r en lämplig analysmetod (Bryman & Bell 2017, s. 337). Pearsons r är ett korrelationstest som mäter relationen mellan intervall- och kvotvariabler, och

korrelationskoefficienten kan anta värden mellan -1 och 1 (Bryman & Bell 2017, s. 339). Ju närmare 0, desto svagare samband. En koefficient som å andra sidan antar ett värde nära -1 eller 1 antyder ett starkt samband mellan variablerna. Koefficienten är antingen negativ eller positiv, vilket visar sambandets riktning (Bryman & Bell 2017, s. 339).

$$r = \frac{\sum(x - \bar{x})(y - \bar{y})}{\sqrt{\sum(x - \bar{x})^2 \sum(y - \bar{y})^2}}$$

r = korrelationskoefficienten. \bar{x} = medelvärdet av x . \bar{y} = medelvärdet av y .

Formel 8: Pearsons r (De Veaux m.fl. 2016, s. 173).

3.4.3 Multivariat analys

Enligt Bryman och Bell (2017, s. 347) är en multivariat analys en samtidig analys av tre eller fler variabler. Analysmetoden används för att säkerställa att sambandet som observerats mellan två variabler inte är falskt, inte påverkas av en mellanliggande variabel eller av en tredje variabel (Bryman & Bell 2017, ss. 347–348). Multivariat analys erbjuder en djupgående analys, där flera variabler inkluderas för att kontrollera att sambandet mellan studiens oberoende variabler och beroende variabel är äkta.

Den typ av multivariat analys som studien tillämpar kallas för multipel regressionsanalys. Detta eftersom analysmetoden är vanligt förekommande bland tidigare studier som undersökt sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation (Velte, 2017; Garcia & Orsato, 2020; Gupta m.fl., 2022; Mardini, 2022). Då fler variabler studeras samtidigt bidrar multipel regressionsanalys med större precision i studiens mätningar (De Veaux m.fl. 2016, s. 833). Således testas studiens hypoteser genom multipel regression, vars formel presenteras härnäst.

$$y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_n x_n + \varepsilon$$

y = Beroende variabel

α = Konstant

β = Regressionskoefficient

x_i = Oberoende variabel

n = Antal oberoende variabler

ε = Residualen

Formel 9: Multipel regression.

Med stöd av formeln för multipel regression formuleras ekvationerna som används för att testa studiens hypoteser, vilka presenteras i bilaga 1.

Den högsta acceptabla statistiska signifikansnivån i denna studie är $p < 0,05$. Detta eftersom Bryman och Bell (2017, s. 345) förklarar att det är den gängse uppfattningen inom den samhällsvetenskapliga forskningstraditionen. En signifikansnivå på $p < 0,05$ innebär att i fem fall av hundra är resultaten felaktiga (Bryman & Bell 2017, s. 345). Vilket får anses vara en acceptabel risknivå för studien.

3.4.4 Felkällor

3.4.4.1 Multikollinearitet

En vanlig felkälla vid multipel regressionsanalys är att två eller fler oberoende variabler korrelerar med varandra, vilket kallas multikollinearitet (De Veaux m.fl. 2016, s. 899). Multikollinearitet mellan variablerna gör resultaten mindre trovärdiga och problematiken grundar sig i att de oberoende variablerna, var för sig, ska bidra med ny information kring det undersökta sambandet. Om variablerna istället korrelerar med varandra mäter de liknande aspekter och i värsta fall kan resultaten förvrängas (De Veaux m.fl. 2016, s. 898).

För att kontrollera att multikollinearitet inte föreligger mellan studiens oberoende variabler, genomförs en korrelationsmatris med hjälp av statistikprogrammet IBM SPSS (Djurfeldt m.fl. 2018, s. 366). Enligt Djurfeldt m.fl. (2018, s. 366) indikerar en korrelation nära $\pm 0,9$ problem med multikollinearitet. Däremot kan inte multikollinearitet helt uteslutas utifrån ett sådant test. Således genomförs även ett "Variance Inflation Factor test" (VIF-test) i IBM SPSS, där ett värde överstigande 2,5 indikerar problem med kollinearitet (Djurfeldt m.fl. 2018, s. 366).

3.4.4.2 Heteroskedasticitet

Heteroskedasticitet är även det en vanligt förekommande felkälla vid tillämpningen av multipla regressionsanalyser (Djurfeldt m.fl. 2018, s. 367). Fenomenet betyder ojämn spridning och förekomsten av heteroskedasticitet minskar, enligt Djurfeldt m.fl. (2018, s. 368), modellens precision. För att kontrollera att det inte föreligger en ojämn spridning, har histogram tagits fram för studiens samtliga variabler. Kontrollvariablerna företagsstorlek och risk visade en ojämn spridning, därav logaritmerades variablerna för att åtgärda problemen.

3.5 Kvalitetskriterier

3.5.1 Validitet

Bryman och Bell (2017, s. 69) förklarar att validitet utgör en bedömning av hur slutsatserna som utvecklats hänger samman och kan delas upp i olika slag. Begreppsvaliditet avser ett mått

för i hur stor utsträckning ett begrepp speglar det som avses (Bryman & Bell, 2017, s. 69). För att uppfylla detta kriterium används det i studien väletablerade begrepp och data från tidigare välrenommerade studier och källor. Den interna validiteten handlar enligt Bryman och Bell (2017, s. 69) om kausala samband och hur väl dessa går att förlita sig på. För att stärka den interna validiteten används kontrollvariabler för att se till att resultatet inte blir snedvridet. Flertalet analyser av variablerna genomförs också för att stärka den interna validiteten, däribland bivariat analys och multivariat analys. Extern validitet handlar om hur väl resultaten från studien kan generaliseras (Bryman & Bell, 2017, s. 69). För att säkerställa en god extern validitet betonar Bryman och Bell (2017, s. 69) vikten av representativa urval. Vilket i denna studie har säkerställts genom en bortfallsanalys.

3.5.2 Reliabilitet

Reliabilitet förklarar Bryman och Bell (2017, s. 68) är ett mått på hur tillförlitliga resultaten från en studie är. Reliabilitet berör frågan huruvida resultaten påverkas av tillfälliga och slumpmässiga förutsättningar eller om måtten är stabila och konsistenta (Bryman & Bell, 2017, s. 68). Eftersom numeriska data från år 2022 hämtas från Refinitiv Eikon kommer det inte finnas några fluktuationer i datamaterialet över tid och genom flertalet analysmetoder säkerställs reliabiliteten i måtten. Då studien utgår från statistiska data och resultaten fastställs genom signifikanta samband utifrån beräkningar finns det inte heller några subjektiva bedömningar som kan påverka resultaten vilket också höjer reliabiliteten i studien.

3.5.3 Replikerbarhet

Enligt Bryman och Bell (2017, s. 68) innebär replikerbarhet att framtida forskare, utan svårigheter, ska kunna upprepa studien. Således är det av vikt att beskriva tillvägagångssättet så detaljerat som möjligt (Bryman & Bell 2017, s. 69). Det som talar för att studien har en hög replikerbarhet är att tillvägagångssättet tydligt och utförligt återges i metodkapitlet. Genom att följa beskrivningen av vetenskapsteoretisk utgångspunkt, forskningsansats, forskningsstrategi, forskningsdesign och den empiriska metoden kan andra forskare replikera studien. Vidare kan framtida forskare med hjälp av de ingående beskrivningarna av studiens formler, operationaliseringar och analysmetoder upprepa tillvägagångssättet och kontrollera resultaten. Då studiens empiriska material utgörs av sekundärdata hämtad från Refinitiv Eikons databas, ökar även detta möjligheterna för att replikera studien, då andra forskare med enkelhet kan ta del av samma dataunderlag.

4. Resultat

Det fjärde kapitlet inleds med en univariat analys som följs upp av en bivariat analys.

Därefter kontrolleras eventuella felkällor innan resultaten från de multivariata analyserna presenteras.

4.1 Deskriptiv statistik

Resultatkapitlet inleds med deskriptiv statistik som presenteras i tabell 5. Samtliga värden har beräknats med hjälp av statistikprogrammet IBM SPSS. ROA har ett medelvärde på 7,07% och en median på 5,72%. ROE:s medelvärde uppgår till 13,49% och medianen till 11,68%. Därmed avviker de beroende variabelnas medelvärden något från dess medianer, vilket indikerar en svag skevhet åt höger i datamaterialet. Däremot visar histogrammen för de båda att spridningen är symmetrisk kring dess medelvärden. Även beträffande spridningsmått finns det skillnader, ROA har en standardavvikelse på 9,54% medan ROE:s uppgår till 24,02%. Vilket kan förklaras av att ROE har en betydligt större vidd.

Bland centraltendenserna för studiens oberoende variabler observeras vissa skillnader. ESG-betyget har ett medelvärde på 47,15 och en median på 47,89. E-betyget har ett medelvärde på 40,99 och en median på 40,62. S-betygets medelvärde uppgår till 48,44 och medianen till 48,81. G-betygets medelvärde och median är 51,25 respektive 51,95. Värdena på centraltendenserna inom ESG-betyget och dess tre dimensioner uppvisar små skillnader, å andra sidan finns det skillnader sinsemellan variabelerna. De oberoende variabelnas spridningsmått är relativt lika, E-betygets standardavvikelse och vidd är störst men skiljer sig inte mycket från de övrigas. Observationerna indikerar inte några skevheter bland de oberoende variabelerna, vilket även bekräftas av histogrammen.

Kontrollvariabeln företagsstorlek, beräknad som den naturliga logaritmen av nettoomsättningen i euro, har ett medelvärde på 20,63, en median på 20,62 och en standardavvikelse som uppgår till 1,87. Ingen ojämn spridning identifieras i histogrammet. Vidare har studiens andra kontrollvariabel, risk beräknad som den naturliga logaritmen av skuldsättningsgraden, ett medelvärde på 3,32 och en median på 3,74 vilket indikerar en svag skevhet åt vänster. Även värdena på centraltendenserna för studiens modererande variabel antyder en viss skevhet, men åt höger. Med hjälp av histogrammen för \ln_risk och financial slack kan det konstateras att spridningen är tillräckligt symmetrisk och normalfördelad.

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Median | Medelvärde | Sd |
|-----------------|-------|---------|---------|--------|------------|-------|
| ESG-betyg | 2 287 | 1,01 | 94,35 | 47,89 | 47,15 | 20,01 |
| E-betyg | 2 287 | 0 | 99,23 | 40,62 | 40,99 | 26,52 |
| S-betyg | 2 287 | 0,53 | 97,50 | 48,81 | 48,44 | 23,94 |
| G-betyg | 2 287 | 1,59 | 97,32 | 51,95 | 51,25 | 21,67 |
| ROA (%) | 2 287 | -42,69 | 111,48 | 5,72 | 7,07 | 9,94 |
| ROE (%) | 2 287 | -226,37 | 284,12 | 11,68 | 13,49 | 24,02 |
| ln_storlek | 2 287 | 10,31 | 27,06 | 20,62 | 20,63 | 1,87 |
| ln_risk | 2 287 | -7,24 | 9,58 | 3,74 | 3,32 | 1,78 |
| Financial slack | 2 287 | 0,08 | 39,47 | 1,57 | 2,08 | 2,04 |

Tabell 5: Deskriptiv statistik

N = antal observationer. Minimum och maximum = det lägsta respektive högsta observerade värdet. Median = det mittersta observerade värdet. Medelvärde = genomsnittligt värde. Sd = standardavvikelse. ESG-betyg = Refinitiv ESG-betyg som går från 0-100. E-, S- och G-betyg = Refinitiv enskilda betyg, betygen går från 0-100. ROA% = avkastning på totalt kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med totala tillgångar. ROE% = avkastning på eget kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med eget kapital. ln_storlek = företagsstorlek beräknad som den naturliga logaritmen av nettoomsättningen. ln_risk = risken beräknad som den naturliga logaritmen av skuldsättningsgraden. Financial slack = tillgängliga finansiella resurser beräknad som total current assets dividerat med total current liabilities.

4.2 Korrelationsanalys

Som tidigare nämnts tillhör korrelationsanalysen den bivariata analysen och genomförs för att undersöka om variablerna är relaterade till varandra. Tabell 6 visar korrelationerna mellan variablerna genom korrelationstestet Pearsons r där det är korrelationen mellan de beroende och oberoende variablerna som granskas.

Korrelationen mellan ROA och de oberoende variablerna ESG-, E-, S- och G-betyg var alla väldigt låga där respektive korrelationskoefficient var 0,030, -0,010, 0,035 samt 0,055. De låga korrelationskoefficienterna tyder på väldigt svaga samband eller inga samband alls. Det är bara korrelationen till G-betyget som visar ett signifikant samband med $p=0,009$.

Korrelationen mellan ROA och financial slack (0,135) visar på ett svagt positivt samband med signifikansnivån $p<0,001$. Det logaritmerade måttet för företagsstorlek (nettoomsättning) påvisar att det inte finns något samband till ROA med en korrelation på 0,004. Korrelationen för det logaritmerade måttet avseende risk påvisar däremot ett negativt samband till ROA där $r = -0,261$. Sambandet är även signifikant vid $p<0,001$.

Till skillnad från ROA, visar korrelationen mellan ROE och de oberoende variablerna ESG-, E-, S- och G-betyg ett positivt samband. Respektive korrelationskoefficient var här 0,111, 0,083, 0,115 samt 0,078. Alla samband är också signifikanta vid $p<0,001$. Noterbart är att G-

betyget uppvisar det svagaste sambandet av de oberoende variablerna gentemot ROE, medan det är det starkaste och enda signifikanta sambandet gentemot ROA. Korrelationen mellan ROE och financial slack är låg vid 0,013 och det fanns inte något signifikant samband. De logaritmerade måtten för storlek och risk visade båda på signifikanta samband mot ROE med $p < 0,001$. Storlek (nettoomsättning) visade ett positivt samband där $r = 0,089$. Risk (skuldsättningsgrad) visade däremot ett negativt samband med $r = -0,087$.

| | | ROA | ROE | ESG-Betyg | E-betyg | S-betyg | G-betyg | Financial slack | ln_storlek | ln_risk |
|------------------------|--------------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|-----------------|------------|----------|
| ROA | Pearson r | 1 | 0,749** | 0,030 | -0,010 | 0,035 | 0,055** | 0,135** | 0,004 | -0,261** |
| | Sig 2-tailed | | 0,000 | 0,154 | 0,630 | 0,098 | 0,009 | <0,001 | 0,837 | <0,001 |
| ROE | Pearson r | 0,749** | 1 | 0,111** | 0,083** | 0,115** | 0,078** | 0,013 | 0,089** | -0,087** |
| | Sig 2-tailed | 0,000 | | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | 0,521 | <0,001 | <0,001 |
| ESG betyg | Pearson r | 0,030 | 0,111** | 1 | 0,868** | 0,908** | 0,625** | -0,116** | 0,436** | 0,166** |
| | Sig 2-tailed | 0,154 | <0,001 | | 0,000 | 0,000 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 |
| E-Betyg | Pearson r | -0,010 | 0,083** | 0,868** | 1 | 0,751** | 0,330** | -0,140** | 0,513** | 0,186** |
| | Sig 2-tailed | 0,630 | <0,001 | 0,000 | | 0,000 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 |
| S-Betyg | Pearson r | 0,035 | 0,115** | 0,908** | 0,751** | 1 | 0,364** | -0,071** | 0,349** | 0,135** |
| | Sig 2-tailed | 0,098 | <0,001 | 0,000 | 0,000 | | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 |
| G-Betyg | Pearson r | 0,055** | 0,078** | 0,625** | 0,330** | 0,364** | 1 | -0,089** | 0,195** | 0,092 |
| | Sig 2-tailed | 0,009 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | | <0,001 | <0,001 | <0,001 |
| Financial slack | Pearson r | 0,135** | 0,013 | -0,116** | -0,140** | -0,071** | -0,089** | 1 | -0,274** | -0,452** |
| | Sig 2-tailed | <0,001 | 0,521 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | | <0,001 | 0,001 |
| ln_storlek | Pearson r | 0,004 | 0,089** | 0,436** | 0,513** | 0,349** | 0,195** | -0,274** | 1 | 0,250** |
| | Sig 2-tailed | 0,837 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | | <0,001 |
| ln_risk | Pearson r | -0,261** | -0,087** | 0,166** | 0,186** | 0,135** | 0,092 | -0,452** | 0,250** | 1 |
| | Sig 2-tailed | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | <0,001 | 0,001 | <0,001 | |

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Tabell 6: Korrelationsmatris

ESG-betyg = Refinitiv ESG-betyg som går från 0-100. E-, S- och G-betyg = Refinitiv enskilda betyg, betygen går från 0-100. ROA% = avkastning på totalt kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med totala tillgångar. ROE% = avkastning på eget kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med eget kapital. ln_storlek = företagsstorlek beräknad som den naturliga logaritmen av nettoomsättningen. ln_risk = risken beräknad som den naturliga logaritmen av skuldsättningsgraden. Financial slack = tillgängliga finansiella resurser beräknad som total current assets dividerat med total current liabilities.

4.3 Kontroll av felkällor

4.3.1 Multikollinearitet

För att säkerställa att det inte förekommer multikollinearitet kontrolleras korrelationerna mellan studiens oberoende variabler med hjälp av korrelationsmatrisen i tabell 6.

Korrelationer som antar värden nära +/-0,9 indikerar problem med kollinearitet (Djurfeldt m.fl., 2018, s. 366). Det finns starka positiva korrelationer mellan ESG-betyg och E-betyg (0,868) samt mellan ESG-betyg och S-betyg (0,908) som tyder på multikollinearitet. Å andra sidan antyder VIF-testerna i tabell 7 inte några problem med kollinearitet då inget av värdena överstiger 2,5 (Djurfeldt m.fl., 2018, s. 366). Multikollinearitet anses således inte föreligga.

| Variabel | VIF | Variabel | VIF | Variabel | VIF | Variabel | VIF | Variabel | VIF |
|------------|-------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|
| ESG-betyg | 1,472 | E-betyg | 1,651 | S-betyg | 1,479 | G-betyg | 1,061 | ESG-betyg | 1,473 |
| ln_storlek | 1,931 | ln_storlek | 1,974 | ln_storlek | 1,880 | ln_storlek | 1,630 | ln_storlek | 1,994 |
| ln_risk | 1,189 | ln_risk | 1,190 | ln_risk | 1,190 | ln_risk | 1,192 | ln_risk | 1,430 |
| | | | | | | | | FS | 1,382 |
| | | | | | | | | ESG*FS | 1,050 |

Tabell 7: VIF-test

4.3.2 Heteroskedasticitet

I syfte att säkerställa att heteroskedasticitet inte föreligger har histogram och spridningsdiagram tagits fram. Initialt uppvisade kontrollvariablerna företagsstorlek och risk samt spridningsdiagrammen en ojämn spridning. Till följd av detta logaritmerades variablerna företagsstorlek och risk, vilket åtgärdade problemen.

4.4 Regressionsanalyser

För att undersöka sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation, samt hur financial slack påverkar denna relation på tillväxtmarknader används regressionsanalyser. I syfte att testa de fem hypoteserna och undersöka sambanden mellan studiens oberoende variabler, ESG-betyg, E-betyg, S-betyg och G-betyg, och beroende variabler, ROA och ROE, har 10 regressionsanalyser genomförts. I samtliga analyser inkluderas kontrollvariablerna företagsstorlek och risk samt dummyvariablerna för land och sektor. I två av regressionsanalyserna inkluderas även den modererande variabeln financial slack och interaktionstermen, ESG-betyg*Financial slack, för att analysera modererande effekter.

4.4.1 Regressionsanalys: Sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation

Följande regressionsanalys som presenteras i tabell 8 används för att testa H1: *Det finns ett negativt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.* Tabellen består av två modeller. Den första modellen mäter sambandet mellan ESG-betyg och ROA. I modell 1 uppgår förklaringsgraden (R^2) till 20,1%. Detta innebär att 20,1% av variationen i ROA kan förklaras av variationen i de oberoende variablerna. Koefficienten för ESG-betyget

är 0,007 men är inte signifikant, vilket antyder att det inte finns något samband.

Kontrollvariablernas koefficienter är däremot signifikanta vid 1% signifikansnivå.

Koefficienten för företagsstorlek uppgår till 0,698 vilket betyder att om företagsstorleken ökar en enhet, ökar ROA med 0,698 procentenheter. Följaktligen finns det ett positivt samband mellan företagsstorlek och ROA. Koefficienten för risk uppgår till -1,580 vilket betyder att om risken ökar med en enhet, minskar ROA med 1,580 procentenheter. Det finns således ett negativt samband mellan risk och ROA.

I modell 2 mäts sambandet mellan ESG-betyg och ROE. Förklaringsgraden (R^2) för modellen uppgår 15,8% vilket innebär att 15,8% av variationen i ROE kan förklaras av variationen i de oberoende variablerna. Koefficienten för ESG-betyget uppgår till 0,064 och är signifikant vid 5% signifikansnivå. Ökar ESG-betyget med en enhet, ökar ROE 0,064 procentenheter.

Resultaten tyder här på ett positivt samband mellan ESG-betyg och ROE. För kontrollvariablerna var båda koefficienterna signifikanta vid 1% signifikansnivå.

Koefficienten avseende företagsstorlek är 2,187 vilket innebär att om storleken ökar med en enhet, ökar ROE med 2,187 procentenheter. Koefficienten avseende risk uppgår till -1,740 vilket innebär att om risken ökar med en enhet, minskar ROE med 1,740 procentenheter. Det finns därmed ett positivt samband mellan ROE och företagsstorlek och ett negativt samband mellan ROE och risk. Sett till underlaget kan H1 inte accepteras då resultaten antyder att det inte finns något samband mellan ESG-betyg och ROA samt att ESG-betyget hade en positiv effekt på ROE.

| Modell | (1) | (2) |
|-------------------------------|----------------------|------------------------|
| Beroende variabel | ROA | ROE |
| ESG-betyg | 0,007 (0,011) | 0,064** (0,028) |
| ln_storlek | 0,698*** (0,139) | 2,187*** (0,345) |
| ln_risk | -1,580*** (0,114) | -1,740*** (0,284) |
| Intercept | -7,489 (4,822) | -39,536*** (11,967) |
| R² | 0,201 | 0,158 |
| Justerad R² | 0,190 | 0,146 |
| Sig. | <0,001 | <0,001 |
| N | 2287 | 2287 |

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Tabell 8: Regressionsanalyser H1

ESG-betyg = Refinitiv ESG-betyg som går från 0-100. ROA% = avkastning på totalt kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med totala tillgångar. ROE% = avkastning på eget kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med eget kapital. ln_storlek = företagsstorlek beräknad som den naturliga logaritmen av nettoomsättningen. ln_risk = risken beräknad som den naturliga logaritmen av skuldsättningsgraden. Dummyvariabler för land och sektor är inkluderade.

4.4.2 Regressionsanalys: Sambandet mellan E-betyg och finansiell prestation

Regressionsanalysen som användes för att testa H1a: *Det finns ett negativt samband mellan E-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader*, presenteras i tabell 9. Tabellen visar två modeller där modell 1 mäter sambandet mellan E-betyg och ROA. Förklaringsgraden (R^2) i modell 1 är 20,2% vilket innebär att 20,2% av variationen i ROA kan förklaras av de oberoende variablerna. E-betygets koefficient har värdet -0,012 men är inte signifikant vilket tyder på att det inte finns något samband med ROA. Både koefficienten för företagsstorlek och koefficienten för risk är signifikanta på 1% signifikansnivå. Koefficienten för företagsstorlek är 0,821 vilket innebär att om företagsstorleken ökar med en enhet, ökar ROA med 0,821 procentenheter. Koefficienten för risk uppgår till -1,576 vilket innebär att om risken ökar med en enhet, minskar ROA med 1,576 procentenheter. Sambandet är därmed positivt mellan storlek och ROA och negativt mellan risk och ROA.

Modell 2 mäter sambandet mellan E-betyget och ROE. Förklaringsgraden (R^2) för modell 2 uppgår till 15,7% vilket innebär att 15,7% av variationen i ROE kan förklaras av variationen i de oberoende variablerna. Koefficienten för E-betyget uppgår till 0,023 men är inte signifikant vilket antyder att det inte finns något samband. Kontrollvariablerna storlek och risk är båda signifikanta vid 1% signifikansnivå för modell 2. Koefficienten för storlek har ett värde på 2,364 vilket innebär att om storleken ökar med en enhet, ökar ROE med 2,364 procentenheter. Koefficienten för risk uppgår till -1,739 vilket innebär att om risken ökar med en enhet, minskar ROE med 1,739 procentenheter. Sambandet mellan storlek och ROE är således positivt medan sambandet mellan risk och ROE är negativt. Eftersom det inte finns något samband mellan E-betyg och finansiell prestation i någon av modellerna förkastas H1a.

| Modell | (1) | (2) |
|-------------------------------|----------------------|------------------------|
| Beroende variabel | ROA | ROE |
| E-betyg | -0,012 (0,009) | 0,023 (0,023) |
| Ln_storlek | 0,821*** (0,140) | 2,364*** (0,349) |
| Ln_risk | -1,576*** (0,114) | -1,739*** (0,284) |
| Intercept | -9,095* (4,863) | -40,846*** (12,083) |
| R² | 0,202 | 0,157 |
| Justerat R² | 0,190 | 0,144 |
| Sig. | <0,001 | <0,001 |
| N | 2287 | 2287 |

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Tabell 9: Regressionsanalys H1a

E-betyg = Refinitivs enskilda miljöbetyg går från 0-100. ROA% = avkastning på totalt kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med totala tillgångar. ROE% = avkastning på eget kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med eget kapital. ln_storlek = företagsstorlek beräknad som den naturliga logaritmen av nettoomsättningen. ln_risk = risken beräknad som den naturliga logaritmen av skuldsättningsgraden. Dummyvariabler för land och sektor är inkluderade.

4.4.3 Regressionsanalys: Sambandet mellan S-betyg och finansiell prestation

Regressionsanalysen som presenteras i tabell 10 används för att undersöka H1b: *Det finns ett negativt samband mellan S-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.* Tabellen

visar två modeller där modell 1 visar sambandet mellan S-betyg och ROA. Förklaringsgraden (R^2) för modell 1 är 20,1% vilket innebär att 20,1% av variationen i ROA kan förklaras av variationen i de oberoende variablerna. Koefficienten för S-betyget uppgår till -0,0000244 men är inte signifikant. Resultatet tyder därmed på att det inte finns något samband mellan S-betyg och ROA. Koefficienterna för kontrollvariablerna storlek och risk är båda signifikanta på 1% signifikansnivå. Koefficienten storlek har ett värde på 0,736 vilket innebär att om storleken ökar med en enhet, ökar ROA med 0,736 procentenheter. Koefficienten för risk uppgår till -1,579 vilket innebär att om risken ökar med en enhet, minskar ROA med 1,579 procentenheter. Det finns således ett positivt samband mellan storlek och ROA samt ett negativt samband mellan risk och ROA.

Modell 2 mäter istället sambandet mellan S-betyg och ROE. Förklaringsgraden (R^2) för modell 2 är 15,8% vilket betyder att 15,8% av variationen i ROE kan förklaras av variationen i de oberoende variablerna. Koefficienten för S-betyget i modell 2 uppgår till 0,046 och är signifikant på 10% signifikansnivå. Detta tyder på ett positivt samband vilket innebär att om S-betyget ökar med en enhet, ökar ROE med 0,046 procentenheter. Kontrollvariablerna storlek och risk har båda signifikanta koefficienter på 1% signifikansnivå. Koefficienten för storlek är 2,257 vilket innebär att om storleken ökar med en enhet, ökar ROE med 2,257 procentenheter. Koefficienten för risk uppgår till -1,719 vilket innebär att om risken ökar med en enhet, minskar ROE med 1,719 procentenheter. Sambandet mellan storlek och ROE är därmed positivt medan sambandet mellan risk och ROE är negativt. Till följd av resultaten kan hypotesen inte accepteras då det inte finns något samband mellan S-betyget och ROA samt då sambandet mellan S-betyget och ROE var positivt.

| Modell | (1) | (2) |
|-------------------------------|-----------------------|------------------------|
| Beroende variabel | ROA | ROE |
| S-betyg | -0,0000244 (0,010) | 0,046* (0,024) |
| ln_storlek | 0,736*** (0,137) | 2,257*** (0,340) |
| ln_risk | -1,579*** (0,114) | -1,719*** (0,284) |
| Intercept | -7,886 (4,819) | -40,197*** (11,961) |
| R² | 0,201 | 0,158 |
| Justerat R² | 0,189 | 0,146 |
| Sig. | <0,001 | <0,001 |
| N | 2287 | 2287 |

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Tabell 10: Regressionsanalyser H1b

S-betyg = Refinitiv's enskilda sociala betyg går från 0-100. ROA% = avkastning på totalt kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med totala tillgångar. ROE% = avkastning på eget kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med eget kapital. ln_storlek = företagsstorlek beräknad som den naturliga logaritmen av nettoomsättningen. ln_risk = risken beräknad som den naturliga logaritmen av skuldsättningsgraden. Dummyvariabler för land och sektor är inkluderade.

4.4.4 Regressionsanalys: Sambandet mellan G-betyg och finansiell prestation

Regressionsanalyserna i tabell 11 genomfördes i syfte att testa H1c: *Det finns ett negativt samband mellan G-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.* Som följer av tabell 11 har två modeller körts, i modell 1 mäts sambandet mellan G-betyg och ROA. Modellen har en förklaringsgrad (R^2) på 20,4% vilket betyder att 20,4% av variationen i ROA kan förklaras av variationerna i de oberoende variablerna. Koefficienten för G-betyget uppgår till 0,024 och är signifikant på 1% signifikansnivå, vilket innebär att om G-betyget ökar en enhet ökar ROA med 0,024 procentenheter. Resultaten indikerar ett positivt samband mellan G-betyg och ROA. Kontrollvariablernas koefficienter är signifikanta på 1% signifikansnivå.

Företagsstorleks koefficient antar ett värde på 0,672, innebärande att om företagsstorleken ökar en enhet ökar ROA med 0,672 procentenheter. Koefficienten för risk uppgår till -1,593 vilket betyder att om risken ökar en enhet minskar ROA med 1,593 procentenheter. Således

finns det ett positivt samband mellan storlek och ROA samt ett negativt samband mellan risk och ROA.

I modell 2 mäts sambandet mellan G-betyg och ROE. Modellens förklaringsgrad (R^2) uppgår till 15,9% vilket betyder att 15,9% av variationen i ROE kan förklaras av variationerna i de oberoende variablerna. Koefficienten för G-betyget är 0,059 och är signifikant på 1% signifikansnivå, vilket antyder ett positivt samband mellan G-betyg och ROE. Detta innebär att om G-betyget ökar med en enhet ökar ROE 0,059 procentenheter. Kontrollvariablerna är signifikanta på 1% signifikansnivå. Koefficienten för företagsstorlek är 2,366, innebärande att om storleken ökar en enhet ökar ROE med 2,366 procentenheter. För risk uppgår koefficienten till -1,768 vilket medför att om risken ökar en enhet minskar ROE med 1,768 procentenheter. Därmed antyder resultaten att det finns ett positivt samband mellan företagsstorlek och ROE och ett negativt samband mellan risk och ROE. Med bakgrund mot detta kan inte H1c accepteras eftersom resultaten indikerar ett positivt samband, snarare än ett negativt samband mellan G-betyg och finansiell prestation.

| Modell | (1) | (2) |
|-------------------------------|----------------------|------------------------|
| Beroende variabel | ROA | ROE |
| G-betyg | 0,024*** (0,009) | 0,059*** (0,022) |
| ln_storlek | 0,672*** (0,127) | 2,366*** (0,317) |
| ln_risk | -1,593*** (0,114) | -1,768*** (0,284) |
| Intercept | -7,914* (4,773) | -43,187*** (11,857) |
| R² | 0,204 | 0,159 |
| Justerad R² | 0,192 | 0,147 |
| Sig. | <0,001 | <0,001 |
| N | 2 287 | 2 287 |

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Tabell 11: Regressionsanalyser H1c

G-betyg = Refinitivs enskilda bolagsstyrnings-betyg går från 0-100. ROA% = avkastning på totalt kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med totala tillgångar. ROE% = avkastning på eget kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med eget kapital. ln_storlek = företagsstorlek beräknad som den naturliga logaritmen av

nettoomsättningen. \ln_risk = risken beräknad som den naturliga logaritmen av skuldsättningsgraden.
Dummyvariabler för land och sektor är inkluderade.

4.4.5 Regressionsanalys: ESG-betyg, financial slack och finansiell prestation

För att testa H2: *Förekomsten av financial slack försvagar sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader* har två regressionsanalyser genomförts. Resultaten från dessa presenteras i tabell 12. Modell 1 har ROA som beroende variabel och förklaringsgraden (R^2) uppgår till 20,4%, därmed kan de oberoende variablerna förklara 20,4% av variationen i ROA. ESG-betygets koefficient är 0,007 men har ingen signifikant effekt på ROA, resultaten antyder att det inte finns något samband mellan ESG-betyg och ROA.

Kontrollvariablerna företagsstorlek och risk är båda signifikanta på 1% signifikansnivå. Koefficienten för företagsstorlek är 0,763 vilket innebär att om storleken ökar en enhet ökar ROA 0,763 procentenheter. Koefficienten för risk är -1,447, därmed minskar ROA med 1,447 procentenheter om risken ökar en enhet. Resultaten tyder på ett positivt samband mellan företagsstorlek och ROA samt ett negativt samband mellan risk och ROA. Den modererande variabelns, financial slack, koefficient är 0,284 och är signifikant på 1% signifikansnivå. Resultaten indikerar ett positivt samband mellan financial slack och ROA, där ROA ökar 0,284 procentenheter om financial slack ökar en enhet. Däremot är inte interaktionstermens (ESG-betyg*Financial slack) koefficient på 0,05 signifikant, vilket tyder på att financial slack inte har någon modererande effekt på sambandet mellan ESG-betyg och ROA.

Modell 2 har ROE som beroende variabel och förklaringsgraden (R^2) är 15,9%, därmed kan de oberoende variablerna förklara 15,9% av variationen i ROE. ESG-betygets koefficient är 0,064 och är signifikant på 5% signifikansnivå. Detta betyder att om ESG-betyget ökar en enhet ökar ROE med 0,064 procentenheter, vilket indikerar ett positivt samband mellan ESG-betyg och ROE. Kontrollvariablerna är även här signifikanta på 1% signifikansnivå. Företagsstorleks koefficient uppgår till 2,2 vilket betyder att om storleken ökar en enhet ökar ROE med 2,2 procentenheter. Koefficienten för risk är -1,679 vilket innebär att ROE minskar med 1,679 procentenheter om risken ökar en enhet. Resultaten antyder ett positivt samband mellan företagsstorlek och ROE samt ett negativt samband mellan risk och ROE.

Koefficienten för den modererande variabeln, financial slack, är 0,084 och är inte signifikant. Detta tyder på att det inte finns något samband mellan financial slack och ROE. Vidare är koefficienten för interaktionstermen -0,271 men är inte signifikant. Således pekar resultaten

mot att financial slack inte heller har någon modererande effekt på sambandet mellan ESG-betyg och ROE. Med bakgrund mot detta kan det konstateras att financial slack inte har någon modererande effekt på sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation. Därav försvagar inte financial slack det studerade sambandet på tillväxtmarknader, H2 kan således inte accepteras.

| Modell | (1) | (2) |
|----------------------------------|----------------------|------------------------|
| Beroende variabel | ROA | ROE |
| ESG-betyg | 0,007 (0,011) | 0,064** (0,028) |
| ln_storlek | 0,763*** (0,141) | 2,200*** (0,351) |
| ln_risk | -1,447*** (0,125) | -1,679*** (0,312) |
| Financial slack | 0,284*** (0,108) | 0,084 (0,268) |
| ESG-betyg*Financial slack | 0,05 (0,182) | -0,271 (0,453) |
| Intercept | -9,586** (4,882) | -40,157*** (12,133) |
| R² | 0,204 | 0,159 |
| Justerad R² | 0,191 | 0,145 |
| Sig. | <0,001 | <0,001 |
| N | 2 287 | 2 287 |

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Tabell 12: Regressionsanalyser H2

ESG-betyg = Refinitiv ESG-betyg som går från 0-100. ROA% = avkastning på totalt kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med totala tillgångar. ROE% = avkastning på eget kapital beräknad som nettoinkomst dividerat med eget kapital. ln_storlek = företagsstorlek beräknad som den naturliga logaritmen av nettoomsättningen. ln_risk = risken beräknad som den naturliga logaritmen av skuldsättningsgraden. Financial slack = tillgängliga finansiella resurser beräknad som total current assets dividerat med total current liabilities. ESG-betyg*Financial slack = interaktionstermen beräknad som ESG-betyg multiplicerat med financial slack. Dummyvariabler för land och sektor är inkluderade.

5. Diskussion

I det femte kapitlet analyseras och diskuteras studiens resultat och ställs i relation till tidigare forskning med stöd av den teoretiska referensramen.

5.1 Resultatdiskussion

Syftet med studien har varit att undersöka sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation, samt hur financial slack påverkar denna relation på tillväxtmarknader. Denna kontext skiljer från utvecklade marknader på flera sätt, framför allt behöver företag verksamma på tillväxtmarknader operera i en miljö präglad av svaga institutioner (Cuervo-Cazurra & Genc, 2008; Julian & Ofori-Dankwa, 2013). Resultaten från tidigare studier utförda på tillväxtmarknader är motstridiga. Å ena sidan finner Shakil m.fl. (2019) att ESG-betyget har en positiv inverkan på den finansiella prestationen, å andra sidan finner Doque-Grisales och Aguilera-Caracuel (2021) att ESG-betyget har en negativ effekt på finansiell prestation.

Med en förhoppning om att kunna generera mer entydiga resultat har studien samlat in data från 19 olika tillväxtmarknader fördelat över 11 sektorer och 4 världsdelar, detta då tidigare studier i stor utsträckning fokuserat på ett land eller en sektor (Bodhanwala & Bodhanwala, 2018; Miralles-Quirós m.fl., 2018; Shakil m.fl., 2019; Gupta m.fl., 2022; Saygili m.fl., 2022) när sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation studerats. Dessutom har financial slacks påverkan på relationen mellan ESG-betyg och finansiell prestation undersökts. Detta eftersom tillgängliga finansiella resurser både påverkar den finansiella prestationen (George, 2005; Doque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021) och företagens benägenhet att investera i ESG-relaterade aktiviteter (Voss m.fl., 2008; Aguilera-Caracuel, 2015). Detta i kombination med att Julian och Ofori-Dankwa (2013) samt Garcia och Orsato (2020) gör gällande att investeringar i ESG tenderar att ha låg prioritet på tillväxtmarknader, medför att det finns anledning att tro att financial slack påverkar sambandet mellan ESG-betyget och finansiell prestation. I avsnitten som följer diskuteras resultaten från studiens regressionsmodeller.

5.1.1 ESG-betyg och finansiell prestation

Tabell 8 visar resultaten från regressionsanalysen där sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation undersökts. Resultatet visar att det finns ett positivt samband mellan ESG-betyg och ROE medan det inte finns något samband mellan ESG-betyg och ROA. Företag som investerar i ESG kan således förvänta sig en ökning i avkastning på eget kapital medan resultaten tyder på att avkastning på totalt kapital bör vara oförändrat.

Anledningen till att det uppkommer ett positivt samband mellan ESG-betyg och ROE i tabell 8 modell 2 kan grunda sig i intressentteorin. Deegan och Unerman (2011, s. 348) förklarar att det finns ett socialt kontrakt mellan företagen och dess intressenter där det sociala kontraktet avspeglar intressenternas förväntningar. Under förutsättning att intressenterna betraktar ESG-betyg som viktigt och värdehöjande kommer företagens positiva ESG-prestation även leda till en bättre finansiell prestation (Porter & Kramer, 2011; Bodhanwala & Bodhanwala, 2018; Ahmad m.fl., 2021). Miralles-Quirós m.fl. (2018) för ett liknande resonemang kring Value relevance theory där investeringar i ESG-aktiviteter genererar ett mervärde för intressenterna och därigenom en förbättrad finansiell prestation för företagen.

Resultaten från modell 1 i tabell 8 visar däremot att det inte finns något samband mellan ESG-betyg och ROA. Sett till formlerna är nyckeltalen ROA och ROE väldigt lika varandra, där det endast är nämnaren som skiljer sig åt. En av förklaringarna till att det uppkommer ett positivt samband mellan ESG-betyg och ROE men inte mellan ESG-betyg och ROA kan vara att ROA är ett försiktigare mått då det tar hänsyn till allt kapital inom företagen (Murphy m.fl., 1996). Positiva effekter på ROA kan således generaliseras till ROE men inte tvärtom. Eftersom sambandet mellan ESG-betyg och ROE är någorlunda svagt kan detta vara en anledning till att något samband mellan ESG-betyg och ROA inte upptäckts.

5.1.2 E-, S- och G-betyg och finansiell prestation

Resultaten från regressionsanalyserna i tabell 9, 10 och 11 visar sambanden mellan E-, S- och G-betyg och finansiell prestation. Resultaten beträffande de enskilda E- och S-betygen och finansiell prestation visar att det inte finns något samband. Varken sett till ROA eller ROE. Anledningen till att något samband inte upptäcks kan vara de institutionella faktorerna som finns på tillväxtmarknader. Investeringar i ESG-aktiviteter menar Julian och Ofori-Dankwa (2013) kan innebära större risker och osäkerhet för företagen vilket även leder till att det inte är lika prioriterat. Företagen utsätts inte heller för samma press från omvärlden att utföra dessa aktiviteter (Garcia & Orsato, 2020). Investeringar i ESG-aktiviteter innebär även ökade kostnader för företagen vilket kan leda till att intressenter inte ser det som någonting värdehöjande (Miralles-Quirós m.fl., 2018).

G-betyget visade däremot ett positivt samband med finansiell prestation, för både ROA och ROE. Den främsta förklaringen till det positiva sambandet är, likt förklaringen kring sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation, att intressenter prioriterar god

bolagsstyrning (G-betyg). Företag med ett högre G-betyg kan därmed förvänta sig en bättre finansiell prestation.

5.1.3 ESG-betyg, financial slack och finansiell prestation

Resultaten från modell 1 i tabell 12 antyder att det inte finns något samband mellan ESG-betyg och ROA. Däremot har financial slack en positiv effekt på ROA, företag som har finansiella resurser tillgängligt presterar bättre finansiellt i form av ROA. Financial slack erbjuder företagsledningen en större flexibilitet, genom att de kan ta vara på lönsamma investeringsmöjligheter som uppstår. Både flexibilitet och möjligheten att göra lönsamma investeringar bidrar till att optimera den finansiella prestationen. Studiens resultat är även i linje med George (2005) resonemang om financial slack. George (2005) poängterar att tillgången till financial slack, utöver flexibilitet, medför större handlingskraft för ledningen. Det öppnar upp för implementering av nya strategier och underlättar förändringsarbeten till följd av interna och externa påtryckningar, vilket kan bidra till att optimera den finansiella prestationen och därmed förklara det positiva sambandet mellan financial slack och ROA.

Resultaten från modell 2 i tabell 12, skiljer sig från dem i modell 1. Här observeras ett positivt samband mellan ESG-betyg och ROE. Däremot har financial slack ingen effekt på den finansiella prestationen i form av ROE. En förklaring skulle kunna vara skillnaden i måtten, bestående av att ROA är oberoende av hur företaget är finansierat jämfört med ROE. Givet att ett företag använder financial slack till att betala av skulder, genererar detta en positiv effekt på ROA medan ROE i ett sådant fall är oförändrat, då ROE inte involverar företagets skulder vid beräkning.

Syftet med regressionsanalyserna som presenterats i tabell 12 var att analysera huruvida financial slack har någon modererande effekt på sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation. Till skillnad från Doque-Grisales & Aguilera-Carcuel (2021) observationer är interaktionstermen i studien varken signifikant i modell 1 eller modell 2, vilket tyder på att financial slack inte har någon modererande effekt på det studerade sambandet. Hur mycket tillgängliga finansiella resurser företagen har, påverkar enligt Voss m.fl. (2008) och Aguilera-Carcuel m.fl. (2015) deras benägenhet att tillfredsställa intressentbehov och att investera i ESG. Men detta innebär inte att företag med tillgång till financial slack per automatik investerar resurserna i syfte att höja sitt ESG-betyg.

Dessutom erhåller ESG-investeringar en låg prioritet på tillväxtmarknader (Julian & Ofori-Dankwa, 2013; Garcia & Orsato, 2020), vilket kan bero på intressenternas preferenser och de svaga institutioner som tidigare forskning observerat. Julian och Ofori-Dankwa (2013) menar att företag i denna kontext har svårare att attrahera kapital till investeringar. Således innebär investeringar i ESG ett större risktagande (Clark m.fl., 2015). Vidare hävdar Cuervo-Cazurra och Genc (2008) att förekomsten av korruption, politisk instabilitet, ineffektiva rättssystem och andra svaga institutioner påverkar vilka intressenter företagen attraherar och dess prioriteringar. I denna miljö kan intressenterna, även om de betraktar ett bra ESG-betyg som värdehöjande, föredra andra typer av investeringar. Sett utifrån intressentteorin påverkar intressenterna de val som företagen gör, då de med hjälp av externa påtryckningar kan påverka ledningens beslutsfattande. Till följd av de svaga institutionerna, ESG-investeringars låga prioritet och den ökade risken förknippad med dessa investeringar är det rimligt att anta att företagen, och därmed intressenterna, föredrar andra typer av investeringar när de har tillgång till financial slack. Vilket skulle kunna förklara att financial slack inte påverkar relationen mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.

6. Slutsats

I det sjätte och sista kapitlet presenteras studiens slutsatser. Därefter följer studiens bidrag och begränsningar. Avslutningsvis lämnas förslag till vidare forskning.

6.1 Slutsats

Syftet med denna studie var att undersöka sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation, samt hur förekomsten av financial slack påverkar denna relation på tillväxtmarknader. Utifrån resultaten sammanställs följande slutsatser:

- Det finns ett positivt samband mellan ESG-betyg och ROE på tillväxtmarknader.
- Det finns ett positivt samband mellan G-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.
- Financial slack har ingen påverkan på relationen mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.

Regressionsanalyserna visar annorlunda resultat än vad som hade förväntats sett till de tidigare formulerade hypoteserna. H1 antar att det skulle finnas ett negativt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation. Resultaten tyder istället på att detta samband är positivt där ESG-betyget var signifikant positivt mot ROE. Sambandet mellan ESG-betyg och ROA visade däremot inget signifikant samband. Vidare visar resultaten från varje individuell ESG-pelare att hypoteserna H1a, H1b och H1c inte kan accepteras. Resultaten visar att det inte finns något signifikant samband mellan vare sig E- eller S-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader. Sambandet mellan G-betyg och finansiell prestation förväntades vara negativt. Likt ESG-betyget visade G-betyget istället ett positivt signifikant samband till finansiell prestation, både för ROA och ROE. Även om hypoteserna inte kunde accepteras hjälper de besvara studiens syfte och ger en inblick i hur ESG aktiviteter kan påverka företagens finansiella prestation på tillväxtmarknader.

Till sist undersöktes även vilken påverkan financial slack har på sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation. H2 antar att förekomsten av financial slack försvagar sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader. Utifrån resultaten kunde inte heller H2 accepteras då financial slack inte har någon påverkan på relationen mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.

Genom resultatdiskussionen kan det konstateras att intressentteorin, även om det inte är den enda, kan vara en förklaring till de upptäckta sambanden där intressenterna finner ett bra

ESG-betyg som någonting värdehöjande. Samtidigt kan institutionella faktorer förklara varför det i vissa fall inte observerades några samband. För företag som agerar på tillväxtmarknader kan exempelvis korruption, politisk instabilitet, bristande regelverk, ineffektiva rättssystem, svårigheter att attrahera kapital och kriminalitet ha en stor påverkan på vilka intressenter företagen kan attrahera men även vad de själva prioriterar. Att eftersträva högre ESG-betyg kan således innebära en större risk för företagen som inte blir lönsamt.

6.2 Studiens bidrag

Studien är av betydelse för flera olika grupper, däribland investerare, intressenter och företagsledningen. Hur företagens ESG-betyg påverkar den finansiella prestationen influerar hur dessa grupper agerar och vilka beslut de fattar. Då alla ESG:s dimensioner analyseras var för sig genererar studien ett betydelsefullt bidrag, eftersom detta ökar förståelsen för hur de olika komponenterna av ESG påverkar den finansiella prestationen. Vidare bidrar studien till det företagsekonomiska forskningsområdet genom att studera sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation i en mer utforskad kontext, tidigare forskning har i stor utsträckning fokuserat på utvecklade marknader. Denna studie har genom att undersöka en stor uppsättning tillväxtmarknader bidragit med ny information beträffande denna relation på tillväxtmarknader. Dessutom undersöks hur financial slack påverkar relationen mellan ESG-betyg och finansiell prestation, vilket tillför ny kunskap kring vad som påverkar det studerade sambandet.

6.3 Studiens begränsningar och förslag till vidare forskning

Studien har ett antal begränsningar värda att notera, där en av dem är att dataunderlaget består av sekundärdata. Vid tillämpning av sekundärdata begränsas forskarens kontroll över materialet och datans kvalitet är svårare att säkerställa. Samtliga data har hämtats från Refinitiv Eikons databas, vilket ökar dataunderlagets trovärdighet, samtidigt som det ligger till grund för ytterligare begränsningar. Genom användandet av en databas begränsas studiens generaliserbarhet, då ESG-betyg och redovisningsbaserade mått tillhandahållna av andra databaser än Refinitiv Eikon skulle kunna generera andra resultat.

En tredje begränsning utgörs av studiens forskningsdesign. I och med att en tvärsnittsdesign tillämpas, studeras samtliga variabler endast vid ett år. Vilket innebär att förändringar över tid sinsemellan studiens variabler inte observeras och kan således ge upphov till omitted variable bias. Med det menas att variabler som har en inverkan på det studerade sambandet inte är inkluderade i studien. Förändringar över tid sinsemellan studiens variabler kan vara en sådan.

Därav är ett förslag till vidare forskning att tillämpa en longitudinell design när sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation undersöks på tillväxtmarknader. Dels för att undvika problematiken kring omitted variable bias, dels för att studera förändringar över tid. Slutligen kan framtida studier använda sig av marknadsbaserade mått såsom Tobins Q och Market to book för att mäta finansiell prestation, då det skulle kunna leda till andra resultat.

Källförteckning

Vetenskapliga artiklar:

Aguilera-Caracuel, J., Guerrero-Villegas, J., Vidal-Salazar, M. D., & Delgado-Márquez, B. L. (2015). International Cultural Diversification and Corporate Social Performance in Multinational Enterprises: The Role of Slack Financial Resources. *Management International Review*, 55, pp 323-353. doi: 10.1007/s11575-014-0225-4

Ahmad, N., Mobarek, A., & Roni, N, N. (2021). Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTE350 UK firms. Static and dynamic panel data analysis. *Cogent Business Management*, 1(8), pp 1–18. doi: 10.1080/23311975.2021.1900500

Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2018). Does corporate sustainability impact firm profitability? Evidence from India. *Management Decision*, 8(56), pp 1734–1747. doi: 10.1108/MD-04-2017-0381

Bruna, M, G., Loprevite, S., Raucci, D., Ricca, B., & Rupo, D. (2022). Investigating the marginal impact of ESG results on Corporate financial performance. *Finance Research Letters*, 47, pp 1-12. doi: 10.1016/j.frl.2022.102828

Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. *Social Science Research Network*, pp 1-66. doi: 10.2139/ssrn.2508281

Cuervo-Cazurra, A., & Genc, M. (2008). Transforming disadvantages into advantages: developing-country MNEs in the least developed countries. *Journal of International Business Studies*, 6(39), pp 957–979. doi: 10.1057/palgrave.jibs.8400390

Cuervo-Cazurra, A. (2016). Multilatinas as sources of new research insights: The learning and escape drivers of international expansion. *Journal of Business Research*, 6(69), pp 1963-1972. doi: 10.1016/j.jbusres.2015.10.142

Doque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, 168, pp 315-334. doi: 10.1007/s10551-019-04177-w

Eccles, R. G., & Serafeim, G. (2013). The Performance frontier: Innovating for a sustainable strategy. *Harvard Business Review*, *91*(5), pp 50–60.

Fischer, T. M., & Sawczyn, A. A. (2013). The relationship between corporate social performance and corporate financial performance and the role of innovation: evidence from German listed firms. *Journal of Management Control*, *24*, pp 27–52. doi: 10.1007/s00187-013-0171-5

Garcia, S. A., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, *150*, 135–147. doi: 10.1016/j.jclepro.2017.02.180

Garcia, A. S., & Orsato, R. J. (2020). Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance and financial performance. *Business Strategy and the Environment*, *29*, pp 3261–3272. doi: 10.1002/bse.2570

George, G. (2005). Slack Resources and the Performance of Privately Held Firms. *Academy of Management Journal*, *4*(48), pp 661-676. doi: 10.5465/amj.2005.17843944

Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and Social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, *66*, pp 1–16. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2021.101889

Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder value: An empirical test of the Risk Management hypothesis. *Strategic Management Journal*, *30*, pp 425–445. doi: 10.1002/smj.750

Gupta, A., Pardo, P., & Cooper, M. (2022). The Contribution of Sustainable Practices to Financial Performance and Firm Value in Companies in Developing Countries: The Case of India. *Journal of Hospitality and Tourism*, *1*(20), pp 43-58.

Hoque, E. M. (2017). Why Company Should adopt Integrated Reporting? *International Journal of Economics and Financial Issues*, *1*(7), pp 241–248.

Humphrey, J. E., Lee, D. D., & Shen, Y. (2012). The independent effects of environmental, social and governance initiatives on the performance of UK firms. *Australian Journal of Management*, *37*(2), pp 135–151. doi: 10.1177/0312896211410081

- Julian, S. D., & Ofori-Dankwa, J. C. (2013). Financial resource availability and corporate social responsibility expenditures in a sub-Saharan economy: The institutional difference hypothesis. *Strategic Management Journal*, *11*(34), pp 1314-1330. doi: 10.1002/smj.2070
- Kraatz, S. M., & Zajac, J. E. (2001). How Organizational Resources Affect Strategic Change and Performance in Turbulent Environments: Theory and Evidence. *Organization Science* *12*(5), pp 632-657. doi: 10.1287/orsc.12.5.632.10088
- Mardini, G. H. (2022). ESG factors and corporate financial performance. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, *3*(14), pp 247–264. doi: 10.1504/IJMFA.2022.123895
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Valente Gonçalves, L. M. (2018). The Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Performance: The Brazilian Case. *Sustainability*, *10*(3), pp 1-15. doi: 10.3390/su10030574
- Murphy, G. B., Trailer, J. W., & Hill, R. C. (1996). Measuring Performance in Entrepreneurship Research. *Journal of Business Research*, *36*. pp 15-23. doi: 10.1016/0148-2963(95)00159-X
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). The big idea: creating shared value: how to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth. *Harvard Business Review*, *89*, pp1-17. doi: 10.1007/978-94-024-1144-7_16
- Rodriguez-Fernandez, M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *BRQ Business Research Quarterly*, *19*, pp 137–151. doi: /10.1016/j.brq.2015.08.001
- Saygili, E., Arslan, S., & Ozden Birkan, A. (2022). ESG practices and corporate financial performance: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, *22*(3), pp 525-533. doi: 1016/j.bir.2021.07.001
- Shakil, M.H., Mahmood, N., Tasnia, M., & Munin, Z.H. (2019). Do environmental, social, and governance performance affect the financial performance of banks? A cross study of emerging market banks. *Management of Environmental Quality*, *6*(30), pp 1331–1344. doi: 10.1108/MEQ-08-2018-0155

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 2(8), pp 169–178. doi: 10.1108/JGR-11-2016-0029

Voss, G. B., Sirdeshmukh, D., & Giraud Voss, Z. (2008). The Effects of Slack Resources and Environmental Threat on Product Exploration and Exploitation. *Academy of Management Journal*, 1(51), pp 147-164. doi: 10.5465/amj.2008.30767373

Wang, C., Zhao, M., & Zhang, Z. (2020). Research on the Relationship Between Corporate Governance Performance and Financing Cost Under the Background of ESG Theory. *Management Science Informatization and Economic Innovation Development Conference*, pp 309–312. doi: 10.1109/MSIEID52046.2020.00064

Böcker:

Andersson, G., & Funck, E. K. (2020). *Ekonomistyrning: Beslut och handling*. Lund: Studentlitteratur AB.

Bryman, A., & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Stockholm: Liber AB.

Deegan, C., & Unerman, J. (2011). *Financial Accounting Theory, Second European Edition*. Maidenhead: McGraw-Hill Education.

De Veaux, R. D., Velleman, P. F., & Bock, D. E. (2016). *Stats Data and Models Fourth edition*. Harlow: Pearson Education Limited.

Djurfeldt, G., Larsson, R., & Stjärnhagen, O. (2018). *Statistisk verktyglåda 1: Samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur AB.

Frostenson, M., Helin, S., & Sandström, J. (2015). *Hållbarhetsredovisning: Grunder, praktik och funktion*. Stockholm: Liber AB.

Lind, R. (2019). *Vidga vetandet: Teori, metod och argumentation i samhällsvetenskapliga undersökningar*. Lund: Studentlitteratur AB.

Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2012). *Reserach methods for Busniness Students Sixth edition*. Harlow: Pearson Education Limited.

Webbsidor:

Academic Journal Guide. (2021). *Academic Journal Guide 2021 Ranking list*. Hämtad 2023-04-12 från: <https://charteredabs.org/academic-journal-guide-2021/>

Cucos, L. (2022). How To Perform Moderation Analysis in SPSS (2 Methods). *UEDUFY*. Hämtad 2023-04-11 från: <https://uedufy.com/how-to-perform-moderation-analysis-in-spss/>

Governance & Accountability Institute. (2022). *Sustainability Reporting in Focus*. Hämtad 2023-03-10 från: <https://www.ga-institute.com/research/ga-research-directory/sustainability-reporting-trends/2022-sustainability-reporting-in-focus.html>

Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC). (2022). *Climate Change 2022: Impacts, Adaption and Vulnerability*. Hämtad 2023-03-08 från: <https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg2/>

MSCI. (2023). *Emerging markets*. Hämtad 2023-04-12 från: <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/emerging-markets>

Refinitiv. (2022). *Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv*. Hämtad 2023-02-26 från: https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf

Bilaga 1: studiens ekvationer

H1: Det finns ett negativt samband mellan ESG-betyg och finansiell prestation på tillväxtmarknader.

$$ROA = \alpha + \beta_1 ESG_betyg + \beta_2 F\ddot{o}retagsstorlek + \beta_3 Risk + \beta_4 Land + \beta_5 Sektor + \varepsilon$$

Ekvation 1: ESG-betygets p averkan p  finansiell prestation (ROA). (H1).

$$ROE = \alpha + \beta_1 ESG_betyg + \beta_2 F\ddot{o}retagsstorlek + \beta_3 Risk + \beta_4 Land + \beta_5 Sektor + \varepsilon$$

Ekvation 2: ESG-betygets p averkan p  finansiell prestation (ROE). (H1).

H1a: Det finns ett negativt samband mellan E-betyg och finansiell prestation p  tillv xtmarknader.

$$ROA = \alpha + \beta_1 E_betyg + \beta_2 F\ddot{o}retagsstorlek + \beta_3 Risk + \beta_4 Land + \beta_5 Sektor + \varepsilon$$

Ekvation 3: E-betygets p averkan p  finansiell prestation (ROA). (H1a).

$$ROE = \alpha + \beta_1 E_betyg + \beta_2 F\ddot{o}retagsstorlek + \beta_3 Risk + \beta_4 Land + \beta_5 Sektor + \varepsilon$$

Ekvation 4: E-betygets p averkan p  finansiell prestation (ROE). (H1a).

H1b: Det finns ett negativt samband mellan S-betyg och finansiell prestation p  tillv xtmarknader.

$$ROA = \alpha + \beta_1 S_betyg + \beta_2 F\ddot{o}retagsstorlek + \beta_3 Risk + \beta_4 Land + \beta_5 Sektor + \varepsilon$$

Ekvation 5: S-betygets p averkan p  finansiell prestation (ROA). (H1b).

$$ROE = \alpha + \beta_1 S_betyg + \beta_2 F\ddot{o}retagsstorlek + \beta_3 Risk + \beta_4 Land + \beta_5 Sektor + \varepsilon$$

Ekvation 6: S-betygets p averkan p  finansiell prestation (ROE). (H1b).

H1c: Det finns ett negativt samband mellan G-betyg och finansiell prestation p  tillv xtmarknader.

$$ROA = \alpha + \beta_1 G_betyg + \beta_2 F\ddot{o}retagsstorlek + \beta_3 Risk + \beta_4 Land + \beta_5 Sektor + \varepsilon$$

Ekvation 7: G-betygets p averkan p  finansiell prestation (ROA). (H1c).

$$ROE = \alpha + \beta_1 G_betyg + \beta_2 F\ddot{o}retagsstorlek + \beta_3 Risk + \beta_4 Land + \beta_5 Sektor + \varepsilon$$

Ekvation 8: G-betygets p averkan p  finansiell prestation (ROE). (H1c).

H2: F rekomsten av financial slack f rsvagar sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation p  tillv xtmarknader.

$$ROA = \alpha + \beta_1 ESG_betyg + \beta_2 Financial\ slack + \beta_3 (ESG_betyg * Financial\ slack) + \beta_4 F\ddot{o}retagsstorlek + \beta_5 Risk + \beta_6 Land + \beta_7 Sektor + \varepsilon$$

Ekvation 9: Financial slacks p averkan p  sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation (ROA). (H2).

$$ROE = \alpha + \beta_1 ESG_betyg + \beta_2 Financial\ slack + \beta_3 (ESG_betyg * Financial\ slack) + \beta_4 F\ddot{o}retagsstorlek + \beta_5 Risk + \beta_6 Land + \beta_7 Sektor + \varepsilon$$

Ekvation 10: Financial slacks p averkan p  sambandet mellan ESG-betyg och finansiell prestation (ROE). (H2).