UNIVERSITY OF GOTHENBURG

SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Aktieåterköp och kapitalstruktur i Europa: Evidens från en paneldatastudie 2018-2024

Kandidatuppsats i Industriell och Finansiell Ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

Vårterminen 2026

Handledare: Jon Williamsson

Författare:

Fabian Broman - 010924

Ludwig Sjöstrand - 010618

Ara Rahim - 020328

FÖRORD

Den här kandidatuppsatsen har skrivits i kandidatkursen Industrial and Financial Management på Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, vårterminen 2026.

Vi skulle vilja förmedla ett stort tack till Jon Williamsson för de hjälpsamma och givande råd som tilldelats oss.

Sammanfattning

Denna studie undersöker sambandet mellan aktieåterköp och kapitalstruktur i europeiska börsnoterade företag. Syftet är att analysera om företag ökar sin skuldsättning i samband med återköp av aktier samt om detta samband förändrats efter 2022 i samband med stigande räntor.

Studien genomfördes som en kvantitativ paneldatastudie baserad på 60 stora icke-finansiella företag inom STOXX Europe 600 under perioden 2018-2024, vilket motsvarar 420 observationer. Data har samlats in från Capital IQ och analyserats med regressionsmodeller med företagsfasta och årsfasta effekter.

Resultatet visar att aktieåterköp har ett positivt samband med skuldsättning. Företag som genomför större återköp tenderar att uppvisa högre skuldsättningsgrad. Detta indikerar att aktieåterköp kan användas som ett verktyg för kapitalstrukturhantering och inte enbart som en metod för kapitalöverföring till aktieägare.

Studien finner däremot inget statistiskt säkerställt stöd för att sambandet mellan återköp och skuldsättning förändrats efter 2022. Trots högre räntor verkar stora europeiska företag fortsatt använda aktieåterköp på liknande sätt som tidigare.

Slutsatsen är att aktieåterköp fortsatt spelar en viktig roll i företags finansiella strategi och påverkar både kapitalstruktur och skuldsättningsnivå.

Abstract

This study examines the relationship between share repurchases and capital structure in European listed companies. The purpose is to analyze whether firms increase their leverage when repurchasing shares and whether this relationship changed after 2022 due to rising interest rates.

The study applies a quantitative panel data approach based on 60 large non-financial firms from the STOXX Europe 600 index during the period 2018-2024, corresponding to 420 observations. Data was collected from Capital IQ and analyzed using regression models with firm fixed effects and year fixed effects.

The results show that share repurchases are positively associated with leverage. Firms conducting larger repurchases tend to display higher leverage ratios. This suggests that repurchases are used not only as a payout method to shareholders, but also as a tool for capital structure management.

However, the study finds no statistically significant evidence that the relationship between repurchases and leverage changed after 2022. Despite higher interest rates, large European firms appear to have continued using repurchases in a similar way as before.

The conclusion is that share repurchases remain an important part of corporate financial strategy and affect both capital structure and leverage levels.

Innehållsförteckning

1. Inledning **1**
1.1 Bakgrund 1
1.2 Problembeskrivning och analys 2
1.3 Syfte 4
1.4 Frågeställning 4
1.5 Studiens bidrag och relevans 5
2. Teoretisk referensram **6**
2.1 Aktieåterköp och kapitalstrukturens mekanik 6
2.2 Trade-off-teorin 7
2.3 Pecking-order-teorin 8
2.4 Signalteori och agentteori 9
2.5 Kritisk granskning av kapitalstrukturteorierna i studien 9
2.6 Tidigare forskning om aktieåterköp och skuldsättning 11
2.7 Räntelägets påverkan på kapitalstruktur och återköpsbeslut 12
2.8 Empiriska belägg för aktieåterköpets påverkan på kapitalstruktur 13
2.9 Koppling mellan teori, tidigare forskning och analysmodell 13
2.10 Hypotesformulering 14
3. Metod och datainsamling **16**
3.1 Val av metod 16
3.2 Urval av företag 17
3.3 Datainsamling 18
3.4 Variabler och analysmodell 19
3.5 Begränsningar 23
3.6 Robusthet och alternativa modeller 23
3.7 Användning av AI 24
4. Resultat **25**
4.1 Deskriptiv statistik och korrelationsmatris 26
4.2 Översikt av Tabell 1 27
4.3 Modell (1): Baseline Fixed Effects 28
4.4 Modell (2): Huvudmodell med Post2022 28
4.5 Modell (3): Total Debt som alternativ beroende variabel 29
4.6 Modell (4): Pooled OLS 30
4.7 Kontrollvariabler 30
5. Analys och diskussion **32**
5.1 Aktieåterköp som verktyg för kapitalstruktur 32
5.2 Koppling till Trade-off-teorin 33
5.3 Koppling till Pecking-order-teori 33
5.4 Varför förändrades inte sambandet efter 2022? 34

5.5 Storlekens betydelse 36
5.6 Varför ROA inte blev signifikant 37
5.7 Jämförelse med tidigare forskning 38
5.8 Studiens begränsningar 39
5.9 Praktiska implikationer 40
5.10 Sammanfattande diskussion 41
6. Slutsats **43**
REFERENSLISTA **46**

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Företags beslut om finansiering och återföring av kapital till aktieägare är centrala frågor inom företagsfinansiering. Dessa beslut kan påverka företagets finansiella risk, handlingsutrymme och kapitalstruktur. Aktieåterköp är därför relevant att undersöka, eftersom återköp kan fungera som en överföring av kapital till aktieägarna samtidigt som de kan samvariera med förändringar i företagets kapitalstruktur och skuldsättningsgrad.

Ett aktieåterköp innebär att ett företag köper tillbaka sina egna aktier från marknaden, istället för att återföra kapital genom utdelning. Detta minskar antalet utestående aktier och kan påverka det egna kapitalet i balansräkningen. Aktieåterköp kan därför fungera som ett komplement till direktutdelning (IG, u.å.).

Under de senaste årtiondena har aktieåterköp blivit en allt vanligare metod för företag att distribuera kapital till sina aktieägare. Aktieåterköpsprogram har ökat i både USA och Europa under de tre senaste decennierna, bland annat till följd av förändrade regelverk i flera länder (Pramanick & Fliers, 2021). I Europa tog utvecklingen fart från slutet av 1990-talet, då förändrade regelverk bidrog till att aktieåterköp blev en mer etablerad form av kapitaldistribution (von Eije & Megginson, 2008).

Aktieåterköp kan genomföras av flera olika skäl, exempelvis signalering, kapitaldistribution eller justering av kapitalstrukturen. Denna studie fokuserar på kapitalstrukturjustering, det vill säga hur aktieåterköp samvarierar med företags skuldsättningsgrad. Därmed behandlas återköp inte enbart som ett sätt att återföra kapital till aktieägare, utan även som ett beslut som kan relateras till företagets finansiella struktur.

Under senare år har räntehöjningar förändrat företagens finansieringsvillkor (ECB, 2023). När lånekostnaderna ökar kan företagens möjligheter och incitament att genomföra skuldrelaterade aktieåterköp påverkas (Elgouacem & Zago, 2023). Mot denna bakgrund blir det relevant att undersöka om sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning skiljer sig åt under en period med högre finansieringskostnader.

1.2 Problembeskrivning och analys

Det underliggande problemet i denna studie är att det fortfarande är empiriskt oklart hur aktieåterköp samvarierar med företags skuldsättningsgrad i en period med högre finansieringskostnader i en europeisk kontext. Tidigare forskning har i stor utsträckning behandlat aktieåterköp utifrån signalering, marknadsreaktioner och aktievärdering. Samtidigt har annan forskning analyserat aktieåterköp i relation till kapitalstruktur. Detta gör sambandet mellan återköp och skuldsättning relevant att undersöka (Bonaimé et al., 2014).

Även om aktieåterköp har etablerats som ett centralt verktyg för kapitaldistribution i moderna företag kvarstår oklarheter kring hur dessa beslut är relaterade till företags kapitalstruktur i praktiken. Även om återköpets effekt på balansräkningen kan beskrivas teoretiskt är det svårt att empiriskt avgöra hur starkt sambandet är eftersom att återköp kan ha flera olika motiv. Hur återköpet påverkar kapitalstrukturen varierar därmed beroende på vilken finansieringsform som används. Aktieåterköp kan därmed förstås som ett beslut som inte enbart rör kapitaldistribution utan kan även vara kopplat till företagets kapitalstruktur (Dittmar, 2000).

En central problematik är att aktieåterköp inte enbart fyller en funktion, utan kan användas av företag på flera olika sätt. Aktieåterköp kan exempelvis fungera som en signal om att ledningen bedömer aktien som undervärderad (Peyer & Vermaelen, 2009). Samtidigt kan återköp även användas för att hantera överskottslikviditet eller för att justera företagets kapitalstruktur (Wang et al., 2024). Detta gör sambandet mellan återköp och skuldsättning svårt att tolka entydigt eftersom samma finansiella beslut kan ha olika drivkrafter.

Dessutom är forskningen kring europeiska företag fortfarande relativt begränsad jämfört med den omfattande litteraturen om amerikanska företag. Institutionella förhållanden såsom reglering och kapitalmarknadsstruktur skiljer sig mellan regioner (Andriosopoulos & Hoque, 2013). Därmed finns det skäl att anta att sambandet mellan aktieåterköp och kapitalstruktur kan se annorlunda ut i Europa.

Det geografiska forskningsproblemet är att resultat från amerikanska studier inte direkt kan användas för att förstå hur aktieåterköp och skuldsättning samvarierar i europeiska företag. Den geografiska dimensionen förstärks av att aktieåterköp sker inom olika regulatoriska ramar i USA och Europa. En stor del av den befintliga forskningen om aktieåterköp och kapitalstruktur är baserad på amerikanska data, samtidigt som institutionella och

regulatoriska förhållanden skiljer sig från de europeiska. I USA omfattas aktieåterköp på öppna marknaden av SEC Rule 10b-18 som ger företag ett safe harbour om aktieåterköpen uppfyller vissa villkor avseende tidpunkt, genomförande, pris och volym (Investopedia, 2025). I Europa regleras återköp istället inom ramen för EU:s marknadsmissbruksförordning där återköpen omfattas av särskilda krav för att falla inom safe harbour-regler enligt artikel 5 i MAR (Europaparlamentets och rådets förordning [EU] nr 596/2014). De tekniska kraven för återköpsprogrammen tydliggörs i Kommissionens delegerade förordning (Kommissionens delegerade förordning [EU] 2016/1052).

Dessa regelverk visar att aktieåterköp sker inom olika institutionella och regulatoriska ramar i USA och Europa. I USA fokuserar regleringen på handelsvillkor vid återköp, medan det europeiska kopplar det till transparens, marknadsmissbruk och rapportering. Detta innebär att resultat från amerikanska studier inte nödvändigtvis är direkt överförbara till en europeisk kontext. Detta motiverar studiens fokus på europeiska börsnoterade företag. Utöver skillnader i reglering visar tidigare forskning att faktorer såsom ägarstruktur, utdelningar och företagsstorlek påverkar återköpsbeslut (Andriosopoulos & Hoque, 2013).

Samtidigt har det makroekonomiska läget förändrats markant under de senaste åren. Efter en lång period av låga räntor i Europa har centralbanker, däribland Europeiska centralbanken (ECB), sedan 2022 genomfört kraftiga räntehöjningar som svar på ökad inflation (ECB, 2023). Detta har lett till en avsevärt högre kostnad för skuldfinansiering. En sådan förändring i finansieringsvillkor innebär att de incitament som tidigare funnits för att använda skuld i samband med aktieåterköp kan ha förändrats (Elgouacem & Zago, 2023). Därmed finns det ett tidsmässigt problem. Tidigare samband mellan återköp och skuldsättning i en period med låga räntor behöver inte nödvändigtvis se likadana ut efter ränteuppgången 2022.

Det förändrade ränteläget efter 2022 gör det därför relevant att undersöka om sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning ser annorlunda ut efter ränteuppgången. När skuldkostnaderna ökat kan incitamenten att finansiera återköp med lån förändras. (Elgouacem & Zago, 2023).

Vidare visar nyare rapporter att europeiska företag fortsatt att genomföra omfattande aktieåterköp även i den nya räntemiljön, om än med förändrade mönster (Morningstar, 2026). Detta väcker frågor kring hur företagens kapitalstruktur påverkas i en miljö där skuldfinansiering blivit dyrare. Därmed är det relevant att undersöka om återköp fortsatt

samvarierar med en högre skuldsättningsgrad eller om sambandet förändrats i takt med finansieringskostnaderna.

Detta skapar ett dynamiskt problem där tidigare empiriska resultat, som ofta baseras på perioder med låga räntor, inte nödvändigtvis är giltiga i dagens ekonomiska kontext. Samtidigt tyder rapporter på att företag fortsatt använder aktieåterköp även i en högre räntemiljö, vilket pekar på att andra faktorer än finansieringskostnader kan spela en avgörande roll (Morningstar, 2026).

Problemet är därmed att det saknas aktuell europeisk evidens om hur aktieåterköp samvarierar med företags skuldsättningsgrad i en förändrad räntemiljö. Detta är ett problem eftersom återköp kan påverka hur företagets kapitalstruktur och finansiella risk ser ut. För investerare kan sambandet vara relevant vid bedömning av risk. För företagsledningar kan fokus istället ligga på finansiering och kapitalstruktur. Det är även ett problem att tidigare studier i hög grad bygger på amerikanska företag och perioder med andra finansieringsförutsättningar. Därför behövs en empirisk studie som undersöker sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad i stora europeiska börsnoterade företag före och efter ränteuppgången 2022.

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att analysera sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning i stora europeiska börsnoterade företag under perioden 2018-2024. Studien undersöker dels om aktieåterköp samvarierar med företags skuldsättningsgrad och om detta samband skiljer sig före och efter ränteuppgången.

1.4 Frågeställning

- Vilket statistiskt samband finns mellan aktieåterköp och skuldsättning i stora europeiska börsnoterade företag?
- För att undersöka betydelsen av det förändrade ränteläget formuleras även följande delfråga: Skiljer sig sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning före och efter ränteuppgången 2022?

1.5 Studiens bidrag och relevans

Studien är relevant för flera aktörer. För investerare kan sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad öka förståelsen för hur återköp kan vara kopplat till företagets finansiella risk. Om återköp samvarierar med en högre skuldsättningsgrad kan detta vara viktigt vid bedömningen av ett företags risknivå och finansiella stabilitet. Studien är även relevant för företagsledningar då aktieåterköp kan användas som ett potentiellt verktyg för kapitalstrukturhantering. Genom att analysera sambandet mellan återköp och skuldsättning kan studien bidra till en bättre förståelse för hur återköp samvarierar med ett företags finansieringsbeslut.

Dessutom är studien relevant ur ett samhällsekonomiskt och regulatoriskt perspektiv. Aktieåterköp påverkar hur kapital fördelas och används i börsnoterade företag. Eftersom europeiska företag arbetar under andra institutionella förutsättningar än amerikanska företag kan studien bidra med en regionspecifik europeisk kontext angående aktieåterköp.

Studiens huvudsakliga bidrag är att den undersöker sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad. Vidare är fokuset utöver detta på stora europeiska börsnoterade företag under perioden 2018-2024. Genom att analysera om sambandet skiljer sig före och efter ränteuppgången 2022 bidrar studien med aktuell information om hur aktieåterköp relaterar till kapitalstruktur i en förändrad räntemiljö.

2. Teoretisk referensram

2.1 Aktieåterköp och kapitalstrukturens mekanik

Hur företag väljer att strukturera sitt kapital, det vill säga fördelningen mellan eget kapital och skulder, är en central del i företagsfinansiering. Under vissa antaganden är ett företags värde oberoende av dess finansieringsform (Modigliani & Miller, 1958). Kapitalstruktur avser hur ett företag finansierar sin verksamhet genom skulder och eget kapital. Valet mellan dessa finansieringsformer är centralt eftersom det kan påverka avkastningskrav, risknivå, företagsvärde och finansiell flexibilitet. I tidigare studier är skuldsättning relevant eftersom aktieåterköp är en åtgärd som kan påverka relationen mellan eget kapital och skulder. När ett företag genomför ett aktieåterköp minskar mängden utestående aktier samtidigt som kapital förs ut ur bolaget. Om återköpet finansieras med befintliga likvida medel reduceras företagets eget kapital och tillgångar, vilket kan leda till att skuldsättningen ökar relativt sett.

Finansieras återköpet med upplåning förstärks denna effekt eftersom skulderna ökar samtidigt som eget kapital minskar. Aktieåterköp kan därför inte enbart ses som en metod för kapitalöverföring till aktieägare, utan även som ett finansiellt beslut som påverkar företagets skuldsättningsnivå och kapitalstruktur (Bonaimé et al., 2014).

Återköp kan också förstås i relation till företags målkapitalstruktur. Om ett företag använder återköp för att minska eget kapital eller öka skuldsättningen kan återköpet bidra till att företag rör sig närmare en målrelaterad kapitalstruktur. Detta gör det teoretiskt relevant att analysera aktieåterköp som ett möjligt verktyg för kapitalstrukturhantering, snarare än enbart som en metod för kapitalöverföring till aktieägare. (Wang et al., 2024)

Baserat på detta blir det teoretiskt relevant att analysera aktieåterköp i relation till kapitalstrukturteori. I denna studie behandlas återköp som ett finansiellt beslut kopplat till skuldsättning snarare än enbart en marknadssignal eller kapitalöverföring till aktieägare.

2.2 Trade-off-teorin

Trade-off-teorin är en central utgångspunkt för att förstå sambandet mellan skuldsättning och aktieåterköp. Enligt denna teori eftersträvar företag en kapitalstruktur där fördelar med skuld

ställs mot nackdelar och risker kopplade till högre skuldsättning. Enligt teorin kan skuldfinansiering vara fördelaktigt eftersom räntekostnader i många skattesystem är avdragsgilla. Samtidigt innebär en högre skuldsättningsgrad lägre finansiell flexibilitet, ökade kostnader i form av finansiell stress samt högre risk för finansiella problem. Företag förväntas därför inte maximera skuldsättning, utan istället sträva efter en önskad eller målrelaterad skuldsättningsnivå. (Harris & Raviv, 1991)

I relation till aktieåterköp innebär trade-off-teorin att ett företag med relativt låg skuldsättning kan använda aktieåterköp som ett sätt att närma sig en mer önskad kapitalstruktur. Genom att minska det egna kapitalet ökar företagets finansiella hävstång, även om den nominella skulden skulle förbli oförändrad. Skulle återköpet dessutom finansieras genom att ta upp nya skulder blir effekten ännu tydligare. Ny forskning visar att aktieåterköp kan underlätta ett företags rörelse mot optimal skuldsättning, särskilt bland initialt underbelånade företag (Wang et al., 2024).

Sambandet blir tydligt i sammanhang där regelverket möjliggör återköp som ett verktyg för kapitalstrukturjustering. När företag ges möjligheten att använda aktieåterköp som ett finansiellt verktyg kan vägen mot en önskad kapitalstruktur underlättas (Gamage, 2023).

Trade-off-teorin förklarar även varför företagsstorlek tenderar att samvariera med skuldsättning. Större bolag har generellt mer diversifierad verksamhet och stabilare intäkter. Den större diversifieringen och stabiliteten av intäkter gör att dessa företag kan bära en högre skuldsättningsnivå utan att den finansiella risken ökar i samma utsträckning som för mindre bolag. Större företag befinner sig då vid en högre optimal skuldsättningsnivå än mindre bolag (Harris & Raviv, 1991). Skillnader i skuldkapacitet gör företagsstorlek relevant för analysmodellen eftersom större företag kan ha andra skuldsättningsförutsättningar än mindre företag.

Trade-off-teorin är därmed relevant för denna studie eftersom den förklarar varför företag kan ha incitament att justera sin skuldsättning mot en målrelaterad kapitalstruktur, där aktieåterköp kan vara ett av flera möjliga verktyg.

2.3 Pecking-order-teorin

Ett ytterligare teoretiskt perspektiv ges av pecking-order-teori. Teorin utgår från att företag föredrar intern finansiering framför extern. När externa medel krävs föredras skuld framför nyemissioner. Förklaringen för detta ligger främst i informationsasymmetrier mellan externa investerare och företagsledning. Informationsasymmetri innebär att företagsledningen besitter mer information om företagets verkliga värde, risk och framtid än externa investerare. Informationsasymmetrin påverkar finansieringsbeslut eftersom marknaden kan tolka extern finansiering som en signal om företagets finansiella situation. En nyemission kan till exempel uppfattas negativt om investerare tolkar det som att ledningen anser aktien vara övervärderad eller sakna tillräckliga interna medel. Skuld kan därför framstå som mindre kostsam än nyemission men intern finansiering föredras när interna medel är tillgängligt. (Myers & Majluf, 1984)

Pecking-order-teorin behandlar främst finansiering och investeringsbeslut under asymmetrisk information snarare än aktieåterköp direkt (Myers & Majluf, 1984). I relation till aktieåterköp innebär pecking-order-teori att metoden som återköpet finansieras på blir central. Företag med stora interna kassaflöden kan finansiera återköp utan att öka skulderna nämnvärt, medan företag med mindre tillgängligt kapital i högre grad kan behöva öka belåningen. Skillnaden i finansieringskälla innebär att aktieåterköp inte nödvändigtvis har samma effekt på skuldsättningen som ifall de hade finansierats med lån. Effekten på skuldsättningen kan därför variera beroende på ett företags interna kassa. Teorin är särskilt relevant för mogna företag med stabila kassaflöden. Dessa företag genererar ofta tillräckliga interna medel för att finansiera återköp och investeringar utan hjälp av extern upplåning. Detta innebär att effekten av aktieåterköp på skuldsättning i stora bolag kan vara begränsad, då dessa i högre grad finansieras med interna medel. Detta gör lönsamhet relevant som kontrollvariabel eftersom företag med högre lönsamhet kan ha större möjlighet att finansiera återköp med interna medel.

Pecking-order-teori är därför relevant som komplement till trade-off-teorin. Den förklarar varför återköp inte nödvändigtvis får samma effekt på skuldsättningen i olika företag. Företag med starka interna medel kan genomföra återköp utan att skuldsättningen ökar i större utsträckning, medan företag med mindre interna medel kan behöva använda extern finansiering för att genomföra återköp (Myers & Majluf, 1984).

2.4 Signalteori och agentteori

Signalteori och agentteori används i denna studie som kompletterande perspektiv för att förstå varför företag genomför aktieåterköp. De utgör däremot inte de huvudsakliga förklaringsmodellerna i studien eftersom analysen främst fokuserar på sambandet mellan återköp och skuldsättning. Dessa teorier fokuserar mer på marknadsreaktioner och intern ägarstyrning (Andriosopoulos & Lasfer, 2015; Jensen, 1986).

Ytterligare en teori som kan bidra till förståelsen för varför ett företag genomför aktieåterköp är signalteori. Enligt teorin kan nyheten om återköp agera som en signal för marknaden om att ledningen anser aktien som undervärderad eller att framtidsutsikterna är starkare än vad marknaden har inprisat (Peyer & Vermaelen, 2009). Tidigare forskning om europeiska återköp visar att marknaden ofta reagerar positivt på återköpsannonseringar (Andriosopoulos & Lasfer, 2015). Detta gör signalering relevant som ett möjligt motiv bakom återköp. Tidigare forskning visar att företag som genomför aktieåterköp i vissa fall kan uppvisa förbättrad finansiell prestation efter återköpet. Den förbättrade prestationen efter återköp kan tolkas som att återköp ibland sker när ledningen bedömer att aktien är undervärderad (Lie, 2005).

Agentteori kan bidra till att öka förståelsen för varför ett företag genomför aktieåterköp. Teorin belyser målkonflikter som kan uppstå mellan ledningen och aktieägarna, särskilt när företaget har stora mängder fritt kassaflöde. I sådana situationer kan återköp användas som ett sätt att minska det kapital som ledningen fritt disponerar. Därmed kan risken för överinvesteringar eller andra beslut som inte ligger i aktieägarnas intresse begränsas. (Jensen, 1986)

Dessa teorier används därmed inte för att direkt förklara förändringar i skuldsättningsgrad utan för att visa att aktieåterköp kan ha flera samtidiga motiv.

2.5 Kritisk granskning av kapitalstrukturteorierna i studien

Även om trade-off-teorin och pecking-order-teorin är centrala för denna studie innehåller de antaganden som behöver problematiseras. Båda teorierna bygger på förenklingar av hur företag agerar. Detta leder till att de behöver användas med försiktighet när de kopplas till

aktieåterköp och skuldsättning. Det är därför viktigt att inte tolka ett eventuellt samband mellan återköp och skuldsättningsgrad som ett direkt bevis på att företagen följer en specifik kapitalstrukturteori.

En begränsning med trade-off-teorin är förutsättningen att företag kan förhålla sig till en målrelaterad eller optimal skuldsättningsnivå. I praktiken är det svårt att avgöra var en sådan nivå ligger. Flera faktorer såsom risk, kassaflöde, bransch och finansieringskostnader påverkar var denna nivå ligger. Detta gör att teorin kan vara svår att använda som en direkt förklaring till varför skuldsättningen förändras efter ett återköp (Harris & Raviv, 1991).

En annan begränsning är att förändringar i kapitalstruktur ofta sker gradvis. Om ett företag anpassar sig långsamt mot en målskuldsättning kan effekten av återköpen vara svår att observera direkt i skuldsättningsgraden. (Flannery & Rangan, 2006)
Ett positivt samband mellan aktieåterköp och skuldsättningsgraden behöver därför inte automatiskt innebära att återköp används som ett medvetet finansiellt verktyg. Sambandet kan även bero på att finansiellt starka företag har större möjligheter att genomföra aktieåterköp och upprätta nya lån.

Pecking-order-teorin har begränsningar när den används för att förklara sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning i denna studie. Denna teori används främst för att förstå ett företags finansieringsbeslut. Av denna anledning blir kopplingen till aktieåterköp mer indirekt. Aktieåterköp handlar inte om att finansiera en investering utan om kapitaldistribution. Det innebär att teorin inte på egen hand kan ge ett tydligt svar på hur återköp bör påverka skuldsättningen (Myers & Majluf, 1984).

Om återköp sker med interna medel kan sambandet med skuldsättning bli svagt. Finansierar återköp däremot med nya lån kan sambandet bli tydligare positivt. Bakomliggande motiv kan exempelvis vara kapitalstrukturjustering, signalering och hantering av överskottslikviditet. (Dittmar, 2000)

Det gör att ett observerat samband mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad inte enbart bör tolkas som stöd för en specifik teori.

Den kritiska granskningen är viktig för studiens empiriska analys då denna bygger på statistiska samband. Resultaten kan därför visa att aktieåterköp och skuldsättning varierar men kan inte säkerställa varför detta samband uppstår. Ett positivt samband kan vara förenligt med kapitalstrukturteorierna. Sambandet bevisar dock inte att företag aktivt använder aktieåterköp för att nå en specifik skuldsättningsnivå. Resultaten bör därför tolkas som empiriska mönster snarare än som ett tydligt bevis för de teoretiska mekanismerna.

2.6 Tidigare forskning om aktieåterköp och skuldsättning

Tidigare forskning om aktieåterköp har i stor utsträckning lagt fokus på just hur marknaden reagerar på tillkännagivanden av aktieåterköp, med fokus på agentteori och signalteori. Studier av europeiska företag visar att sådana tillkännagivanden i genomsnitt är förknippade med positiv abnormal avkastning på annonseringsdagen, men att effekten påverkas av institutionella miljöer och länder. (Andriosopoulos & Lasfer, 2015)
Denna inriktning har främst behandlat återköp som ett signal- och värderingsfenomen, vilket innebär att forskning i begränsad utsträckning har analyserat hur företagets balansräkning påverkas efter de genomförda återköpen. Denna forskningslucka är relevant för denna studie eftersom det visar att aktieåterköp kan ha flera olika motiv, samtidigt som den tidigare forskningen inte alltid har fokuserat på aktieåterköpens relation till kapitalstruktur och skuldsättning.

En separat inriktning har istället betonat återköp som ett verktyg för justering av kapitalstruktur. Kapitalstrukturjustering kan vara ett värdeskapande motiv bakom återköp, särskilt när företag använder återköp för att närma sig en målrelaterad kapitalstruktur. (Bonaimé et al., 2014)

Forskning om skuldfinansierade återköp visar vidare att dessa är vanligare bland företag med större skuldkapacitet, högre marginalskatt och lägre tillväxtmöjligheter. Sådana återköp har dessutom en större effekt på skuldsättningsgraden än återköp som finansieras med interna medel. (Lei & Zhang, 2016)

Annan forskning visar även att underbelånade företag är mer benägna att genomföra aktieåterköp när regelverket tillåter detta. Sådana återköp kan även bidra till att företag rör sig

närmare sin målrelaterade kapitalstruktur, särskilt bland företag som initialt har en låg skuldsättningsnivå. (Wang et al., 2024)

Tillgången till aktieåterköp kan dessutom sänka justeringskostnaden för företag som vill öka skuldsättningen mot en målsatt nivå. Lägre justeringskostnader kan bidra till att företag snabbare anpassar sin kapitalstruktur när de befinner sig under sin målskuldsättning. (Gamage, 2023)

Sammanfattningsvis visar litteraturgenomgången att tidigare forskning om aktieåterköp främst studerat abnormal avkastning och marknadsreaktioner. En mindre del av forskningen har behandlat hur återköp används som verktyg för kapitalstrukturjustering. Denna fråga är relativt begränsat utforskad i en europeisk kontext, där institutionella skillnader och regleringar kan påverka förutsättningarna för återköp (Andriosopoulos & Lasfer, 2015). Med detta i åtanke syftar denna studie till att empiriskt undersöka hur skuldsättning förändras före och efter aktieåterköp bland företag inom EU.

2.7 Räntelägets påverkan på kapitalstruktur och återköpsbeslut

Forskning visar att företag tenderar att anpassa sina finansiella beslut efter förändringar i finansieringskostnader. Det aktuella ränteläget utgör en viktig faktor i hur företag väljer att finansiera aktieåterköp. Även om de teoretiska ramverken ger vägledning kring företagens finansiella beslut påverkas dessa av finansieringsvillkor som råder i ekonomin. Relationen mellan skuldsättning och aktieåterköp är inte statisk utan förändras i takt med ränteläget och tillgången till kapital. Förändrade finansieringskostnader innebär att beslut, tagna i en period med låga räntor, inte nödvändigtvis går att tillämpa i en miljö med betydligt högre finansieringskostnader. (Elgouacem & Zago, 2023)

En förändring i ränteläget kan dessutom påverka vilka företag som har möjlighet att genomföra återköp. Företag med starka kassaflöden kan fortsätta genomföra återköpe utan att öka belåningen, medan företag som har finansierat dessa med lån kan behöva anpassa sitt beteende när lånekostnaderna stiger (Elgouacem & Zago, 2023). Detta innebär att sammansättningen av företag som köper tillbaka aktier och omfattningen på dessa kan se olika ut beroende på ränteläge.

Mot denna bakgrund är det rimligt att undersöka om ränteuppgången efter 2022 har förändrat sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning. Om företag blir mer försiktiga med skuldfinansierade återköp bör sambandet mellan återköp och skuldsättningsgrad vara svagare efter 2022 än perioden innan. Samtidigt kan effekten vara mindre tydlig bland stora företag med god tillgång till kapitalmarknader och en stark kreditvärdighet. Sådana företag kan fortsatt ha möjlighet att genomföra återköp antingen genom interna medel eller extern finansiering till relativt fördelaktiga villkor. Skillnader mellan perioderna motiverar att studien inkluderar en Post2022-variabel samt en interaktion mellan aktieåterköp och Post2022 för att analysera om sambandet har förändrats efter ränteuppgången.

2.8 Empiriska belägg för aktieåterköpets påverkan på kapitalstruktur

En central utgångspunkt för att förstå hur aktieåterköp praktiskt påverkar kapitalstrukturen är tidigare empirisk forskning om sambandet mellan skuldsättning och återköp. Tidigare forskning visar att aktieåterköp kan ha flera olika motiv, där ett av motiven är att påverka företagets kapitalstruktur och skuldsättning. Aktieåterköp kan i vissa fall användas för att påverka företagets skuldsättningsgrad. Minskningen av eget kapital till följd av återköpet kan leda till en direkt förändring i balansen mellan eget kapital och skulder. Balansräkningseffekten stödjer synen på att aktieåterköp inte enbart bör betraktas som ett sätt att distribuera kapital. Det kan även ses som ett verktyg för att höja hävstången och föra företaget närmare en önskad kapitalstruktur. (Dittmar, 2000)

Forskning om kapitalstrukturjustering visar att företag tenderar att successivt justera sin faktiska skuldsättning mot en målrelaterad kapitalstruktur. Ett typiskt företag justerar ungefär en tredjedel av gapet mellan önskad och faktisk skuldsättning per år. Detta innebär att anpassningen sker stegvis och inte omedelbart. Aktieåterköp kan därmed bidra till att föra ett företag närmare sin målkapitalstruktur. Effekten behöver inte nödvändigtvis synas omedelbart. Därmed påverkas kapitalstrukturer inte enbart av enskilda finansiella beslut utan av en gradvis process som sträcker sig över tid. (Flannery & Rangan, 2006)

2.9 Koppling mellan teori, tidigare forskning och analysmodell

Sammantaget visar den teoretiska referensramen och tidigare forskning att aktieåterköp kan analyseras i relation till företags skuldsättning. Trade-off-teorin motiverar ett förväntat positivt samband mellan återköp och skuldsättning. Tidigare forskning stärker även valet av aktieåterköp som central oberoende variabel. Detta motiverar att skuldsättning används som beroende variabel och aktieåterköp som centralt oberoende variabel i analysmodellen.

Pecking-order-teorin kompletterar detta perspektiv genom att visa varför sambandet mellan återköp och skuldsättning inte behöver vara lika starkt för alla företag. Företag med starka interna kassaflöden kan genomföra återköp utan att skulderna i större utsträckning ökar. Företag med svagare interna finansieringsmöjligheter kan behöva använda extern finansiering för att genomföra aktieåterköp. Skillnader i intern finansieringskapacitet gör det relevant att inkludera lönsamhet som kontrollvariabel eftersom lönsamhet kan påverka företagets behov av skuld. Även företagsstorlek inkluderas som kontrollvariabel eftersom större företag generellt har bättre tillgång till kapitalmarknader och kan ha andra skuldsättningsförutsättningar än mindre företag.

Tidigare forskning visar även att finansieringskostnader kan påverka företags återköpsbeslut. Denna koppling motiverar att Post2022-variabeln samt interaktionstermen inkluderas i analysmodellen. Interaktionstermen gör det möjligt att undersöka om sambandet mellan återköp och skuldsättning skiljer sig efter ränteuppgången.

På detta sätt kopplas teorier och tidigare forskning direkt till studiens analysmodell. Trade-off-teorin motiverar det förväntade sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning. Pecking-order-teorin förklarar varför sambandet kan variera beroende på företagens interna finansieringsmöjligheter. Tidigare forskning om finansieringskostnader motiverar analysen av perioden efter 2022. Sammantaget ligger teori och tidigare forskning som grund för studiens hypoteser om aktieåterköp, skuldsättning, ränteläge, företagsstorlek och lönsamhet.

2.10 Hypotesformulering

Tidigare forskning och etablerade kapitalstrukturteorier indikerar att företag kan öka skuldsättningen i samband med aktieåterköp. Trade-off-teorin antyder att företag kan använda

skuld för att optimera kapitalstrukturen, medan pecking-order-teorin betonar hur företag prioriterar olika finansieringskällor. Mot denna bakgrund formuleras följande hypoteser.

H1: Aktieåterköp och skuldsättning

Det finns ett positivt samband mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad i europeiska börsnoterade företag. Företag som genomför större aktieåterköp förväntas uppvisa högre skuldsättningsgrad.

Denna hypotes motiveras av att aktieåterköp minskar det egna kapitalet och därmed kan öka skuldsättningsgraden. Om återköpen dessutom finansieras med skuld förstärks effekten ytterligare.

H2: Förändrat samband efter 2022

Det positiva sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad är svagare under perioden 2022-2024 än under perioden 2018-2021.

Denna hypotes grundas i att stigande räntor och högre finansieringskostnader efter 2022 kan ha minskat incitamenten att finansiera aktieåterköp genom upplåning. Företag kan därmed ha blivit mer försiktiga med skuldrelaterade återköp.

H3: Företagsstorlek och skuldsättning

Större företag har högre skuldsättningsgrad än mindre företag.

Hypotesen motiveras av att större företag generellt har bättre tillgång till kapitalmarknader, lägre upplevd kreditrisk samt större möjligheter att bära högre skuldnivåer.

H4: Lönsamhet och skuldsättning

Mer lönsamma företag har lägre skuldsättningsgrad än mindre lönsamma företag.

Denna hypotes baseras på pecking-order-teorin, där företag med starka interna medel i större utsträckning kan finansiera verksamhet och återköp utan extern upplåning.

3. Metod och datainsamling

3.1 Val av metod

Studien utgick från en kvantitativ forskningsansats och använde paneldata för europeiska börsnoterade företag under perioden 2018-2024. Valet av kvantitativ metod motiverades av att studiens syfte var att analysera samband mellan aktieåterköp och kapitalstruktur, vilket krävde systematisk analys av finansiella variabler över ett stort antal företag och år (Bryman & Bell, 2015). Studien tillämpade ett deduktivt förhållningssätt där hypoteserna formulerades baserat på etablerade teorier och prövades sedan mot empiriska data.

Paneldata bedömdes vara lämpligt eftersom metoden möjliggjorde analys av både variation mellan företag samt förändringar inom samma företag över tid. Analysen genomfördes med en regressionsmodell i programvaran Stata, med både årsfasta och företagsfasta effekter. Årsfasta effekter innebär att modellen kontrollerar faktorer som påverkar samtliga företag under ett år. Sådana faktorer kan till exempel vara konjunkturförändringar, inflation och ränteläget. Företagsfasta effekter innebär att modellen kontrollerar skillnader mellan företag som är konstanta över studieperioden. Sådana skillnader kan till exempel vara branschspecifika förutsättningar eller skillnader i företags risknivå. Fixed-effects modellen valdes eftersom den minskade risken för snedvridna tolkningar genom att kontrollera företagsunika faktorer som inte förändras över tid. Företagsfasta effekter användes för att minska risken att sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad påverkas av skillnader mellan år eller företag.

Modellen estimerades med OLS och robusta standardfel klustrade på företagsnivå för att hantera möjlig korrelation mellan observationer inom samma företag över tid (Petersen, 2009). Resultaten tolkades som statistiska samband snarare än kausala effekter. Med statistiska samband avsågs i denna studie om variationer i aktieåterköp samvarierar med variationer i skuldsättning inom det valda urvalet och under studieperioden. Sambandet analyserades efter kontroll för företagsfasta effekter, årsfasta effekter samt valda kontrollvariabler. Studien kunde därmed visa om företag med större aktieåterköp tenderar att uppvisa högre eller lägre skuldsättning men kunde inte att fastställa att aktieåterköp orsakar förändringar i skuldsättning.

Ett centralt problem i studien var potentiell endogenitet. Endogenitetsproblemet innebar att sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning kunde gå i båda riktningarna. Ett företag med en viss kapitalstruktur kunde vara mer benäget att genomföra återköp, samtidigt som återköp i sig kunde påverka skuldsättningsgraden i ett företag. Det blev därmed svårt att fastställa om aktieåterköp påverkar skuldsättningen eller om företag med en viss skuldsättning är mer benägna att utföra återköp. Företagsfasta effekter inkluderades för att kontrollera företagsunika faktorer som är konstanta över tid. Dessa kunde annars påverka sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning (Wooldridge, 2010).

Metodvalet var därmed utformat för att möjliggöra en empirisk prövning av studiens hypoteser.

3.2 Urval av företag

Studien baserades på ett urval av börsnoterade europeiska företag i STOXX Europe 600-indexet. Detta index valdes eftersom det ger en bred och jämförbar täckning av den europeiska aktiemarknaden (iShares, u.å.). Urvalet identifierades med hjälp av iShares ETF-komponenter (Exchange Traded Fund) som är kopplade till STOXX Europe 600 indexet. Detta innebar att indexets bolag identifierades via ETF:ens innehav och därefter sorterades efter indexvikt. Studien avgränsas vidare till att undersöka sambandet mellan skuldsättning och aktieåterköp, där kapitalstruktur mättes som total skuld i relation till totala tillgångar. Studien gjorde inte anspråk på att fastställa kausala effekter utan analyserade statistiska samband inom det valda urvalet.

Finansiella företag exkluderades eftersom deras kapitalstruktur i hög grad styrs av regulatoriska kapitalkrav, vilket gjorde dem svårjämförbara med övriga bolag (Rajan & Zingales, 1995). Denna avgränsning följde etablerad praxis inom kapitalstrukturforskning (Bonaimé et al., 2014).

Urvalet begränsades därefter till de största företagen inom indexet baserat på indexvikt. Denna avgränsning motiverades av att större icke-finansiella bolag generellt har bättre tillgång till kapitalmarknader, större finansiell flexibilitet och etablerade återköpsprogram till skillnad från mindre bolag. Företagsstorlek var även en etablerad faktor inom kapitalstrukturforskning eftersom större företag ofta har andra finansieringsförutsättningar (Rajan & Zingales, 1995). Tidigare forskning om europeiska aktieåterköp visar även att

institutionella faktorer och företagsstorlek kan påverka ett företags benägenhet att genomföra återköp (Andriosopoulos & Hoque, 2013). Företagsstorlekens betydelse gjorde större europeiska företag särskilt relevanta för att analysera sambandet mellan aktieåterköp och kapitalstruktur.

Studien var därmed avgränsad till stora börsnoterade europeiska företag. Avgränsningen innebar att resultaten främst borde tolkas som relevanta för denna typ av företag snarare än alla bolag i STOXX Europe 600-indexet. Resultatet av urvalet blev ett dataset bestående av de 60 största icke-finansiella bolagen baserat på indexvikt. Detta motsvarade 10 procent av indexets bolag. Denna avgränsning motiverades av att studiens fokus låg på företag där aktieåterköp kunde antas vara förekommande och finansiellt betydelsefulla. För varje enskilt företag samlades data in för perioden 2018-2024, vilket gav totalt 420 observationer. Urvalet begränsades dessutom till företag med tillgänglig data för de centrala variablerna, totala tillgångar, aktieåterköp, total skuld och kontrollvariabler under studieperioden.

I urvalet inkluderades 10 företag som inte genomförde aktieåterköp under studieperioden. Dessa företag inkluderades eftersom studiens syfte var att analysera sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning inom ett urval av stora europeiska börsnoterade företag. Företag utan återköp fungerade som en jämförelsegrupp. Dessa gjorde det möjligt att analysera skillnader i skuldsättningsgrad mellan år och företag med respektive utan genomförda återköp. Att inkludera dessa företag minskade även risken för urvalsbias, ett urval som enbart bestod av företag med aktieåterköp hade kunnat överskatta sambandet mellan återköp och skuldsättning. Företag utan rapporterade återköp fick värdet noll för variabeln Buyback. Detta gjorde det möjligt att analysera variationen i återköpsaktivitet inom urvalet.

Urvalet bestod av de 60 största icke-finansiella företagen. Dessa hade generellt god tillgång till kapitalmarknader. Detta ligger i linje med tidigare forskning om företagsstorlek och finansieringsförutsättningar (Rajan & Zingales, 1995). Därför var det möjligt att ränteläget påverkade dessa bolag i mindre utsträckning än mindre företag.

Studieperioden sträckte sig från 2018 till 2024. Detta gav fyra år i en miljö med låga räntor 2018-2021 samt tre år med högre räntor 2022-2024. Denna period valdes för att möjliggöra en rättvis jämförelse av företagens beteenden i två olika finansieringsmiljöer (Elgouacem & Zago, 2023).

3.3 Datainsamling

Data samlades in från Capital IQ Pro, en etablerad databas som tillhandahåller standardiserad finansiell information om börsnoterade bolag. För varje företag och år samlades följande data in: nettoresultat, totala tillgångar, kortfristiga skulder, långfristiga skulder, total skuld samt värdet av de genomförda aktieåterköpen. Utifrån dessa råvariabler skapades analysvariablerna: skuldsättningsgrad (leverage), aktieåterköp i relation till totala tillgångar (Buyback), lönsamhet (ROA), företagsstorlek (Size), samt en dummyvariabel för perioden efter 2022.

Vid insamling av skulddata från Capital IQ Pro användes räntebärande skulder som grund, poster benämnda borrowings, loans, financial liabilities eller interest bearing liabilities. Kortfristiga och långfristiga skulder identifierades separat och summerades för att erhålla total skuld. För aktieåterköp användes poster såsom repurchase of common stock, treasury shares eller purchase of shares. Aktieåterköp identifierades baserat på rapporterade värden. I de fall där återköp inte hade rapporterats antogs värdet vara noll. Detta möjliggjorde en konsekvent hantering och analys av datan.

Datan avsåg utfallet i respektive räkenskapsår och hämtades från samma datakälla för samtliga företag. Detta minskade risken för mätfel samt skillnader mellan olika databaser. Datamaterialet strukturerades som ett paneldataset, varje företag observerades under den givna perioden 2018-2024. Eftersom urvalet bestod av 60 företag som observerades under sju år omfattade datasetet 420 observationer. Datamaterialet var därmed balanserat, vilket innebar att samtliga företag hade observationer för samtliga år i studieperioden.

Studien byggde uteslutande på offentlig sekundärdata från finansiella databaser och årsredovisningar. Inga personuppgifter eller känsliga uppgifter behandlades, vilket innebar att studien inte bedömdes medföra några direkta etiska risker. Transparens eftersträvades i datainsamling, metodval och analys för att stärka studiens trovärdighet.

3.4 Variabler och analysmodell

Variablerna i analysmodellen valdes med utgångspunkt i tidigare forskning om aktieåterköp och kapitalstruktur. Eftersom tidigare forskning analyserar aktieåterköp i relation till kapitalstruktur och skuldsättning, var detta relevant som utgångspunkt för valet av

skuldsättning som beroende variabel och aktieåterköp som central oberoende variabel (Bonaimé et al., 2014).

Beroende variabel

Den beroende variabeln i studien var **skuldsättningsgrad (Leverage)**. Denna definierades som totala räntebärande skulder dividerad med totala tillgångar. Total räntebärande skuld utgjordes av långfristiga skulder + kortfristiga skulder. Måttet användes för att mäta hur stor andel av företagets tillgångar som finansierades med skuld. Variabeln valdes eftersom skuldsättning i relation till tillgångar är ett etablerat mått på kapitalstruktur i tidigare forskning och möjliggör jämförelser mellan företag av olika storlek (Rajan & Zingales, 1995).

$$Leverage = \frac{Total\ interest-bearing\ debt}{Total\ assets}$$

Oberoende variabler

Den centrala oberoende variabeln i denna studie var **aktieåterköp (Buyback)**. Denna mättes som värdet av återköpta aktier dividerat med totala tillgångar. Genom att relatera återköp till totala tillgångar blev måttet jämförbart mellan företag av olika storlek. Variabeln var relevant eftersom tidigare forskning analyserade aktieåterköp som ett möjligt verktyg för kapitalstrukturjustering (Bonaimé et al., 2014).

$$Buyback = \frac{Share\ repurchases}{Total\ assets}$$

För att undersöka om sambandet mellan skuldsättning och aktieåterköp skilde sig mellan perioder av olika finansiella förutsättningar inkluderades en binär tidsvariabel **Post2022**. Denna variabel antog värdet 1 för åren 2022-2024 och 0 för åren 2018-2021. Genom att inkludera en interaktion mellan aktieåterköp och Post2022 möjliggjordes det för studien att analysera om sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning skiljer sig mellan perioder med olika räntelägen. Interaktionstermen var central för att undersöka om sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning skiljer sig mellan perioden före och efter ränteuppgången 2022. Tidigare forskning visar att finansieringskostnader kan påverka företags återköpsbeslut, vilket gjorde ränteläget relevant att beakta i analysen (Elgouacem & Zago, 2023).

Eftersom modellen inkluderade årsfasta effekter låg analysens huvudsakliga fokus inte isolerat på Post2022-variabeln, utan på interaktionstermen mellan buyback och Post2022. Denna interaktion användes för att undersöka om sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning skilde sig efter ränteuppgången 2022.

Kontrollvariabler

Företagsstorlek (Size) mättes som den naturliga logaritmen av totala tillgångar för varje observation. Variabeln inkluderades eftersom företagsstorlek är en vanligt förekommande faktor i tidigare forskning om kapitalstruktur och skuldsättning (Rajan & Zingales, 1995). I denna studie var storlek relevant eftersom större företag kunde ha bättre tillgång till kapitalmarknader, stabilare kassaflöden samt högre skuldkapacitet. Utifrån trade-off-teorin kunde detta innebära att större företag hade möjlighet att bära en högre skuldsättningsgrad eftersom risken för finansiell stress kunde vara lägre än för mindre företag. Storlek inkluderades därför för att ta hänsyn till att företags finansieringsförutsättningar kunde skilja sig. Risken var annars att sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning påverkades av att större företag hade bättre tillgång till extern finansiering (Rajan & Zingales, 1995).

$$Size = ln(Total\ assets)$$

Lönsamhet (ROA) mättes som nettoresultat dividerat med totala tillgångar för varje observation. Variabeln inkluderades eftersom lönsamhet var en vanligt förekommande faktor i tidigare kapitalstrukturstudier och kunde påverka företagens behov av extern finansiering. (Rajan & Zingales, 1995) I denna studie var ROA relevant eftersom måttet visade hur stor intern finansieringskapacitet företagen hade. Ett företag med högre lönsamhet kunde i större utsträckning finansiera aktieåterköp med egna medel. Det kunde minska behovet av extern upplåning, vilket låg i linje med pecking-order-teorin. Variabeln kontrollerades därför för att sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning inte enbart skulle spegla skillnader i företagens lönsamhet. Tidigare forskning har dessutom visat att lönsamhet är en central faktor i kapitalstrukturstudier (Frank & Goyal, 2009).

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

Andra kontrollvariabler övervägdes att användas i kapitalstrukturmodellen. Tidigare forskning har exempelvis använt marknadsvärdering, branschrelaterade mått och tillgångsstruktur som förklarande faktorer till skuldsättning (Frank & Goyal, 2009).

Tillgångsstruktur kan vara relevant eftersom företag med högre andel materiella tillgångar ofta har bättre möjlighet att använda dessa som säkerhet vid upplåning. Marknadsvärdering mäts ofta genom market-to-book. Detta kan påverka skuldsättning eftersom företag med hög värdering i relation till bokfört värde kan ha andra finansieringsförutsättningar och investeringsbehov. Branschförhållanden kan också påverka skuldsättningsnivån då kapitalstruktur ofta skiljer sig mellan olika branscher. I denna studie inkluderades dock ingen separat variabel för bransch. Modellen använde företagsfasta effekter. Dessa kontrollerade för tidsinvarianta företagsspecifika skillnader vilket även fångade upp stabila skillnader mellan branscher.

Tillgångsstruktur och market-to-book exkluderades i huvudmodellen. Anledningen var att studiens fokus var avgränsat till sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad, med företagsstorlek och lönsamhet som centrala kontrollvariabler. Avgränsningen innebar att vissa tidsvarierande företagsspecifika faktorer inte fullt ut fångades. Denna avgränsning bör därför beaktas vid tolkningen av resultatet.

Analysmodell

Sambandet mellan skuldsättning och aktieåterköp estimerades med en panelregressionsmodell med årsfasta och företagsfasta effekter. För att analysera effekten av det förändrade ränteläget inkluderades även en tidsvariabel som särskilde perioden före och efter 2022. Modellen uttrycktes på följande sätt:

$$Leverage_{it} = \beta 0 + \beta 1 Buyback_{it} + \beta 2 Post2022_{t} + \beta 3 (Buyback_{it} * Post2022_{t}) + \beta 4 Size_{it} + \beta 5 ROA_{it} + \mu_{i} + \lambda_{t} + \epsilon_{it}$$

Där:

$\mu = firm - fixed\ effects$

$\lambda = time - fixed\ effects$

$\epsilon = felterm$

$Post2022 = 0\ för\ åren\ före\ 2022, \ = 1\ för\ år\ 2022\ och\ senare$

Firm fixed effects användes för att kontrollera för icke observerbara företagsunika faktorer som är konstanta över tid, exempelvis affärsmodell eller långsiktig finansieringspolicy. Detta

innebar att modellen i högre grad analyserade variation inom samma företag över tid snarare än skillnader mellan företag (Wooldridge, 2010).

Årsfasta effekter inkluderades för att fånga makroekonomiska förändringar som påverkade samtliga företag under ett visst år, exempelvis inflation, konjunkturläge och förändringar i räntemiljön. Detta var särskilt relevant i studien eftersom analysperioden inkluderade de kraftiga räntehöjningarna från 2022, vilket kunde ha påverkat företagens finansieringskostnader och kapitalstruktur på bred nivå.

Genom att inkludera både firm-fixed effects och time-fixed effects minskade risken att sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning drevs av stabila företagsskillnader eller gemensamma makroekonomiska förändringar.

3.5 Begränsningar

Eftersom studien byggde på observationsdata kunde inga garanterade kausala slutsatser dras. Dessutom kunde endogenitetsproblem förekomma. Endogeniteten innebar att ett företag med en viss kapitalstruktur även kunde vara mer benägen att genomföra aktieåterköp. Det fanns därmed en risk för simultanitet i sambandet (Wooldridge, 2010). Årsfasta och företagsfasta effekter reducerade problemet genom att kontrollera icke-observerade faktorer. Dessa kontroller minskade därmed risken för snedvridning från stabila företagsspecifika faktorer samt gemensamma makroekonomiska faktorer. Detta eliminerar dock inte all endogenitet. Resultaten bör därmed fortsatt tolkas som statistiska samband snarare än kausala effekter.

Studien var avgränsad till stora icke-finansiella börsnoterade europeiska företag. Eftersom urvalet var avgränsat till en specifik företagsgrupp bör resultaten främst generaliseras till företag med liknande egenskaper. Urvalsavgränsningen begränsade möjligheten att generalisera till onoterade företag, finansiella bolag eller marknader utanför Europa (Bryman & Bell, 2015). Kvaliteten på analysen var starkt beroende av att den insamlade sekundärdatan var konsekvent definierad och korrekt. Databeroendet innebar att de observerade sambanden kunde påverkas av underliggande faktorer som inte fångades fullt ut i modellen. Denna begränsning bör beaktas vid analys och diskussion av resultatet.

3.6 Robusthet och alternativa modeller

För att säkerställa att resultaten inte var beroende av ett specifikt modellval genomfördes tester med flera olika modellspecifikationer. Syftet var att analysera om de observerade sambanden mellan skuldsättning och aktieåterköp kvarstod under alternativa antaganden och modeller. Sådana specifikationstester var relevanta i paneldataanalyser eftersom resultaten kunde påverkas av hur modellen formulerades och vilka kontrollstrukturer som inkluderades (Wooldridge, 2010).

Inledningsvis estimerades en baseline-modell exklusive interaktionstermen mellan aktieåterköp och Post2022. Denna modell användes som referenspunkt och möjliggjorde en jämförelse med huvudmodellen som inkluderade interaktionstermen. Genom denna jämförelse kunde studien analysera om sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning förändrades när de makroekonomiska förändringarna efter ränteuppgången 2022 beaktades.

Därefter estimerades en alternativ modell där den beroende variabeln var total skuld i absoluta termer, istället för skuldsättning i relation till totala tillgångar. Den alternativa modellen gjorde det mljligt att analysera om resultatet var robust även när kapitalstruktur mättes på ett alternativt sätt. Detta minskade risken att resultatet drevs av en specifik definition av skuldsättningsgrad. Tidigare kapitalstrukturforskning visade att olika skuldsättningsmått kunde fånga olika aspekter av företagets kapitalstruktur, vilket gjorde det relevant att prova olika mått (Rajan & Zingales, 1995).

Slutligen användes en pooled OLS-modell exklusive företagsfasta effekter. Denna modell användes i ett jämförande syfte för att illustrera hur uppskattningarna påverkades när tidsinvarianta eller företagsunika faktorer inte kontrollerades. Genom att använda resultatet från pooled OLS-modellen med fixed effects-modellen tydliggjordes betydelsen av att inkludera företagsfasta effekter i analysen (Wooldridge, 2010).

Sammanfattningsvis bidrog dessa alternativa specifikationer till att stärka studiens interna validitet. Om sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning kvarstod under flera modellval minskade risken att resultatet enbart drevs av en enskild modellspecifikation.

3.7 Användning av AI

I studien användes det digitala verktyget ChatGPT i begränsad omfattning som ett stöd för språk och struktur. Verktyget användes för att underlätta översättning av enskilda uttryck samt bidra till förståelse av komplexa teoretiska begrepp. Författarna ansvarar själva för uppsatsens innehåll, analys och slutsatser.

4. Resultat

I detta kapitel presenteras resultaten från studiens regressionsanalyser. Syftet med analyserna är att undersöka sambandet mellan aktieåterköp och kapitalstruktur bland stora europeiska börsnoterade företag under perioden 2018-2024. Resultaten baseras på paneldata bestående av 60 företag och totalt 420 observationer. Tabell 1 sammanfattar resultaten från fyra olika modeller: en grundmodell med fixed effects, en huvudmodell med post2022-variabeln, en robusthetsmodell med total skuld som beroende variabel samt en pooled OLS-modell.

För att öka tillförlitligheten i skattningarna används robusta standardfel. I modellerna med fixed effects kontrolleras även för företagsspecifika egenskaper samt gemensamma årseffekter. Detta innebär att resultaten i högre grad fångar samband inom företag över tid, snarare än enbart skillnader mellan olika bolag.

Table 1. Regression Results: Share Repurchases and Leverage.

	(1)	(2)	(3)	(4)
Variables	Baseline FE	Main FE (post 2022)	Total Debt FE	OLS
Buyback	0,172	0,276**	3,73m	0,172
	(0,491)	(0,123)	(3,62m)	(0,491)
Post2022		-0,00905		
		(0,0121)		
Buyback x Post2022		-0,176		
		(0,228)		
ROA	0,0272	-0,0946	2,86m	0,0272
	(0,144)	(0,120)	(2,45m)	(0,144)
Constant	0,222***	-0,233***	-60,34m**	0,222***
	(0,0537)	(0,0687)	(11,57m)	(0,0537)
Size	0,041***	0,041***	5,60m**	-0,000

	(0,006)	(0,006)	(0,945m)	(0,004)
Observations	420	420	420	420
R-squared	0,006	0,138	0,045	0,006
Firms	60	60	60	60
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	No

4.1 Deskriptiv statistik och korrelationsmatris

Tabell 2 visar deskriptiv statistik för studiens variabler baserat på 420 observationer. Leverage har ett medelvärde på 0,22 och en median på 0,215. Medelvärdet innebär att ett genomsnittsföretag i urvalet finansierar ungefär 22 procent av tillgångar med räntebärande skuld. Spridningen är relativt måttlig men variabeln sträcker sig från 0 till 0,876. Att vissa företag har värdet noll kan bero på avsaknad av rapporterade räntebärande skulder snarare än att företaget är helt skuldfritt. Buyback har ett medelvärde på 0,015 men medianen är endast 0,001 vilket visar att fördelningen är kraftigt snedvriden. De flesta observationer har låga eller inget inrapporterat återköpsvärde. Ett fåtal bolag drar upp snittet vilket tydliggörs med maxvärdet på 0,533. Det låga medianvärdet i kombination med det höga maxvärdet indikerar att de flesta företag genomför återköp i begränsad omfattning eller inte alls. Av urvalet är det 10 företag som inte genomfört eller rapporterat in återköp under studieperioden. Dessa företag motsvarar 70 observationer med värdet noll för Buyback.

ROA har ett medelvärde på 0,063 samt en median på 0,049. Dessa positiva mått tyder på att lönsamhet generellt är positiv i urvalet. Minimivärdet på -0,267 visar att några företag gått med förlust under perioden. Size ligger i genomsnitt på 11,366 i logaritmisk skala. Detta genomsnittsvärde är väntat med tanke på att urvalet består av stora börsnoterade företag.

Variabel	N	Medelvärde	Median	Std.avvikelse	Min	max
Leverage	420	0,22	0,215	0,136	0	0,876
Buyback	420	0,015	0,001	0,039	0,000	0,533
ROA	420	0,063	0,049	0,091	(0,267)	1,059
Size	420	11,366	11,107	1,678	8,692	21,558
Post2022	420	0,429	0	0,495	0	1
Röd siffra = negativt tal						

Korrelationsmatris

Tabell 3 visar korrelationer mellan studiens huvudvariabler. Det första som går att konstatera är att korrelationerna överlag är låga.

Leverage och Buyback korrelerar positivt, vilket indikerar att företag med större rapporterade återköp tenderar att ha något större skuldsättning, vilket ligger i linje med hypotes H1. Den starkaste korrelationen är mellan ROA och Buyback på 0,339. Korrelationen indikerar att mer lönsamma företag oftare rapporterar aktieåterköp. Sambandet är rimligt eftersom mer lönsamma företag ofta har starare kassaflöden att finansiera återköp med. ROA och Size korrelerar negativt med -0,298. Detta antyder att avkastningen på tillgångar är lägre bland de allra största bolagen. Övriga korrelationer är svaga eller nära noll. Korrelationsnivåerna är överlag låga, det innebär att inga tydliga tecken på stark multikollinearitet framkommer mellan variablerna.

Korrelation	Leverage	Buyback	ROA	Size	Post2022
Leverage	1,000	0,051	0,105	-0,012	-0,035
Buyback	0,051	1,000	0,339	-0,121	0,030
ROA	0,105	0,339	1,000	-0,298	0,025
Size	-0,012	-0,121	-0,298	1,000	0,036
Post2022	-0,035	0,030	0,025	0,036	1,000

4.2 Översikt av Tabell 1

Tabell 1 visar att sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning generellt är positivt i samtliga modeller. Koefficienten för Buyback är positiv i baseline-modellen, huvudmodellen

samt OLS-modellen. Den positiva koefficienten innebär att företag som genomför större aktieåterköp tenderar att uppvisa högre skuldsättning relativt sina tillgångar.

Resultaten skiljer sig dock åt vad gäller statistisk signifikans. Det starkaste resultatet återfinns i modell (2), vilket också är studiens huvudmodell. Den modellen inkluderar både en tidsdummy för perioden efter 2022 samt en interaktionsterm mellan Buyback och Post2022. Därmed är det den modell som bäst svarar mot studiens övergripande syfte.

4.3 Modell (1): Baseline Fixed Effects

Modell (1) visar det grundläggande sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad utan att särskilja perioden efter 2022. Koefficienten för Buyback uppgick till 0,172. Koefficientens positiva tecken indikerar att högre återköp samvarierar med högre skuldsättningsgrad. Resultatet är dock inte statistiskt signifikant, vilket innebär att sambandet bör tolkas med försiktighet.

ROA visar ett svagt positivt samband medan konstanttermen är positiv och signifikant. Modellens förklaringsgrad är relativt låg, vilket innebär att en stor del av variationen i företagens skuldsättning förklaras av andra faktorer än de variabler som inkluderas i modellen. En låg förklaringsgrad är dock vanligt i paneldataanalyser inom corporate finance, där kapitalstruktur påverkas av många företagsspecifika och makroekonomiska faktorer som är svåra att observera fullt ut. För att minska risken för snedvridna resultat används företagsfasta effekter, årsfasta effekter samt robusta standardfel klustrade på företagsnivå. Resultaten bör därför främst tolkas som statistiska samband snarare än starkt förklarande modeller av företagens totala skuldsättningsnivå.

4.4 Modell (2): Huvudmodell med Post2022

Modell (2) är studiens viktigaste modell eftersom den undersöker både det generella sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning samt om sambandet förändrats efter ränteuppgången 2022.

I denna modell uppgår koefficienten för Buyback till 0,276 och är statistiskt signifikant på 5-procentsnivån. Resultatet innebär att företag med större återköp tenderar att ha högre skuldsättningsgrad, även när hänsyn tas till företagsfasta effekter, årseffekter och kontrollvariabler. Detta är studiens tydligaste empiriska fynd.

Variabeln Post2022 har en negativ koefficient på -0,009 men är inte statistiskt signifikant. Studien finner därmed inget tydligt stöd för att företagens genomsnittliga skuldsättningsgrad skiljer sig mellan perioden före och efter ränteuppgången 2022.

Interaktionstermen Buyback × Post2022 uppgår till -0,176 men saknar statistisk signifikans. Den icke-signifikanta interaktionestermen innebär att sambandet mellan återköp och skuldsättning inte verkar ha förändrats på ett statistiskt säkerställt sätt efter ränteuppgången 2022. Resultatet visar därmed inget statistiskt signifikant stöd för att sambandet mellan Buyback och Leverage skiljer sig efter ränteuppgången 2022.

För att tolka koefficientens praktiska betydelse kan resultatet sättas i relation till variationen. I huvudmodellen är koefficienten för buyback 0,276. Standardavvikelsen för buyback är 0,039 vilket innebär att en ökning med en standardavvikelse motsvarar en ungefärlig ökning med 0,011 i leverage. Det innebär ungefär 1,1 procentenheter högre skuldsättningsgrad. Resultatet visar därmed att sambandet har en viss praktisk betydelse men att effekten bör tolkas som måttlig.

Samtidigt bör modellens relativt låga förklaringsgrad problematiseras. R-squared uppgår till 0,138 i huvudmodellen. Den relativt låga förklaringsgraden innebär att modellen endast förklarar en begränsad del av variationen i företagens skuldsättningsgrad. Resultatet bör därmed inte tolkas som att aktieåterköp, företagsstorlek och lönsamhet tillsammans skapar en heltäckande förklaring till företagens kapitalstruktur. Modellen visar däremot att det finns ett statistiskt samband mellan aktieåterköp och skuldsättning inom urvalet. Den låga förklaringsgraden innebär att slutsatserna bör formuleras försiktigt. Resultaten bör avgränsas till sambandet mellan de inkluderande variablerna, snarare än som en bred förklaring av vad som driver företagens skuldsättningsnivåer.

Resultatet visar därmed ett positivt och statistiskt signifikant samband mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad i huvudmodellen.

4.5 Modell (3): Total Debt som alternativ beroende variabel

I modell (3) används total skuld i absoluta tal som beroende variabel istället för skuldsättningsgrad. Syftet är att testa om resultaten påverkas av valet av skuldsättningsmått.

Koefficienten för Buyback är fortsatt positiv, men inte statistiskt signifikant. Eftersom den beroende variabeln mäts i absoluta belopp uttrycks koefficienterna i betydligt större tal än i övriga modeller. Även ROA och konstanttermen påverkas av att skuld mäts i absoluta tal.

4.6 Modell (4): Pooled OLS

Modell (4) använder pooled OLS utan företagsfasta effekter. Denna modell används som jämförelsemodell för att analysera om resultaten förändras när företagsunika effekter inte kontrolleras bort. Koefficienten för Buyback är positiv och uppgår till 0,172, vilket motsvarar nivån i baseline-modellen. Koefficienten är dock inte statistiskt signifikant. Resultaten från modell (4) bör därför främst ses som ett komplement till huvudmodellen snarare än som huvudbevis.

4.7 Kontrollvariabler

Två kontrollvariabler inkluderas i modellerna: ROA och Size. ROA är inte statistiskt signifikant i någon av modellerna. Resultatet visar därför inget statistiskt säkerställt samband mellan lönsamhet och skuldsättning i urvalet. Size är positiv och statistiskt signifikant i fixed-effects-modellerna. Den positiva Size-koefficienten innebär att större företag tenderar att ha högre skuldsättning i dessa modeller.

Dessa resultat ligger till grund för den följande analysen. I analysen diskuteras sambandet mellan aktieåterköp, skuldsättningsgrad och perioden efter ränteuppgången 2022 i relation till studiens teoretiska utgångspunkter.

5. Analys och diskussion

I detta kapitel analyseras studiens resultat i relation till tidigare forskning, teoretiska utgångspunkter samt studiens syfte. Resultatet visar att aktieåterköp har ett positivt och statistiskt signifikant samband med skuldsättning i huvudmodellen, vilket ger stöd för H1. Däremot finner studien inget statistiskt signifikant stöd för att sambandet förändras efter 2022. Det icke-signifikanta resultatet innebär att H2 inte kan bekräftas. Analysen fokuserar därför på hur huvudresultatet kan förstås i relation till tidigare nämnda teorier och empirisk forskning om aktieåterköp och kapitalstruktur.

5.1 Aktieåterköp som verktyg för kapitalstruktur

Det centrala resultatet i studien är att återköp uppvisar en positiv och statistiskt signifikant koefficient i huvudmodellen. Den positiva koefficienten innebär att större aktieåterköp samvarierar med högre skuldsättningsgrad i huvudmodellen. Återköp kan även förstås som ett finansiellt beslut med betydelse för företagets kapitalstruktur (Bonaimé et al., 2014).

Ur ett kapitalstrukturperspektiv är sambandet logiskt eftersom återköp påverkar relationen mellan eget kapital och skuld. När ett företag köper tillbaka egna aktier reduceras det egna kapitalet. Om skulderna samtidigt förblir oförändrade, eller om återköpet finansieras genom ny upplåning, ökar skuldsättningsgraden relativt sett. Effekten på balansräkningen innebär att återköp kan förändra företagets finansiella hävstång även om återköpet vid första anblick framstår som ett utdelningsbeslut (Dittmar, 2000).

Resultatet ligger i linje med tidigare forskning där aktieåterköp kopplas till kapitalstruktur och finansieringsbeslut (Bonaimé et al., 2014). Tidigare forskning visar även att aktieåterköp kan bidra till att företag närmar sig en målrelaterad skuldsättningsnivå (Wang et al., 2024). I denna studie observeras ett liknande mönster då Buyback har ett positivt samband med Leverage i huvudmodellen.

Samtidigt bör resultatet tolkas försiktigt. Studien visar ett positivt samband men visar inte varför återköp genomförs. Återköp kan även handla om signalering, utdelning eller hantering av överskottslikviditet (Dittmar, 2000). Det centrala är därför inte att studien kan fastställa att

återköp alltid görs för att justera kapitalstrukturen men att återköp samvarierar med skuldsättningsgrad i urvalet.

5.2 Koppling till Trade-off-teorin

Resultaten kan tolkas utifrån trade-off-teorin. Det positiva sambandet mellan Buyback och Leverage förenligt med teorin eftersom aktieåterköp kan bidra till att höja skuldsättningsgraden. I studiens resultat syns detta genom att Buyback har ett positivt samband med Leverage. Det indikerar att återköp kan påverka balansen mellan skuld och eget kapital.

Detta kan förstås genom att återköp minskar det egna kapitalet. Skuldsättningsgraden kan då öka även om den nominella skulden är oförändrad. Om återköpet finansieras med ny skuld blir effekten starkare. Den positiva koefficienten för Buyback är då förenlig med trade-off-teorins syn på att företag använder finansiella beslut för att anpassa kapitalstrukturen (Harris & Raviv, 1991).

Samtidigt bör resultatet tolkas med viss försiktighet. Studien visar ett positivt samband mellan återköp och skuldsättningsgrad, men den kan inte fastställa att företagen genomför återköp enbart i syfte att nå en optimal kapitalstruktur. Det är därför mer korrekt påstående att resultatet är förenligt med trade-off-teorin, snarare än att den fullständigt bekräftas. Detta beror på att regressionsmodellen visar ett statistiskt samband mellan Buyback och Leverage utan att fånga bakomliggande motiv bakom återköpsbesluten.

Tidigare forskning visar även att kapitalstrukturjustering ofta sker gradvis. Det innebär att effekten av återköp inte alltid behöver synas fullt ut eller direkt samma år som återköpet genomförs (Flannery & Rangan, 2006). Den gradvisa justeringen är viktig för tolkningen av resultatet eftersom den bygger på årliga observationer. Därmed ger trade-off-teorin en relevant förklaring till huvudresultatet. Den visar varför återköp kan kopplas till skuldsättningsgrad. För att förstå hela sambandet behöver även finansieringskälla och andra motiv bakom återköp tas i beaktning.

5.3 Koppling till Pecking-order-teori

Pecking-order-teorin ger ett kompletterande perspektiv på studiens resultat genom att förklara varför sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad inte behöver vara lika starkt för alla företag. Medan trade-off-teorin främst förklarar varför företag kan vilja justera sin kapitalstruktur mot en önskad skuldsättningsnivå, fokuserar pecking-order-teorin på hur företag väljer att finansiera sina beslut. Enligt teorin föredrar företag i första hand intern finansiering framför extern finansiering, och om extern finansiering krävs föredras skuld framför nyemissioner. Detta beror på informationssymmetrier mellan företagsledning och externa investerare (Myers & Majluf, 1984).

I relation till aktieåterköp innebär detta att finansieringskällan blir central för hur återköpet påverkar skuldsättningsgraden. Om ett företag finansierar återköp med befintliga kassaflöden eller likvida medel kan återköpet minska det egna kapitalet utan att skulderna ökar i någon större utsträckning. Effekten på skuldsättningsgraden blir då svagare än om återköpet finansieras genom nyupplåning. Om återköpet finansieras med ny skuld blir effekten på skuldsättningsgraden tydligare.

Skillnader i finansieringskälla kan bidra till att förklara varför studien finner ett positivt samband mellan Buyback och Leverage, men samtidigt inte ett så starkt samband att återköp ensamt kan förklara företagens skuldsättningsnivå. Urvalet består av stora europeiska börsnoterade företag, vilka kan ha stabilare kassaflöden och bättre tillgång till interna medel (Rajan & Zingales, 1995). Det är därför rimligt att anta att en del av återköpen kan ha finansierats genom intern finansiering snarare än genom ny skuld. I dessa fall påverkas skuldsättningsgraden främst genom att eget kapital reduceras, snarare än genom att skuldsidan ökar.

Teorin bidrar med att göra analysen mer nyanserad. Den positiva koefficienten för Buyback visar att återköp samvarierar med högre skuldsättningsgrad. Samtidigt visar teorin varför sambandet kan variera beroende på om interna eller externa medel finansierar återköpen.

5.4 Varför förändrades inte sambandet efter 2022?

Ett av studiens centrala resultat är att interaktionstermen mellan Buyback och Post2022 inte är statistiskt signifikant. Den icke-signifikanta interkationstermen innebär att studien inte finner empiriskt stöd för att sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad förändrats på ett tydligt sätt efter ränteuppgången 2022. Därmed kan hypotesen om att sambandet

mellan återköp och skuldsättningsgrad skulle bli svagare under perioden 2022-2024 inte bekräftas.

Resultatet kan vid första anblick framstå som oväntat. Utifrån trade-off-teorin kan högre räntor förväntas minska attraktiviteten i skuldfinansierade återköp, eftersom ökade skuldkostnader förändrar avvägningen mellan fördelarna med skuld och kostnaderna för finansiell risk. Teoretiskt hade högre lånekostnader kunnat leda till ett svagare samband mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad efter ränteuppgången 2022 (Harris & Raviv, 1991).

Att studien inte finner ett sådant förändrat samband kan förstås utifrån studiens urval och tidigare forskning om finansieringskostnader. Urvalet består av stora europeiska börsnoterade icke-finansiella företag. Sådana företag kan ha starkare balansräkningar, bättre kreditvärdighet och större tillgång till kapitalmarknader än mindre företag. Det innebär att ränteuppgången inte nödvändigtvis får samma direkta påverkan på deras återköpsbeslut som den hade kunnat få i företag med svagare finansiell kapacitet. Även om finansieringskostnader har betydelse för företags finansiella beslut kan effekten därför variera beroende på företagens kapitalstruktur och finansieringsmöjligheter (Elgouacem & Zago, 2023).

Resultatet kan även tolkas genom pecking-order-teorin. Om företag finansierar aktieåterköp med interna medel, snarare än med ny extern skuld, blir återköpsbeslutet mindre beroende av förändringar i lånekostnader. I sådana fall behöver ett högre ränteläge inte leda till ett tydligt förändrat samband mellan återköp och skuldsättning. Detta är särskilt relevant för stora och mogna företag, eftersom de ofta har större intern finansieringskapacitet och därmed kan genomföra återköp utan att skuldsättningen ökar i samma omfattning (Myers & Majluf, 1984).

En ytterligare förklaring är att kapitalstrukturjustering kan vara en gradvis process. Även om ränteläget förändrades snabbt efter 2022 behöver företags kapitalstruktur och återköpsstrategier inte förändras omedelbart. Företag kan påverkas av pågående återköpsprogram, långfristig finansiering, refinansieringshorisonter och tidigare beslutade kapitalallokeringsstrategier. Dessa faktorer kan innebära att effekten av högre räntor framträder först över en längre tidsperiod. Mot denna bakgrund är det möjligt att perioden

2022-2024 är för kort för att fullt ut fånga hur företag anpassar sina återköp och sin skuldsättning till en ny räntemiljö (Flannery & Rangan, 2006).

Resultatet bör även förstås i relation till studiens metod. Post2022 är ett relativt grovt mått på förändrade finansieringsvillkor. Variabeln skiljer mellan perioden före och efter 2022, men fångar inte varje enskilt företags faktiska lånekostnad, kreditbetyg eller exponering mot rörlig ränta. Två företag kan därför klassificeras på samma sätt i modellen trots att de kan ha påverkats olika av ränteuppgången. Periodindelning kan göra det svårare att identifiera en statistiskt signifikant förändring i sambandet mellan återköp och skuldsättning.

Sammantaget innebär resultatet inte att ränteläget saknar betydelse för aktieåterköp. Resultatet innebär snarare att studien inte finner ett statistiskt signifikant skifte efter 2022 i det undersökta urvalet. En möjlig tolkning är att stora europeiska företag haft tillräcklig finansiell kapacitet för att fortsätta använda aktieåterköp även i en miljö med högre räntor. Resultatet visar därmed att sambandet mellan ränteläge, återköp och skuldsättning kan vara mer trögrörligt än vad hypotesen antog.

5.5 Storlekens betydelse

Resultaten visar även att företagsstorlek har ett positivt samband med skuldsättningsgrad. Den positiva Size-koefficienten innebär att större företag i studiens urval tenderar att ha en högre skuldsättningsgrad än mindre företag. Resultatet är i linje med tidigare kapitalstrukturteori, där företagsstorlek ofta betraktas som en viktig faktor för att förklara skillnader i skuldsättning mellan företag.

Ur ett trade-off-perspektiv kan sambandet förstås genom att större företag ofta har bättre förutsättningar att bära högre skuldnivåer. Stora företag har ofta mer diversifierad verksamhet, stabilare kassaflöden och bättre tillgång till kapitalmarknader än mindre företag. Detta kan minska den upplevda kreditrisken för långivare och göra det möjligt för större företag att erhålla finansiering till mer fördelaktiga villkor. Därmed kan större företag ha en högre skuldkapacitet innan kostnaderna för finansiell stress blir för höga. Det positiva sambandet mellan Size och skuldsättningsgrad är därför förenligt med trade-off-teorin (Harris & Raviv, 1991).

Resultatet ligger även i linje med tidigare forskning som visar att företagsstorlek är en central faktor i kapitalstrukturstudier. Storlek används därför inte enbart som en kontrollvariabel i modellen, utan bidrar även till att förstå varför vissa företag kan bära högre skuldsättning än andra. Detta är relevant eftersom företagets storlek kan påverka tillgången till kapitalmarknader, finansieringskostnader och förmåga att hantera finansiell risk (Rajan & Zingales, 1995).

Slutligen är resultatet relevant för studiens huvudfråga eftersom urvalet består av stora europeiska börsnoterade företag. Dessa företag kan ha både högre skuldkapacitet och större finansiell flexibilitet än mindre företag. Det stärker tolkningen att aktieåterköp i denna typ av bolag kan ingå i en bredare finansiell strategi, snarare än att enbart förstås som ett utdelningsbeslut till aktieägare.

5.6 Varför ROA inte blev signifikant

Lönsamhetsmåttet ROA visade inget tydligt statistiskt samband med skuldsättningsgrad i huvudmodellen. Den icke-signifikanta ROA-koefficienten innebär att studien inte finner stöd för att mer lönsamma företag i urvalet har en systematiskt högre eller lägre skuldsättningsgrad när övriga variabler och fasta effekter beaktas. Resultatet innebär därmed att hypotesen om ett samband mellan lönsamhet och skuldsättning inte får tydligt empiriskt stöd i denna modell.

En möjlig förklaring är att urvalet består av stora och etablerade europeiska företag. I denna typ av företag kan lönsamheten vara relativt stabil över tid. Eftersom modellen använder företagsfasta effekter analyseras främst förändringar inom samma företag över tid, snarare än skillnader mellan olika företag. Om variationen i ROA inom företagen är begränsad kan det därför bli svårare att identifiera ett statistiskt signifikant samband mellan lönsamhet och skuldsättning. Effekten av lönsamhet kan därmed vara mindre tydlig i ett urval av stora bolag än i ett bredare urval som även inkluderar mindre företag med större finansiell variation.

Resultatet kan förstås i relation till pecking-order-teorin. Enligt teorin föredrar företag intern finansiering framför extern finansiering när sådan finns tillgänglig. Mer lönsamma företag kan därför ha större möjlighet att finansiera verksamhet och aktieåterköp med egna medel, vilket kan minska behovet av ny upplåning (Myers & Majluf, 1984). Samtidigt innebär pecking-order-teorin inte nödvändigtvis att lönsamhet alltid får ett direkt linjärt samband med

skuldsättningsgrad. Lönsamhet kan i stället påverka kapitalstrukturen mer indirekt genom kassaflöden, investeringsmöjligheter, utdelningspolicy eller möjligheten att finansiera aktieåterköp internt.

Att ROA inte är statistiskt signifikant innebär därför inte att lönsamhet saknar betydelse för aktieåterköp eller kapitalstruktur. Resultatet visar snarare att lönsamhet i denna modell inte uppvisar ett tydligt direkt samband med skuldsättningsgrad. Eftersom studien inte analyserar hur aktieåterköpen finansieras går det inte att avgöra om återköpen genomförts med interna medel eller genom extern upplåning. ROA är därför fortsatt relevant som kontrollvariabel, även om variabeln inte blir statistiskt signifikant i huvudmodellen.

5.7 Jämförelse med tidigare forskning

Studiens resultat kan sättas i relation till två huvudsakliga inriktningar inom tidigare forskning om aktieåterköp. Den första inriktningen fokuserar främst på marknadsreaktioner, signalering och abnormal avkastning i samband med återköpsbeslut. Den andra inriktningen behandlar aktieåterköp som ett verktyg för kapitalstrukturjustering. Eftersom denna studie undersöker sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad relaterar resultaten framför allt till den senare forskningsinriktningen.

Resultatet ligger i linje med tidigare forskning som kopplar aktieåterköp till kapitalstruktur och skuldsättning. Tidigare studier visar att aktieåterköp kan förstås som ett beslut med betydelse för kapitalstruktur (Dittmar, 2000). Forskning visar dessutom att återköp i vissa fall kan kopplas till företags skuldsättning och finansieringsbeslut (Bonaimé et al., 2014). Utöver detta visar tidigare studier att återköp kan bidra till att företag rör sig mot en målrelaterad skuldsättning (Wang et al., 2024). Den positiva koefficienten för Buyback visar att återköp i denna studie samvarierar med högre skuldsättningsgrad. Sambandet ligger därmed nära tidigare forskning om återköp med inriktning på kapitalstruktur. Samtidigt visar inte modellen hur återköpen har finansierats.

Samtidigt ger studien inte stöd för att sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning förändrats tydligt efter ränteuppgången 2022. Detta skiljer sig delvis från forskning som visar att finansieringskostnader kan påverka företagens återköpsbeslut (Elgouacem & Zago, 2023). Resultatet går emot förväntningen att högre lånekostnader skulle göra skuldrelaterade återköp mindre attraktiva. Resultatet behöver dock inte stå i motsättning till tidigare forskning om

finansieringskostnader, utan kan förstås mot bakgrund av att kapitalstruktur ofta justeras gradvis över tid. Om företag anpassar sin skuldsättning successivt kan en treårig period efter 2022 vara för kort för att fånga hela effekten av ett förändrat ränteläge. Detta är förenligt med tidigare forskning som visar att ändringar i kapitalstruktur ofta sker gradvis (Flannery & Rangan, 2006). Resultatet kan även hänga samman med att studiens urval är stora europeiska börsbolag.

Studien bidrar även till den geografiska forskningsluckan som identifierats i tidigare forskning. En stor del av litteraturen om aktieåterköp och kapitalstruktur bygger på amerikanska företag, samtidigt som europeiska företag verkar inom andra institutionella och regulatoriska ramar. Genom att analysera stora europeiska icke-finansiella företag under perioden 2018-2024 bidrar studien med aktuell empirisk evidens från en europeisk kontext. Resultatet indikerar att sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning även är relevant för stora europeiska företag, trots skillnader mellan europeiska och amerikanska marknader.

Samtidigt bör bidraget avgränsas tydligt. Eftersom urvalet består av stora börsnoterade företag bör resultaten främst generaliseras till företag med liknande egenskaper. Studien visar därför inte hur sambandet ser ut för mindre företag, onoterade företag eller finansiella bolag. Den kompletterar snarare tidigare forskning genom att visa att aktieåterköp även i ett europeiskt storbolagssammanhang kan förstås som ett verktyg kopplat till kapitalstrukturhantering.

Sammanfattat ligger studien i linje med tidigare forskning som ser aktieåterköp som ett finansiellt verktyg med betydelse för företags skuldsättning. Däremot ges inget tydligt stöd för att ränteuppgången 2022 förändrat sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad i stora europeiska företag.

5.8 Studiens begränsningar

Det är viktigt att tolka resultaten med viss försiktighet. Studien bygger på observationsdata och kan därför inte fastställa kausala samband med säkerhet. Det går exempelvis inte helt att utesluta att företag med viss kapitalstruktur redan från början är mer benägna att genomföra återköp.

Urvalet omfattar dessutom de största icke-finansiella bolagen i Europa. Resultaten kan därför inte automatiskt generaliseras till mindre företag, onoterade bolag eller finansiella institutioner.

Vidare bygger vissa datavärden på manuell insamling och klassificering från databasen Capital IQ, vilket kan innebära vissa måttbegränsningar trots noggrann hantering. En ytterligare begränsning är att studien inte direkt observerar hur varje enskilt återköp har finansierats. Även om ett positivt samband mellan Buyback och Leverage är förenligt med att återköp kan vara kopplat till skuldsättning, går det inte att avgöra hur återköpen har finansierats. Resultaten bör därför tolkas som stöd för ett statistiskt samband mellan återköp och skuldsättning snarare än direkt bevis för skuldfinansierade återköp.

En ytterligare begränsning är att Post2022 är ett övergripande mått på ränteperioden. Variabeln fångar inte företagens faktiska finansieringskostnader. Resultatet för H2 bör därmed tolkas försiktigt.

5.9 Praktiska implikationer

Studiens resultat har flera praktiska implikationer för investerare, företagsledningar och regulatorer. Eftersom resultaten visar ett positivt samband mellan aktieåterköp och skuldsättningsgrad bör återköp inte enbart analyseras som en form av kapitalöverföring till aktieägare. De bör även förstås som ett beslut som kan påverka företagets finansiella risk, kapitalstruktur och framtida handlingsutrymme.

För investerare innebär resultatet att aktieåterköp bör bedömas i relation till företagets skuldsättningsgrad och finansiella flexibilitet. Ett återköp kan på kort sikt uppfattas positivt eftersom det minskar antalet utestående aktier och kan öka avkastningen till aktieägarna. Samtidigt kan återköp som samvarierar med högre skuldsättningsgrad innebära att företagets finansiella risk ökar. Vid analys av företag som genomför större återköp blir det därför viktigt att granska om återköpen sker inom ramen för en hållbar kapitalstruktur eller om de bidrar till att minska företagets motståndskraft vid försämrade marknadsförhållanden.

För företagsledningar visar resultaten att aktieåterköp bör betraktas som en del av företagets övergripande finansierings- och kapitalallokeringsstrategi. Ett återköpsbeslut påverkar inte endast antalet utestående aktier, utan även relationen mellan eget kapital och skulder.

Ledningen behöver därför väga kapitaldistribution till aktieägarna mot behovet av finansiell flexibilitet, särskilt i perioder med högre finansieringskostnader. Om återköp används för att justera kapitalstrukturen kan beslutet vara förenligt med en långsiktig finansiell strategi, men om återköpen samtidigt minskar den finansiella flexibiliteten kan det få negativa konsekvenser på längre sikt.

För beslutsfattare och regulatorer visar studien att aktieåterköp fortsatt är relevant även i en miljö med högre räntor. Eftersom återköp kan vara kopplade till förändringar i skuldsättning blir transparens kring återköpens omfattning och finansiering viktig. Tydligare information om hur återköp finansieras skulle kunna ge investerare och andra marknadsaktörer bättre möjligheter att bedöma konsekvenserna för företagets risknivå och kapitalstruktur. Transparens kring finansieringskällan är särskilt relevant eftersom studien visar ett samband mellan återköp och skuldsättningsgrad. Däremot går det inte att fastställa om återköpen finansierats genom skuld eller interna medel.

Ur ett samhälleligt perspektiv kan resultaten kopplas till diskussionen om hur stora börsnoterade företag använder kapital. Om aktieåterköp samvarierar med högre skuldsättning kan det påverka företagens finansiella motståndskraft. Sambandet är relevant eftersom kapital som används till återköp inte samtidigt kan användas för exempelvis investeringar, innovation eller långsiktig verksamhetsutveckling (Lazonick, 2014). Samtidigt visar studiens låga förklaringsgrad att resultaten bör tolkas försiktigt. Studien ger därför inte underlag för att dra breda samhälleliga slutsatser men visar att aktieåterköp kan ha betydelse gällande finansiell risk och kapitalanvändning som kan ha betydelse utöver aktieägarna.

Sammantaget visar de praktiska implikationerna att aktieåterköp bör analyseras i ett bredare finansiellt sammanhang än enbart som kapitaldistribution. För investerare handlar det om att bedöma hur återköp påverkar risk och finansiell stabilitet. För företagsledningar handlar det om att integrera återköp i en långsiktig kapitalstrukturstrategi. För regulatorer handlar det om att säkerställa tillräcklig transparens kring återköpens omfattning och finansiering.

5.10 Sammanfattande diskussion

Sammantaget visar studien att aktieåterköp i stora europeiska börsnoterade företag är positivt relaterade till skuldsättningsgrad. Resultaten stödjer därmed synen på att aktieåterköp inte enbart fungerar som kapitaldistribution till aktieägare, utan även kan ha en

kapitalstrukturpåverkande funktion. Återköp bör därför förstås som ett finansiellt beslut som kan påverka företagens kapitalstruktur.

Resultatet kan främst förstås genom trade-off-teorin, där företag antas sträva efter en balans mellan fördelarna och kostnaderna med skuldfinansiering. Utifrån trade-off-teorin kan återköp fungera som ett verktyg för att justera kapitalstrukturen mot en mer önskad skuldsättningsnivå. Samtidigt ger pecking-order-teorin en viktig kompletterande förklaring, eftersom återköpens effekt på skuldsättningen sannolikt beror på hur de finansieras. Företag med starka interna kassaflöden kan genomföra återköp utan att behöva öka skulderna i samma utsträckning, vilket gör sambandet mellan återköp och skuldsättningsgrad mer nyanserat.

Studien finner däremot inget tydligt stöd för att sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning förändrats efter ränteuppgången 2022. Avsaknaden av signifikans innebär att hypotesen om ett svagare samband i en miljö med högre finansieringskostnader inte kan bekräftas. En möjlig tolkning är att stora europeiska företag har haft tillräcklig finansiell flexibilitet för att fortsätta genomföra aktieåterköp i en mer kostsam finansieringsmiljö. Detta kan hänga samman med att urvalet består av stora och finansiellt starka bolag.

Studien bidrar därmed till förståelsen för hur moderna företag kombinerar kapitaldistribution, finansieringsbeslut och kapitalstrukturhantering i praktiken. Resultaten visar att aktieåterköp bör analyseras i ett bredare finansiellt sammanhang än enbart som ett sätt att återföra kapital till ägarna. Samtidigt bör resultaten tolkas som statistiska samband snarare än kausala effekter, eftersom studien inte direkt kan fastställa hur varje återköp har finansierats eller om återköpen i sig orsakat högre skuldsättning.

6. Slutsats

Syftet med denna studie har varit att undersöka sambandet mellan aktieåterköp och kapitalstruktur i europeiska börsnoterade företag, med särskilt fokus på om detta samband förändrats efter 2022 i samband med stigande räntor och förändrade finansieringsvillkor. Genom en kvantitativ paneldatastudie av 60 stora icke-finansiella europeiska bolag under perioden 2018-2024 har studien analyserat relationen mellan aktieåterköp och skuldsättning.

Studiens huvudsakliga resultat visar att aktieåterköp är positivt relaterade till skuldsättning. Företag som genomför större återköp tenderar därmed att uppvisa högre skuldsättningsgrad. Resultatet indikerar att aktieåterköp inte enbart fungerar som ett sätt att överföra kapital till aktieägare, utan även används som ett finansiellt verktyg för att påverka kapitalstrukturen.

Detta resultat ligger i linje med etablerade teorier inom corporate finance, särskilt trade-off-teorin, där företag antas sträva efter en önskad balans mellan eget kapital och skuld. Genom att minska det egna kapitalet via återköp kan företag öka den finansiella hävstången och därmed närma sig en önskad kapitalstruktur. Resultaten visar samtidigt att pecking-order-teori också är relevant, eftersom återköpens påverkan sannolikt varierar beroende på om de finansieras med interna medel eller extern upplåning.

Studien finner däremot inget statistiskt tydligt stöd för att sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning förändrats efter 2022. Varken tidsvariabeln för perioden efter 2022 eller interaktionstermen mellan återköp och Post2022 var signifikanta. Detta tyder på att stora europeiska företag fortsatt använder aktieåterköp som finansiellt verktyg även i en miljö med högre räntor.

En möjlig förklaring är att urvalet består av stora etablerade bolag med starka kassaflöden och god tillgång till kapitalmarknader. Dessa företag kan ha haft bättre förutsättningar att hantera högre finansieringskostnader än mindre företag. Det är även möjligt att återköp i större utsträckning finansierats med interna medel efter 2022.

Studien bidrar till tidigare forskning genom att fokusera på europeiska företag och en aktuell period där de makroekonomiska förutsättningarna förändrats tydligt. Detta är relevant eftersom stora delar av den tidigare forskningen varit koncentrerad till USA och perioder med låga räntor.

Det finns samtidigt vissa begränsningar. Studien bygger på observationsdata och resultaten bör därför tolkas som statistiska samband snarare än kausala effekter. Urvalet är dessutom begränsat till stora icke-finansiella företag, vilket påverkar generaliserbarheten.

Sammantaget visar studien att aktieåterköp fortsatt utgör ett viktigt verktyg inom företags finansiella strategi. Återköp påverkar inte enbart kapitaldistributionen till aktieägare utan även företagets kapitalstruktur och skuldsättningsnivå. Resultaten indikerar att denna funktion kvarstår även i ett förändrat ränteläge.

Eftersom denna studie avgränsas till stora europeiska icke-finansiella företag bör vidare forskning undersöka om sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning ser annorlunda ut i andra typer av företag. Det kan exempelvis vara relevant att analysera mindre företag, onoterade bolag eller specifika branscher där finansieringsvillkor och kapitalkrav skiljer sig från de företag som undersökts i denna studie. Vidare kan framtida studier omfatta en längre period efter 2022 för att undersöka om ränteuppgångens effekter framträder tydligare över tid. En sådan analys skulle kunna bidra till en mer nyanserad förståelse av om sambandet mellan aktieåterköp och skuldsättning förändras i olika företagsmiljöer och räntelägen.

REFERENSLISTA

Andriosopoulos, D. & Hoque, H. (2013). The determinants of share repurchases in Europe. *International Review of Financial Analysis, 27*.

https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S105752191200124X

Andriosopoulos, D. & Lasfer, M. (2015). The market valuation of share repurchases in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 55, 327-339.

https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426614001435

Bagge, D. (2025). *Återköp av aktier: Är aktieåterköp bra eller dåligt för investerare?*

https://www.marketmate.se/utbildning/aktier/aterkop-av-aktier-ar-aktieaterkop-bra-eller-daligt-for-investerare/

Bonaimé, A., Öztekin, Ö. & Warr, R. (2014). Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases. *Journal of Corporate Finance, 26.*

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2305271

Bryman, A., & Bell, E. (2015). *Business research methods* (4th ed.). Oxford University Press.

Dittmar, A. (2000). Why do firms repurchase stock? *Journal of Business.*

https://www.jstor.org/stable/10.1086/209646?seq=1

ECB. (2023). *Annual Report 2023*.

https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2023~d033c21ac2.en.html

Elgouacem, A. & Zago, R. (2023). Share buybacks, monetary policy and the cost of debt. *International Journal of Central Banking, 19*(2)

https://ideas.repec.org/a/ijc/ijcjou/y2023q2a6.html

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/ALL/?uri=CELEX:32014R0596

Kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/1052 av den 8 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 avseende tekniska standarder för tillsyn vad gäller villkor tillämpliga på återköpsprogram och stabiliseringsåtgärder https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2016/1052/oj?locale=sv

Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3).

https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X05001571

Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management, 38*(1) https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x

Gamage, C. B. (2023). Do adjustment costs influence firms' target adjustment speeds? International evidence from share repurchase legalization. *Journal of International Money and Finance, 131*, 102773.

https://ideas.repec.org/a/eee/jimfin/v131y2023ics0261560622001760.html

Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*.

https://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v46y1991i1p297-355.html

IG. (u.å.). *Vad är aktieåterköp och hur fungerar det?* Hämtad den 25 april 2026 från

https://www.ig.com/se/trading-ordlista/aktieaterkop-definition

iShares. (u.å.). *iShares STOXX Europe 600 UCITS ETF (DE)*. iShares by BlackRock. Hämtad 29 april 2026, från
https://www.ishares.com/ch/individual/en/products/251931/ishares-stoxx-europe-600-ucits-etf-de-fund

Investopedia. (2025). *Understanding SEC Rule 10b-18: Stock Repurchase Safe Harbor*
https://www.investopedia.com/terms/r/rule10b18.asp

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review, 76*(2).

https://econpapers.repec.org/RePEc:aea:aecrev:v:76:y:1986:i:2:p:323-29

Lazonick, W. (2014). Profits without prosperity. *Harvard Business Review, 92*(9).

https://hbr.org/2014/09/profits-without-prosperity

Lei, Z. & Zhang, C. (2016). Leveraged buybacks. *Journal of Corporate Finance.*

https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0929119916300505

Lie, E. (2005). Operating performance following open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics*.

https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410105000364

Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*.

https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf

Morningstar. (2026). *Europeiska aktieåterköp uppgår till 182 miljarder euro – men avtar tillväxten?*

https://global.morningstar.com/sv/aktier/europeiska-aktieterkp-uppgr-till-182-miljarder-euro-men-avtar-tillvxten

Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics, 13*(2).

https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X84900230

Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies, 22*(1).

https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/22/1/435/1592901

Peyer, U. & Vermaelen, T. (2009). The nature and persistence of buyback anomalies. *The Review of Financial Studies, 22*(4).

https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/22/4/1693/1567717

Pramanick, S. & Fliers, P. (2021). Should companies be allowed to buy back their own shares? *Economics Observatory*.
https://www.economicsobservatory.com/should-companies-be-allowed-to-buy-back-their-own-shares

Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance, 50*(5).

https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x

von Eije, H. & Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics, 89*(2).

https://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v89y2008i2p347-374.html

Wang, Z., Yin, Q. E. & Yu, L. (2024). Do share repurchases facilitate movement toward target capital structure? International evidence. *Journal of Empirical Finance, 77*, 101498.

https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0927539824000331

Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT Press

https://mitpress.mit.edu/9780262232586/econometric-analysis-of-cross-section-and-panel-data/

Bilagor

Bilaga 1

Table 1. Regression Results: Share Repurchases and Leverage.

	(1)	(2)	(3)	(4)
Variables	Baseline FE	Main FE (post 2022)	Total Debt FE	OLS
Buyback	0.172	0.276**	3.73m	0.172
	(0.491)	(0.123)	(3.62m)	(0.491)
Post2022		-0.00905		
		(0.0121)		
Buyback x Post2022		-0.176		
		(0.228)		
ROA	0.0272	-0.0946	2.86m	0.0272
	(0.144)	(0.120)	(2.45m)	(0.144)
Constant	0.222***	-0.233***	-60.34m**	0.222***
	(0.0537)	(0.0687)	(11.57m)	(0.0537)
Size	0.041***	0.041***	5.60m**	-0.000
	(0.006)	(0.006)	(0.945m)	(0.004)
Observations	420	420	420	420
R-squared	0.006	0.138	0.045	0.006
Firms	60	60	60	60
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	No

Robusta standardfel i parenteser

*** p<0.01(mycket starkt stöd), ** p<0.05(Starkt stöd), * p<0.1(Svagare stöd)

Model 3 koefficienter rapporterade i miljoner dollar

Modellerna 1–3 använder företagsfasta effekter för att kontrollera för tidsinvarianta företagsspecifika egenskaper samt årsfasta effekter för att kontrollera för makroekonomiska chocker som är gemensamma mellan åren. Modell (4) presenterar pooled OLS-skattningar som jämförelse.

Bilaga 2

Deskriptiv statistik över variablerna. Röd siffra med parentes runt = negativt tal.

Variabel	N	Medelvärde	Median	Std.avvikelse	Min	max
Leverage	420	0,22	0,215	0,136	0	0,876
Buyback	420	0,015	0,001	0,039	0,000	0,533
ROA	420	0,063	0,049	0,091	(0,267)	1,059
Size	420	11,366	11,107	1,678	8,692	21,558
Post2022	420	0,429	0	0,495	0	1
Röd siffra = negativt tal						

Bilaga 3

Korrelationsmatris mellan variablerna

Korrelation	Leverage	Buyback	ROA	Size	Post2022
Leverage	1,000	0,051	0,105	-0,012	-0,035
Buyback	0,051	1,000	0,339	-0,121	0,030
ROA	0,105	0,339	1,000	-0,298	0,025
Size	-0,012	-0,121	-0,298	1,000	0,036
Post2022	-0,035	0,030	0,025	0,036	1,000