



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan  
Företagsekonomiska Institutionen

FEKN90  
Företagsekonomi -  
*Examensarbete på Civilekonomprogrammet*

VT 2012

# Underhållningsbranschen på NASDAQ och NYSE – En kapitalstrukturstudie

**Författare:**

Kim Danell

Johan Karlsson

**Handledare:**

Maria Gårdängen

## Sammanfattning

Uppsatsens titel:	Underhållningsbranschen på NASDAQ och NYSE – En Kapitalstrukturstudie
Seminariedatum:	2012-05-28
Ämne/Kurs:	FEKN90, Examensarbete magisternivå, Företagsekonomi, Avancerad Nivå, 30 högskolepoäng
Författare:	Kim Danell & Johan Karlsson
Handledare:	Maria Gårdängen
Fem nyckelord:	Kapitalstruktur, finansiering, underhållningsbranschen, paneldataregression, media
Syfte:	Syftet med denna uppsats är att empiriskt undersöka huruvida traditionell kapitalstrukturteori kan appliceras på underhållningsbranschen. Genom studien undersöker vi om det går att dra alla företag över samma kam, då skillnaderna mellan branscher kanske är större än likheterna.
Metod:	Urval och datainsamling. Ett Chow-test görs för att undersöka skillnader mot en annan bransch. Paneldataregression görs på underhållningsbranschen för att undersöka hypoteserna.
Teori:	Traditionella kapitalstrukturteorier som skattebaserade-, informationsasymmetri-, agentkostnad- samt industriell organisationsbaserade teorier.
Empiri:	Undersökningen baseras på 86 underhållningsbolag registrerade på NASDAQ- och NYSE-börsen den 31:a december 2010.
Slutsats:	Genom att diskutera varje faktors påverkan på kapitalstrukturen försöker vi besvara om teori kan förklara kapitalstrukturen inom underhållningsbranschen. Problemet som uppstår är att de olika faktorerna inte bara påverkar företagets kapitalstruktur, utan också varandra. När det sker uppstår ofta situationer där flera motsägande teorier sätts i spel samtidigt. Det leder till att vi varken kan bekräfta eller förkasta huruvida traditionell kapitalstrukturteori är väl lämpad till att förklara kapitalstrukturbeslut i underhållningsbranschen.

## Abstract

Title:	The Entertainment Industry on NASDAQ and NYSE – A Capital Structure Study
Seminar date:	2012-05-28
Course:	FEKN90, Master thesis in business administration, 30 University Credit Points (30 ECTS).
Authors:	Kim Danell & Johan Karlsson
Advisor:	Maria Gårdängen
Five keywords:	Capital structure, finance, panel-data regression, entertainment industry, media
Purpose:	The purpose with this thesis is to empirically study if traditional capital structure theory can be applied on the entertainment industry. With this study we want to examine if all kinds of industries can be treated the same, since the differences could be larger than the similarities.
Methodology:	Sample and data collection. A Chow-test is done to show the differences compared to another industry. A panel data regression is done on the entertainment industry to study the stated hypothesises.
Theoretical perspective:	Traditional capital structure theories like tax based-, information asymmetry, agency costs and industrial organisation theories.
Empirical foundation:	The survey is based on 86 entertainment companies that are registered on the NASDAQ- and NYSE-market on the last of December 2010.
Conclusion:	By discussing each factors effect on the capital structure we try to answer if theory can explain the capital structure in the entertainment industry. The problem that arises is that the different factors do not only have an effect on the companies' capital structure, but also on each other. When this happens, a situation where contradictory theories are in play at the same time could occur. This leads to the conclusion that we can neither confirm nor deny the explanatory power of capital structure theory and how well it is fit to explain the capital structure decisions in the entertainment industry.

## Innehållsförteckning

<b>Inledning</b> .....	6
Bakgrund .....	6
Problemdiskussion.....	8
Problemformulering .....	9
Syfte.....	9
Avgränsningar .....	9
Målgrupp .....	9
Disposition.....	10
<b>Underhållningsbranschen</b> .....	11
Ekonomiska faktorer .....	11
<i>Immateriella tillgångar</i> .....	11
<i>Sjunkna kostnader</i> .....	12
Kreativa faktorer.....	12
<i>A-lista/B-lista</i> .....	12
<i>Konst för konstens skull</i> .....	13
<i>Ingen vet</i> .....	13
<i>Motley Crew</i> .....	13
<i>Oändlig variation</i> .....	14
<b>Litteratur och tidig forskning</b> .....	15
Kapitalstrukturteori .....	15
<i>Skattebaserade teorier</i> .....	15
<i>Agentkostnadsbaserade teorier</i> .....	17
<i>Asymmetrisk informationsbaserade teorier</i> .....	20
<i>Industriell organisationsbaserade teorier</i> .....	21
Tidigare empirisk forskning .....	24
<b>Metod</b> .....	26
Metodansats.....	26
<i>Jämförelsebransch</i> .....	26
<i>Urval</i> .....	26
<i>Data</i> .....	27
Paneldataregression .....	28
<i>Beroende variabeln</i> .....	28
<i>Förklarande variabler</i> .....	29
Chow-test.....	31
Metodproblem .....	32
<i>Validitet</i> .....	32
<i>Reliabilitet</i> .....	32
<b>Resultat och Analys</b> .....	35
Deskriptiv statistik.....	35
Korrelationsmatris .....	37
Chow-test.....	38
Regression .....	40
<i>Skattebaserade hypoteser</i> .....	42
<i>Agentkostnadsbaserade hypoteser</i> .....	45
<i>Asymmetrisk informationsbaserade hypoteser</i> .....	46
<i>Industriell organisationsbaserade hypoteser</i> .....	47
<i>Riskhypotesen</i> .....	48
<b>Slutsats och fortsatt forskning</b> .....	50
Slutsats.....	50

Förslag på fortsatt forskning.....	52
<b>Litteraturförteckning</b> .....	<b>53</b>
Artiklar .....	53
Böcker .....	55
Databaser .....	56
Forskningsrapporter.....	56
Internetreferenser.....	56
Tidningsartiklar .....	57
<b>Bilaga 1: Korrelationsmatriser</b> .....	<b>58</b>
<b>Bilaga 2: Artikel</b> .....	<b>59</b>

## Inledning

*Det inledande kapitlet ger först en bakgrund till vad underhållningsbranschen är för något och vilken plats branschen har i dagens samhälle. Vi talar också om varför vi anser att branschen är intressant att undersöka. Efter bakgrunden presenteras problemet i en diskussion. Efter problemdiskussionen presenteras studiens problemformulering samt syftet. Följt efter det visas vad för slags avgränsningar studien har. Sist i det här inledande kapitlet presenteras en översiktlig disposition över undersökningens struktur.*

“The act of diverting, amusing, or causing someone’s time to pass agreeably; something that diverts, amuses, or occupies the attention agreeably.” Underhållning definierat av Vogel (2007, preface xix).

### Bakgrund

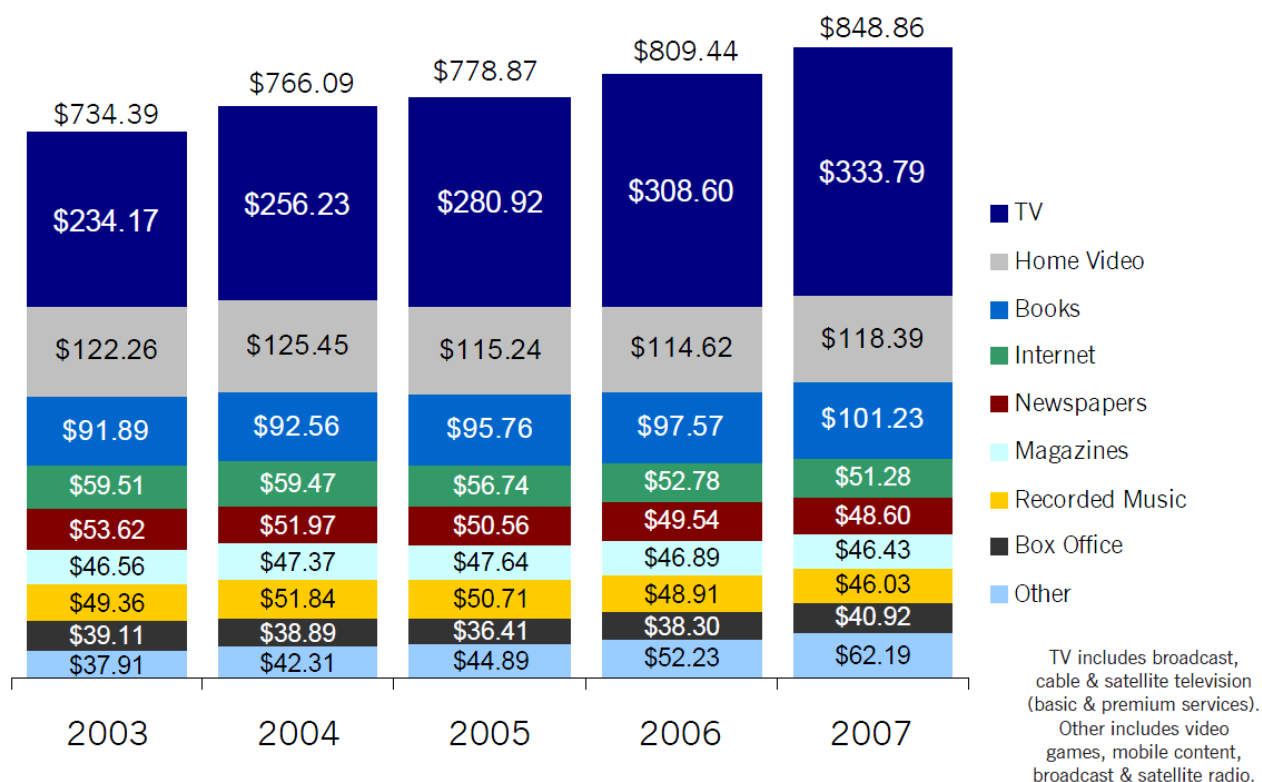
Nuförtiden är film-, litteratur- och musikbranscherna globala mångmiljardbranscher. Den senaste storfilmen diskuteras flitigt på arbetsplatsen, i skolan och i hem världen över; det senaste datorspelet reklamförs under i princip varje reklampaus på de bästa TV-sändningstiderna. Film, litteratur, musik, TV- och datorspel, alla är de beståndsdelar av underhållningsbranschen.

Underhållningsbranschens många olika nischer har sett radikala förändringar de senaste decennierna. Ett exempel är filmbranschen som under “The Golden Age of Hollywood” mellan 1930-1959 (HollywoodsGoldenAge.com) såg ut på ett sätt. Idag är spelplanen förändrad. Filmbranschen är bredare, större och mer lättillgänglig. En stor del av förändringen är på grund av de helt nya produktsegment som IT-branschen har medfört och har accelererat förändringsprocessen ytterligare.

Inte bara filmbranschen har ändrats, till exempel har flertalet nya nischer inom underhållning uppkommit och utvecklats på senare år. Exempel är dator- och TV-spel, nya sätt att producera audio och video, streamad media, datoranimering, internetbaserade tidningar och tidsskrifter *et cetera*. Underhållningsbranschen är en bransch som gått från att bestå av relativt få aktörer och har kretsat kring en kulturell elit. Idag är den en beståndsdel i nästan var människas vardag.

Rapporten ”The Sky Is Rising” av Masnick och Ho (2012) visar hur utvecklingen inom informationsteknologin har accelererat tillväxten av underhållningsbranschen. Mellan 1998 och 2010 växte den globala underhållningsmarknaden från 449 till 745 miljarder dollar. 2008 spenderade det genomsnittliga amerikanska hushållet 5,62 procent av sin inkomst på underhållning, en ökning med 15 procent sedan 2000. Under perioden 1998 till 2008 har sysselsättningen inom den amerikanska underhållningsbranschen ökat med 20 procent. Oberoende av vilken aspekt som betraktas är underhållningsindustrin en blomstrande bransch, med högre försäljning, produktion och sysselsättning än någonsin.

**Figur 1. Konsumentspenderande per capita för underhållning i USA**



Källa: Motion Picture Association of America (2007)

I artikeln ”Money for fun” i The Economist (17-23 Mars 2012) diskuterar författaren problemet med det svala intresse investerare visar för kreativa branscher som underhållningsbranschen. Det står i kontrast till det lukrativa läget som branschen är i, med hög tillväxt och växande marknader. I artikeln nämns att banker och riskkapitalister anser att den är mer riskfylld än andra branscher. Ett exempel på osäkerhet som nämns i artikeln är att det inom underhållningsbranschen finns en lägre motivation till vinstmaximering än inom andra branscher. Företag i branschen har också en lägre sannolikhet att ansöka om extern finansiering. Dock nämner de att antalet nystartade kreativa företag som överlever

uppstartsfasen är något högre än i andra branscher. Det är tydligt att det finns osäkerheter inom underhållningsbranschen och trots den goda tillväxten, finns det finansiella frågetecken.

### **Problemdiskussion**

Att underhållningsbranschen är inne i en snabbt växande fas, med ökande intäkter och möjligheter, samtidigt som investerare skyr undan, skapar en intressant situation. Grundläggande finansiell teori ger oss sambandet att avkastningen för en investering är direkt kopplad till risken i projektet, vilket går att se i CAPM-modellen. Eftersom avkastningen och möjligheterna till ökad avkastning finns inom underhållningsbranschen leder sambandet till att risken är hög. Därför bör det gå att se ett samband mellan investeringar i ett projekt och risken för det projektet. Frågan är vad som bidrar till risk inom underhållningsbranschen och hur denna risk kan minskas. Det är också intressant att undersöka om det endast är risken i ett projekt som påverkar graden av investeringar, eller om det går att se annorlunda investeringsmönster. Att studera investeringsmönster genom att undersöka kapitalstrukturen i olika branscher är ett populärt område och har utförts av bland andra Titman och Wessels (1988), Kim (1997) och Sogorb-Mira (2005).

Det är underhållningsbranschens unika karaktär när det gäller risk som leder fram till problemet i denna studie. Till exempel påverkar kreativa faktorer, vilka presenteras i nästa kapitel, osäkerheten i projekt som underhållningsföretagen driver. Eftersom underhållningsbranschen har specifika egenskaper och osäkerheter är frågan om deras finansiering skiljer sig från andra branscher. Det vi vill undersöka är därför om underhållningsbranschen skiljer sig till den grad att den statistiskt avviker från en liknande, fast mer traditionell bransch. Vi har valt att undersöka underhållningsbranschen jämfört med mjukvarubranschen, anledningen till valet av denna bransch framgår i metodkapitlet. Att jämföra olika branschers kapitalstruktur för att identifiera vad som skiljer sig inom en bransch har gjorts tidigare av bland annat Tang och Jang (2007) för mjukvarubranschen och logibranschen.

Om underhållningsbranschen är avvikande från traditionella branscher när det gäller finansiering, finns ett möjligt problem med att applicera samma teoretiska ramverk på kapitalstrukturbesluten. Det teoretiska ramverket som finns att tillgå är brett och en situation kan uppstå då vissa teoridelar fortfarande är signifikanta för underhållningsbranschen, medan andra delar saknar förklaringsförmåga. Genom att empiriskt undersöka faktorer från hela



spektret av kapitalstrukturteori, applicerat på underhållningsbranschen, vill vi visa vilka av teorierna som går att empiriskt fastställa.

Utmärkande för denna studie är att vi undersöker om traditionella kapitalstrukturteorier går att användas för att studera en föränderlig och udda branschs kapitalstrukturbeteende. Undersökningen i den här uppsatsen är unik i sitt avseende att studera kapitalstrukturen för underhållningsbranschen.

### **Problemformulering**

Går det att skilja på underhållningsbranschen och mjukvarubranschen i vilka faktorer som är förklarande för branschernas kapitalstruktur?

Vilka faktorer från den traditionella teorin är signifikanta för kapitalstrukturen i underhållningsbranschen?

### **Syfte**

Syftet med denna uppsats är att empiriskt undersöka huruvida traditionell kapitalstrukturteori går att applicera på underhållningsbranschen. Eftersom branschen innefattar många unika aspekter är det intressant att undersöka om det teorimaterial som är framtaget för ett standardiserat företag har någon förklaringsförmåga. Genom studien vill vi undersöka om det går att dra alla företag över samma kam, då skillnaderna mellan branscher kan vara större än likheterna.

### **Avgränsningar**

Vi har valt att undersöka bolag inom underhållnings- och mjukvarubranschen som är listade på NASDAQ eller NYSE. En annan avgränsning är att bolag inom underhållningsbranschen, vars huvudsyssla är liveunderhållning, utesluts på grund av att de i många viktiga hänseenden avviker från mediaberoende underhållning. Händelsefönstret för studiens data är avgränsat till perioden 2004-2010.

### **Målgrupp**

Den här studien riktar sig främst till finansstudenter men även till personer som är intresserade av bakgrunden till företags kapitalstruktur. Investorer med ett intresse kring underhållningsbranschen kan dra nytta av denna uppsats, samt övriga intressenter inom underhållningsbranschen.

**Disposition**

I nästa kapitel presenteras branschens utseende mer djupgående. Kapitel tre behandlar tidigare forskning och litteraturmaterial som används i studien. I kapitel fyra sker en genomgång av metoden kring insamlandet av data och det empiriska arbetet kring det data. I kapitel fem utförs undersökning med hjälp av en regression på det insamlade datamaterialet, resultatet av regressionen presenteras och analyseras här. I kapitel sex, som är det avslutande kapitlet, presenteras en slutsats av resultatets innebörd.

## Underhållningsbranschen

*Det här kapitlet förklarar de faktorer som skiljer underhållningsbranschen från andra branscher. Här presenteras ekonomiska och kreativa faktorer som är återkommande i denna studie. Dessa faktorer används i för att diskutera resultatet av studien.*

I studien görs en uppdelning av branschen mellan medieberoende underhållning och liveunderhållning, eftersom det finns fundamentala skillnader i produktionen av de olika sorternas underhållning. Uppdelningen är densamma som görs i Vogel (2007) och består av två kategorier. Inom den första kategorin faller sektorerna film, musik, radio- och TV-sändningar, kabel-TV, bok- och tidningsutgivning, samt spel och leksaker. Inom den andra kategorin återfinns all underhållning som upplevs direkt, som spel och dobbel, sport, scenkonst, kulturella evenemang och nöjesparker. Den här studien kommer att inrikta sig på den första av dessa. Anledningen till det är att skillnaderna mellan att producera underhållning direkt och att producera underhållning som sparas i ett medium är stora. Det finns många faktorer som gör underhållningsbranschen unik, varav många har finansiella påföljder.

### **Ekonomiska faktorer**

Inom varje bransch finns det en del faktorer som är av extra vikt och avgör huruvida ett företag blir lyckat eller inte. Underhållningsbranschen definieras av vikten i att minimera osäkerheten i varje projekt, maximera immateriella tillgångar och att koppla ihop kreativ talang med investerare (Faulkner och Anderson, 1987). Faktorerna som är avgörande i underhållningsbranschen kan delas in i ekonomiska och kreativa, beroende på var de har sitt ursprung. De ekonomiska faktorerna som är av störst intresse är för det första de immateriella tillgångarna, som kan bestå av en filmportfölj, en katalog av musikrättigheter *et cetera*. För det andra är det viktigt att beakta kostnadsstrukturen. En återkommande faktor inom underhållningsbranschen är att kostnaden för ett projekt tas innan produkten är färdig och är därefter en sjunken kostnad. Därför ökar vikten av att säkerställa att projektet lyckats.

### *Immateriella tillgångar*

Företag inom underhållningsbranschen har en stor andel immateriella tillgångar, vilka ofta är unika (KPMG 2010). De immateriella tillgångar som underhållningsbranschen har mycket av är bland annat musikkompositioner, rörliga bilder, litteratur *et cetera* (Petkov, 2011). Det är dessa tillgångar som genererar de främsta intäkterna inom branschen vilket gör dem oombärliga. Tillgångarna är unika eftersom det inte finns något substitut till ett specifikt album av en särskild artist.

### *Sjunkna kostnader*

Branschens kostnader består mestadels av sjunkna kostnader som uppstår när ett nytt projekt utvecklas (Vogel 2007). Det finns alltid en stor osäkerhet kring hur den färdiga produkten kommer att tas emot av marknaden. Om produkten inte färdigställs eller lyckas går kostnaden för projektet inte att återhämta och produkten är oftast oanvändbar. Ett exempel är produktionen av en film; det går inte att veta hur väl filmen kommer att sälja förrän den är ute på marknaden. Om filmen inte tas emot väl är den inte en värdefull tillgång och de resurser som använts under produktionen kan inte återanvändas.

### **Kreativa faktorer**

Det som skiljer underhållningsbranschen från andra branscher är bland annat ett antal faktorer som leder till ökad osäkerhet (Caves, 2000). Caves beskriver flera av de särskiljande faktorerna som underhållningsbranschen består av. Vissa av faktorerna går även att observera i andra branscher men inom underhållningsbranschen finns samtliga. Vi har valt att kalla dessa faktorer för kreativa faktorer eftersom de till stor grad kan kopplas till den kreativa process som skapandet av underhållningsprodukter består av.

### *A-lista/B-lista*

För att försäkra sig mot motgångar inom till exempel filmproduktion används en effekt som kallas A-lista/B-lista. Begreppet menar att användning av en välkänd regissör och väletablerade skådespelare, kan leda till en minskad risk i projektet (Caves, 2000). Liknande personer kan finnas inom de andra nischerna av underhållningsbranschen som en välkänd kompositör, animatör *et cetera*. Eftersom en person som tillhör A-listan drar till sig mycket publicitet och ofta har en supporterbas skapas mycket offentlig uppmärksamhet kring de projekt personen deltar i. På grund av vikten i att kunna knyta till sig A-listade personer blir kontaktnät värdefulla inom underhållningsbranschen. Det är svårt för en utomstående investerare att bedöma den här effekten kvantitativt, vilket kan leda till att den förbises. Faulkner och Anderson (1987) kvantifierar effekten genom att jämföra hur mycket pengar ett projekt tjänar med antalet erkännanden för direktören och producenten, samt deras tidigare projekts ekonomiska resultat. Författarna inkluderar även en dummy för om projekten innehåller en stjärna. Resultatet är att alla är faktorer är signifikanta och därför kan en A-lista/B-lista faktor bekräftas.

### *Konst för konstens skull*

Konst för konstens skull är förekommande i underhållningsbranschen (Caves, 2000). Författaren menar att många skapare av en kreativ produkt vill sätta sin egen prägel på produkten och sätter konstverkets fullkomlighet framför dess ekonomiska implikationer. Det skapar osäkerhet för både investerare och övriga intressenter då kostnadsrelaterade beslut inte tas med framtida inkomster i åtanke, utan endast är relaterade till skaparens subjektiva kvalitet. Enkelt sagt är att vinstmaximering ofta inte är artistens huvudändamål. Den här faktorn återkopplar till det svala intresse som investerare uttrycker om underhållningsbranschen. Konst för konstens skull innebär ett principal-agent problem för investeraren eftersom han inte kan säkerställa att han får ut maximal vinst på sin investering.

### *Ingen vet*

Uttrycket innebär att ingen vet vilken kvalitet projektet har förrän det är klart och det går att se hur väl marknaden tar emot projektets produkt. Eftersom alla kostnader är sjunkna, innebär det en stor osäkerhet för någon som investerar i projektet (Caves, 2000). Dessutom är kvalitetsbedömningar inom underhållningsbranschen subjektiva. Ofta är kritikerbedömningar och marknadsmotagande vitt skilda, till exempel kan en produkt vara bra enligt någon men dåligt enligt annan. Branschtidningar som Variety ([variety.com](http://variety.com)) listar stora filmers försäljning under öppningshelgen vilket är en vanlig metod för att bedöma hur lyckad en film är. Inom TV-serier används ofta mätningar av tittarsiffror för varje avsnitt. Inom musikbranschen blir skivor med god försäljning belönade med plakat i valörerna silver, guld, platina och diamant. Det som är gemensamt för de här måtten är att de mäter försäljning eller utnyttjande och alltså inte går att bedöma innan produkten släpps på marknaden.

### *Motley Crew*

“Motley Crew” innebär att kreativa produkter kräver en rad personal som uppfyller olika specifika uppgifter (Caves, 2000). Ett misslyckande inom varje enskild uppgift kan leda till en kvalitetssänkning för hela projektet och är en osäkerhet för investerare i projektet. För att motarbeta denna risk används även här A-lista/B-lista effekten då risken för ”motley crew” minskar om all personal är högt kvalificerad. Därför är det också vanligt att de anställda är organiserade. Dels ökar det säkerheten för de anställda, men det är också ett vanligt krav från producenterna inom underhållning för att säkerställa kvaliteten i arbetskraften.

*Oändlig variation*

Ett påtagligt problem inom branschen är de oändliga möjligheterna att uttrycka sig när en film, musikalbum eller liknande underhållningsprodukt produceras (Caves, 2000). Caves menar att problemet gör det svårt för finansiärer och intressenter att veta vilket slags uttryck som fungerar bra på bioduken för tillfället. Oändlig variation kan innebära både risker och kostnader, men även möjligheter. Masnick och Ho (2012) tar upp de nya möjligheter som Internet har bidragit till. Till exempel de många nya sätten för människor att uttrycka sig på Internet och tjäna pengar på sitt uttryck.

## Litteratur och tidigare forskning

*Det här kapitlet tar studien vidare och ger en överblick över den litteratur, teori och tidigare forskning kring ämnet kapitalstruktur som är intressant för denna studie. Här presenteras också hypoteser som är baserade på kapitalstrukturteorierna, vilka visas i en överskådlig tabell. Senare i kapitlet presenteras tidigare empirisk forskning som gjorts på ämnet kapitalstruktur och vad de studierna har resulterat i. Sist visas en summering av den tidigare forskningen i en tabell.*

### **Kapitalstrukturteori**

Företags kapitalstruktur har studerats omfattande de senaste femtio åren. Pionjärerna inom fältet är Miller och Modigliani (MM) som 1958 publicerade artikeln "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", där de lägger fram sina två numera kända propositioner. Enligt MM spelar det ingen roll om bolaget finansieras med skulder eller eget kapital, alltså är valet av kapitalstruktur irrelevant för bolagets värde. På grund av den stora mängd artiklar som har publicerats på det ämnet sedan femtiotalet, har ett behov av att kategorisera de artiklarna uppstått. I vår litteraturstudie gör vi en uppdelning av teorin i fyra olika kategorier: agentkostnadsbaserade teorier, asymmetrisk informationsbaserade teorier, industriell organisationsbaserade teorier och skattebaserade teorier.

### *Skattebaserade teorier*

De grundläggande teorierna kring ett företags kapitalstruktur bygger vidare på MM:s (1958) artikel där de hävdar att i en värld utan skatter tillför de olika typerna av finansiering inget värde, relativt varandra. I samma artikel hävdar de också att i en värld med skatter och avdraggilla räntekostnader, finns det ett värde i skuldfinansiering. Eftersom en ökad andel skulder minskar företags skattebörda, tillförs värde till företaget då de ökar skuldnivån. I denna modell ökar företags värde linjärt, till ett maximum då företaget är finansierat till hundra procent av skulder. Dessutom visas de att företags finansieringskostnad minskar med högre grad av skuldfinansiering. Anledningen till det är att i MM:s perfekta kapitalmarknader, med tillägget skatter, finns bara fördelarna med skulder, inga nackdelar. I en senare artikel visar MM (1963) att fördelen med skulder i en värld med perfekta kapitalmarknader med undantaget skatter är större än vad de påvisade i sin första artikel. Anledningen till det är att de i sin första artikel gjort ett felaktigt antagande där de hävdade att marknadsvärdet för två liknande firmor i jämvikt måste vara proportionellt till den förväntade avkastningen efter skatter.

Hypotes 1: Företagets effektiva skattesats har ett positivt samband med dess  
skuldsättningsgrad

Forskningen inom kapitalstruktur tar ofta MM:s perfekta kapitalmarknader som utgångspunkt, varav de antaganden de bygger på lättas för att närma sig den verkliga värld som företag arbetar inom. Kraus och Litzenberger (1973) bygger vidare på MM:s teori genom att, förutom skatter, lägga till en nackdel för skulder, nämligen konkurskostnader. Företag som tar på sig skulder riskerar att gå i konkurs om de inte kan betala räntekostnaden associerad med skulden. Eftersom en konkurs innebär kostnader för företaget, medför själva skulden en kostnad i sig. Det innebär att den optimala kapitalstrukturen inte längre är hundra procent skulder, utan ett jämviktsläge då fördelen hos skatteskölden balanserar nackdelen hos ett nuvärde av konkurskostnaderna. Denna teori går under namnet den traditionella "trade-off" teorin eller modellen, vilket syftar på att det sker en avvägning mellan fördelarna och nackdelarna hos skulder.

Många artiklar som publicerats kring ämnet kapitalstruktur angriper problemet med högst teoretiska modeller. Scott (1976) försöker skapa en mer praktiskt tillämpbar modell. Scott tar samma utgångspunkt som Kraus och Litzenberger (1973), alltså en perfekt kapitalmarknad, undantaget skatter och konkurskostnader. I Scotts modell finns konkurskostnaderna på grund av en imperfekt marknad för företagets tillgångar. Vid en likvidation får företaget inte ut hundra procent av värdet på sina tillgångar och tar därför en kostnad. Modellen som Scott lägger fram leder till tre stycken slutsatser. Scott hävdar att ett företags skuldsättning är en positiv funktion av likvidationsvärdet på företagets tillgångar, företagets skattesats samt företagets storlek.

Hypotes 2: Företagets storlek har ett positivt samband med dess skuldsättningsgrad

Miller (1977) lyfter fram en annan aspekt än konkurskostnader som motvikt till skulder i kapitalstrukturen. Genom att ta hänsyn till personliga skattesatser vid sidan om företagets skattesats minskar nyttan i att finansiera med skulder. Det är ett resultat av den extra kostnad som tillfaller en investerare som köper skuldeinstrument. Miller antar att skatten på utdelningar är noll, vilket leder till att skulderna, vars ränta beskattas, blir dyrare för en investerare. I en modell visar Miller hur denna ojämnavikt leder till att skulder och eget kapital blir värda lika mycket för företaget i jämvikt. Antagandet att utdelningar är skattefria är dock en förenkling som gör att modellen ter sig ta ett visst avstånd från verkligheten.



DeAngelo och Masulis (1980) introducerar en teori om ett substitut för skatteavdrag baserade på skuldens räntekostnad. Substitutet består av investeringsrelaterade skattesköldar som avskrivningar och tidigare förluster, så kallade "tax loss carryforwards". Då möjligheten att utnyttja dessa substitut är olika för varje företag, uppstår i jämvikt ett unikt optimum av skuldsättningsgrad för varje företag.

Hypotes 3: Företagets investeringsrelaterade skattesköld har ett negativt samband med dess skuldsättningsgrad

Det huvudsakliga problemet med den skattebaserade teorin, något som bland andra Miller (1977) tar upp, är att nackdelen med skulder sällan går att empiriskt visa som större än fördelen med skulderna. Miller hänvisar till en studie utförd av Warner (1976) på konkurser inom järnvägsindustrin. I Warners studie tog företagen endast en kostnad på i snitt 5,3 % av företagets värde i direkta konkurskostnader. Det kan jämföras med fördelen av skatteskölden vilken Miller hävdar kan vara uppåt 50 cent per dollar i skuld, beroende på skattesatsen. Om fördelen för skulder alltid är större än nackdelen bör den optimala kapitalstrukturen vara hundra procent skulder, om inte skulderna medför andra kostnader än konkurskostnaderna.

#### *Agentkostnadsbaserade teorier*

Jensen och Meckling (1976) tar en annan utgångspunkt än skatter när de angriper problematiken kring den optimala kapitalstrukturen. I deras modell existerar det inga skatter och beslut kring kapitalstruktur sker därför på helt annorlunda grunder än de som tidigare forskning har undersökt. Jensen och Meckling använder sig av principal-agent problemet för att förklara hur beslut om kapitalstruktur tas. Principal-agent problematiken uppstår när en agent agerar på uppdrag åt en principal för att uppfylla principalens intresse. Eftersom principalen och agenten kan ha olika uppfattning om agentens uppdrag och agenten är obehindrad i att agera självständigt, uppstår en situation där agenten kan agera på ett annat sätt än vad principalen önskar. Hos företag uppstår denna situation där företagets ägare, via en vald styrelse, ska utse en företagsledning som ska styra företaget.

Konflikter mellan ledning och ägare uppstår eftersom ledningen äger mindre än hundra procent av företaget och får därför mindre än hundra procent av avkastningen. På grund av det får de inte hela fördelen av deras arbete att öka företagets avkastning, men de får ta hela kostnaden för arbetet. Dessutom har ledningen också möjligheten att ta del av lönefördelar, exempelvis stora kontor, dyra middagar och företagets flygplan. Ledningen tar hela kostnaden för att avstå från fördelarna, men får bara en del av vinsten från att avstå. Denna situation är

vad som skapar agentkostnaden för att ta in eget kapital; att agenten inte arbetar fullt ut för att öka företagets avkastning samt att han konsumerar lönefördelar.

Alternativet är att använda sig av skulder. Dock medför skulder egna agentkostnader, vilka uppstår på grund av konflikter mellan skuldhållare och eget kapitalhållare. Eftersom utbetalningen till skuldhållaren är fast erhåller eget kapitalhållaren all överavkastning från en investering. Dessutom leder det begränsade ansvaret hos eget kapital till att skuldhållare får ta den största kostnaden om företaget går i konkurs. Det leder till att det egna kapitalet får ett incitament till att investera i riskabla projekt med högre förväntad avkastning men med större risk att förlora pengar, även projekt som är värdeminskande kan vara intressanta för det egna kapitalet. Det leder till att skuldernas värde minskar och kallas för "asset substitution". Men eftersom skuldägarna kan förutse denna effekt gör de skulderna dyrare för att väga upp för effekten.

Skulder medför dessutom två ytterligare kostnader. Dels ökar de risken för att företaget ska gå i konkurs då de medför en extra kostnad och dels sker det en kostnad då skuldägarna måste övervaka företaget. I ett företag som styrs av en agent, kan skulder minska effekten av det egna kapitalets agentkostnad. Eftersom en långgivare är mån om att få tillbaka sina pengar kommer långgivaren att ha ett intresse i att bevaka vad som sker inom företaget, vilket minskar agentens möjlighet till att konsumera lönefördelar.

Jensen och Meckling (1976) argumenterar att när ett företag väljer hur det ska finansiera sin verksamhet ska det välja det alternativ som medför minst agentkostnader. Då finansiering med egna medel är helt utan agentkostnader är det alternativet det självklara valet. Om de egna medlen inte räcker för företagets behov krävs finansiering från en tredje part. Genom att väga fördelarna hos skulder mot dess agentkostnader går det att avgöra en optimal nivå för skuldsättningen.

En innebörd av det blir att i företag där möjligheten för "asset substitution" är lägre bör skuldsättningen vara högre. För att "asset substitution" ska kunna ske krävs det att det finns riskabla projekt att investera i, vilket är mer närvarande i företag med stora tillväxtpotentialer. Vidare bör företag med liten eller negativ tillväxt men med stora kassaflöden ha hög skuldsättning. Det eftersom stora kassaflöden kombinerat med få investeringsmöjligheter ökar ledningens möjlighet att konsumera lönefördelar.

Hypotes 4: Företagets tillväxtmöjligheter har ett negativt samband med dess  
skuldsättningsgrad

Myers (1977) visar en ytterligare aspekt av agentkostnader för skulder. I ett försök att definiera vad som ligger till grund för ett företags policy kring skulder utvecklar Myers en förklaringsmodell för skulder. Myers tar samma utgångspunkt som Jensen och Meckling (1976) med den enda skillnaden att han antar att ledningen agerar i ägarens intresse. Det eliminerar agentkostnaden för eget kapital. Vidare använder Myers sig av real options teori för att skapa sin modell. Myers delar upp företagets värde i två delar, en bestående av företagets nuvarande tillgångar och en bestående av företagets framtida tillgångar, där den andra delen beter sig som en real option. Eftersom värdet på den andra delen är osäker vid investeringstidpunkten och kan variera från noll och uppåt, kan företaget endast välja mellan att ge ut riskfyllda skulder och eget kapital när projektet ska finansieras.

Om företaget väljer att använda sig av riskabla skulder menar Myers (1977) att värdet på företaget minskar. Det eftersom företaget, vars ledning agerar åt aktieägarna, endast kommer att investera i projekt som ger en avkastning åt aktiekapitalet. Eftersom skuldägarna får sina pengar före aktiekapitalet innebär det att alla lönsamma projekt som endast ger en förväntad avkastning åt skuldägarna förkastas. Det innebär mindre investeringar och tillväxtmöjligheter åt företaget, vilket minskar den andra delen av företagets värde. Denna effekt är en ytterligare agentkostnad för skulder och kallas för underinvestering. I Myers modell existerar det ingen fördel i att finansiera med skulder jämfört med eget kapital, dock konstaterar han i artikeln att även det egna kapitalet har agentkostnader, vilket Jensen och Meckling (1976) har visat, samt att skatteeffekter ger en positiv effekt för skulder.

Eftersom företaget vid ett utgivande av nya skulder inte kan använda företagets framtida kassaflöde, då de kan vara värdelösa i ogynnsamma förhållanden, som säkerhet innebär det att det blir företagets nuvarande tillgångar som bestämmer skuldnivån. Myers (1977) tar här upp ett antal faktorer hos de nuvarande tillgångarna som antingen ökar eller minskar skuldsättningsnivån. Faktorer som leder till en ökad skuldsättning är en hög nivå av fasta kostnader i jämförelse med rörliga kostnader, en hög kapitalintensivitet och lönsamhet. Eftersom underinvesteringsproblematiken är knuten till tillväxtmöjligheter innebär flera tillväxtmöjligheter en lägre skuldsättning, det är i linje med vad Jensen och Meckling (1976) kom fram till, men då med risken för asset substitution.

Hypotes 5: Företagets tillgångsstruktur har ett positivt samband med dess skuldsättningsgrad

### *Asymmetrisk informationsbaserade teorier*

Den mest kända asymmetrisk informationsbaserade artikeln är Myers och Majluf (1984). Myers och Majluf tar upp kapitalstrukturdilemmat när ett företag måste emittera aktier för att finansiera en lukrativ investeringsmöjlighet. Ledningen i företaget antas ha exklusiv, mer och bättre information om företagets värde än de potentiella investerarna. Den asymmetriska informationen tas förgiven och försvinner bara om ledningen kan förmedla sin unika information till marknaden helt kostnadsfritt, vilket inte antas kunna förekomma. Trots det tolkar marknaden ledningens agerande som rationellt. Kapitalmarknaden antas vara perfekt och effektiv under den officiella tillgängliga informationen. Under de antagandena utvecklas en jämviktsmodell för avvägande kring investera-emittera dilemmat. Modellen ger förklaringar till flera finansieringsbeteenden: bland annat motviljan att emittera aktier och därför inte göra en investering med positivt nettonuvärde, tendensen att använda interna finanser framför skulder och att använda skulder framför eget kapital när extern finansiering behövs. Inga konkurskostnader eller agentkostnader tas upp i denna modell och på grund av det utesluts nästan nyemittering av aktier helt.

Myers och Majluf (1984) kommer i denna artikel fram till de följande slutsatserna som följer deras modellantaganden: Företag använder skuldfinansiering hellre än emitterar aktier. Företag som har använt sin finansieringskapacitet för skulder avböjer hellre en bra investeringsmöjlighet än emitterar aktier, vilket betyder att de agerar i nuvarande aktieägares intressen. Företag kan bygga upp finansiella reserver när det är få krav på att investera och kan använda dessa reserver som värdepapper eller reservskuldskraft. Företag bör inte dela ut pengar om de måste emittera aktier eller ta på sig högrisk-skulder för att ha råd. När ledningen har mer och bättre information och aktier emitteras kommer, allt annat lika, aktiepriset att sjunka. En hopslagning av två företag, ett med höga finansiella reserver och ett med låga kommer att öka det totala värdet av företagen. En innebörd av dessa slutsatser är att företagen föredrar interna medel framför externa. Lönsamma företag bör därför finansiera sina projekt med internt genererade medel framför externa skulder.

Hypotes 6: Företagets lönsamhet har ett negativt samband med dess skuldsättningsgrad

Myers (1984) diskuterar i en egen artikel valet av kapitalstruktur för bolag sett från både ”trade-off” teorin och ”pecking-order” teorin. Han modifierar sedan båda teorierna kring informationsasymmetri och kommer fram till den modifierade ”pecking-order” teorin. Det som skiljer sig med denna teori är att asymmetrisk information och konkurskostnader

implementeras. Innebörden blir att för ett olönsamt företag ökar konkurskostnaderna när företag rör sig uppåt i ”pecking-order” listan. Dessutom ökar risken för att positiva NPV-projekt ska förkastas, vilket innebär en ytterligare kostnad.

### *Industriell organisationsbaserade teorier*

För att se om ett företags finansiella struktur har någon koppling med dess strategi för produktmarknader skapar Brander och Lewis (1986) en modell baserad på sekventiell spelteori. Modellen går ut på att ett beslut i den första sekvensen påverkar beslutet i den andra sekvensen genom att jämvikten förändras. Rent konkret betyder det att ett beslut om företagets kapitalstruktur påverkar jämvikten i företagets produktmarknad. Den förutseende ledningen kan använda sig av denna kunskap för att ta de finansiella beslut som påverkar produktmarknaden i företagets favör. Problemet som författarna av artikeln beskriver är att de beslut som finns tillgängliga är helt och hållet baserade på underprissättning. Det innebär att om samtliga aktörer på produktmarknaden använder de strategierna blir nettoeffekten negativ. Däremot kan ett enskilt företag inte underlåta sig att använda sig av en strategi, eftersom det hade inneburit att det enskilda företaget får ta en större del av de negativa effekterna, till de andra företagens fördel.

Användningen av finansiella strategier för att påverka sin produktmarknad gör att produktmarknaden och den finansiella strukturen blir närmare alignerad. Det skapar en strukturell skillnad mellan olika branscher gällande kapitalstrukturen. Därför bör det gå att observera en systematisk skillnad i nivåer på skuldsättning och också en skillnad i hur mycket olika faktorer påverkar skuldsättningen. Det har Bradley, Jarrell och Kim (1984) bekräftat i en empirisk studie.

Som en kostnad för skuldfinansiering tar forskare ofta upp den direkta kostnaden för konkurs. I ett försök att utvidga denna syn väljer Titman (1984) att bortse från de direkta kostnaderna och istället fokusera på en indirekt kostnad. Titman visar hur ett företags beslut att likvidera medför en kostnad för företagets kunder. Det är särskilt framstående inom bilindustrin eftersom en konkurs leder till svårigheter att få service för sin bil. Eftersom företagets kunder antas vara rationella kan de ta hänsyn till denna kostnad i ett operationellt bolag, genom att betala lägre priser för varor där en sådan risk finns.

Titman (1984) hävdar att ett företag har ett optimalt tillfälle att likvideras. Det tillfället inträffar när likvidationspriset av företagets tillgångar minus den kostnad som läggs på företagets kunder överträffar värdet av att fortsätta driften av företaget. Problemet med en

policy som tillämpar denna syn på ett optimalt likvidationstillfälle är att en sådan policy är tidsinkonsekvent. Det innebär att en sådan policy är optimal före en transaktion med en kund, men vid ett framtida tillfälle då företaget är försatt i konkurs är transaktionen med kunden redan gjord och policyn är inte längre optimal. Det som är optimalt i konkursläget är istället att likvidera när likvidationspriset på tillgångarna överträffar värdet av att fortsätta driften. För att ett företag ska tillämpa sin optimala likvidationspolicy krävs det att företag på något sätt tvingas att i framtiden följa policyn. Det kan göras genom att kontraktuellt förbinda sig till ett visst tillvägagångssätt. Titman visar dock ett annorlunda alternativ, nämligen att använda sig av kapitalstrukturen.

Företagets skuldägare har prioritet på betalningar vid likvidation och kommer därför att vara mer villiga att likvidera företaget. Genom att öka värdet på skulderna ökar andelen av betalningar som går till skuldägare och därmed minskas aktieägarnas vilja att genomföra en likvidation. När värdet på skulden överträffar likvidationsvärdet på företaget kommer aktieägarna aldrig att välja likvidation. Företaget likvideras om skuldägarna övertar kontrollen av bolaget, vilket de gör vid en konkurs. På grund av aktieägarnas ovilja till likvidation kan företaget närma sig den optimala likvidationspolicyn genom sin kapitalstruktur. Det innebär en skillnad mellan branscher där företagslikvidationer innebär en kostnad för kunderna och branscher utan denna kostnad. En faktor som kan påverka storleken på kostnaden för kunden är om det likviderade bolaget är unikt, eller om kunden har likartade alternativ.

Hypotes 7: Företagets unikheter har ett negativt samband med dess skuldsättningsgrad

Sarig (1998) undersöker en annan av företagets intressenter, de anställda. Genom att låta kompensationen till de anställda stå som en förklarande faktor till företagets skuldsättning vill Sarig visa hur de anställdas förhandlingsposition påverkas av företagets skuldsättning. Eftersom företag med hög skuldsättning löper en större risk att gå i konkurs om en förhandling med en leverantör av en produktinsats, som arbetskraften, misslyckas har de anställda ett bättre förhandlingsläge i sådana företag. Det innebär att lönerna är högre i företag med hög skuldsättning. Det som är signifikant i avgörandet av kompensationsnivån är hur bra förhandlingsläge de anställda har och förhandlingsläget för de anställda förbättras om de är fackligt organiserade eller specialiserade. Det skapar en strukturell skillnad mellan olika branscher beroende på förekomsten av specialiserad personal och graden av facklig organisation.

Titman och Wessels (1988) gör i en studie en utökad analys av de förklarande faktorerna bakom kapitalstrukturvalet. Författarna använder sig av flera av de tidigare presenterade teorierna. Med hjälp av en faktor-analysmetod testar de bland annat en unikhetshypotes genom att undersöka företags forskning och utvecklingskostnader, vilket inte hade undersökts innan denna studie. Risk i form av företagens rörelseresultatsvolatilitet testas också. Även om företagets risk inte har en särskild teori kopplad till sig är det enkelt att intuitivt förstå logiken bakom att högre risk minskar andelen skulder på grund av den högre kostnaden för skulden. Mycket i studien konfirmerar Titman (1984) och finner visst stöd för teorierna i Myers och Majluf (1984) och Miller (1977).

Hypotes 8: Företagets risk har ett negativt samband med dess skuldsättningsgrad

**Tabell 2. Sammanfattning av hypoteser**

	<b>Hypotes</b>	<b>Teoriunderlag</b>
H1	Företagets effektiva skattesats har ett positivt samband med dess skuldsättningsgrad	Miller & Modigliani (1963) Scott (1976)
H2	Företagets storlek har ett positivt samband med dess skuldsättningsgrad	Scott (1976) Titman & Wessels (1988)
H3	Företagets investeringsrelaterade skattesköld har ett negativt samband med dess skuldsättningsgrad	DeAngelo & Masulis (1980) Titman & Wessels (1988)
H4	Företagets tillväxtnöjligheter har ett negativt samband med dess skuldsättningsgrad	Jensen & Meckling (1976) Myers (1977) Titman & Wessels (1988)
H5	Företagets tillgångsstruktur har ett positivt samband med dess skuldsättningsgrad	Jensen & Meckling (1976) Myers (1977)
H6	Företagets lönsamhet har ett negativt samband med dess skuldsättningsgrad	Myers & Majluf (1984) Titman & Wessels (1988)
H7	Företagets unikheter har ett negativt samband med dess skuldsättningsgrad	Titman (1984) Titman & Wessels (1988)
H8	Företagets risk har ett negativt samband med dess skuldsättningsgrad	Titman & Wessels (1988)

### **Tidigare empirisk forskning**

För att studera om det finns någon skillnad i kapitalstruktur mellan olika branscher genomför Bradley, Jarrell och Kim (1984) en kapitalstrukturstudie på 25 olika branscher i USA. I studien används mått för volatilitet, investeringsrelaterade skatteskölden och ett mått för reklamspenderande och forsknings- och utvecklingskostnader. Utöver de måtten används en dummyvariabel beroende på vilken bransch företaget tillhör. Författarna når slutsatsen att företagets volatilitet och reklam-, forskning- och utvecklingskostnader har ett negativt förhållande till skuldsättningen, medan investeringsrelaterade skattesköld positivt påverkar skuldsättningen. Vidare påpekas att det finns stora skillnader mellan branscherna, då industridummyvariabeln har en förklaringsgrad på 54 procent. Bortsett från branscher med hög grad av statlig reglering återstår 25 procent av förklaringsgraden.

I studien av Kim (1997) undersöks kapitalstrukturdeterminanterna för restaurangindustrin i USA. Studien testar andelen långfristiga, kortfristiga och totala skulder mot ett antal hypoteser. Kim når slutsatsen att, för det totala skuldmåttet är tillväxtmöjligheter statistiskt signifikant på enprocentnivån. Vidare är lönsamhetshypotesen signifikant på femprocentnivån samt franchising på tioprocentnivån. Alla hypoteser i Kim förväntas utfalla i ett negativt förhållande, vilket också är fallet.

Michaelas, Chittenden & Poutziouris (1999) använder paneldata i en studie för att granska kapitalstrukturen för brittiska små- och medelstora bolag. De använder sig av de tre skuldmåtten andel totala, kortfristiga och långfristiga skulder. Av de variabler de testat mot skuldmåtten finner de att storlek, ålder, lönsamhet, tillväxt, tillväxtmöjligheter, risk, tillgångsstruktur, aktieomsättning och nettoskuldinnehavare signifikanta över alla tre skuldmåtten för små- och medelstora företag i Storbritannien.

Wald (1999) utför en kapitalstrukturjämförelse mellan länder istället för branscher. Dock ställer han hypoteser och använder metoder som är applicerbara för en branschjämförelse. Studien undersöker kapitalstrukturdeterminanter för Frankrike, Tyskland, Japan, Storbritannien och USA. Wald finner att det finns strukturella skillnader mellan länderna som är avgörande för vilka faktorer som är signifikanta för företagets kapitalstruktur.

Sogorb-Mira (2005) genomför en studie av spanska små- och medelstora bolag (SME) där han använder paneldata för att utföra en regression. Med hjälp av regressionen studerar han hur vissa faktorer påverkar kapitalstrukturen över tiden. Han finner alla variabler signifikanta på enprocentnivån då andelen totala skulder mäts mot hypoteserna, samma resultat uppnås



även med endast långfristiga skulder. Vid testet med kortfristiga skulder är inte skatte- eller storlekshypotesen längre signifikanta.

Tang och Jang (2007) gör en kapitalstrukturjämförelse mellan åren 1997 till 2003 för logi- och mjukvarubranschen, där de med hjälp av jämförelsen försöker identifiera logibranschens unika skuldbeteende. För att testa om de två branscherna visar statistiskt olik skuldbeteende utför de ett Chow-test. Resultatet visar att branscherna är olika sett till skuldbeteendet. De finner att endast hypoteserna kring tillväxtnöjligheter och tillgångsstruktur är signifikanta för logibranschen, medan alla hypoteserna är signifikanta för mjukvarubranschen.

**Tabell 3. Summering av signifikanta resultat från tidigare forskning**

Hypotes	BJK	Kim	MCP	SM	TJ
Effektiv skatt				-	
Storlek			+	+	
Risk	-		+		
Lönsamhet		-	-		
Tillväxtnöjligheter		-	+	+	+
Tillgångsstruktur			+	+	+
Skattesköld*	+			-	
Tillväxt			+		
Ålder			-		
Aktieomsättning			+		
Nettoskuldinnehavare			+		
R och F&U**	-				

Tabellen innehåller en summering av signifikanta resultat för olika hypoteser i fem olika studier, med en signifikans på minst fem procent.

**Förklaringar:**

\* = Investeringsrelaterad skattesköld; \*\* = Reklam-, forsknings- och utvecklingskostnader

+ = positivt signifikant utfall av hypotes

- = negativt signifikant utfall av hypotes

BJK: Bradley, Jarrell & Kim (1984); Kim: Kim (1997); MCP: Michaelas, Chittenden & Poutziouris (1999); SM: Sogorb-Mira (2005); TJ: Tang & Jang (2007)

## Metod

*Metodkapitlet redogör för tillvägagångssättet i urvalet av observationer. Vidare behandlas valet av regressionsmodell samt beräkandet av beroende och oberoende variabler. I slutet av kapitlet tas metodproblem upp och hur dessa problem kan behandlas.*

### Metodansats

I den här uppsatsen görs studien helt kring numeriskt observerad data och metodikvalet är därför en kvantitativ studie. Deduktiv härledning är tillvägagångssättet för denna uppsats. Det insamlade datamaterialet består av balansräkningsdata, resultaträkningsdata samt nyckeltalsdata för de företag som ingår i urvalet.

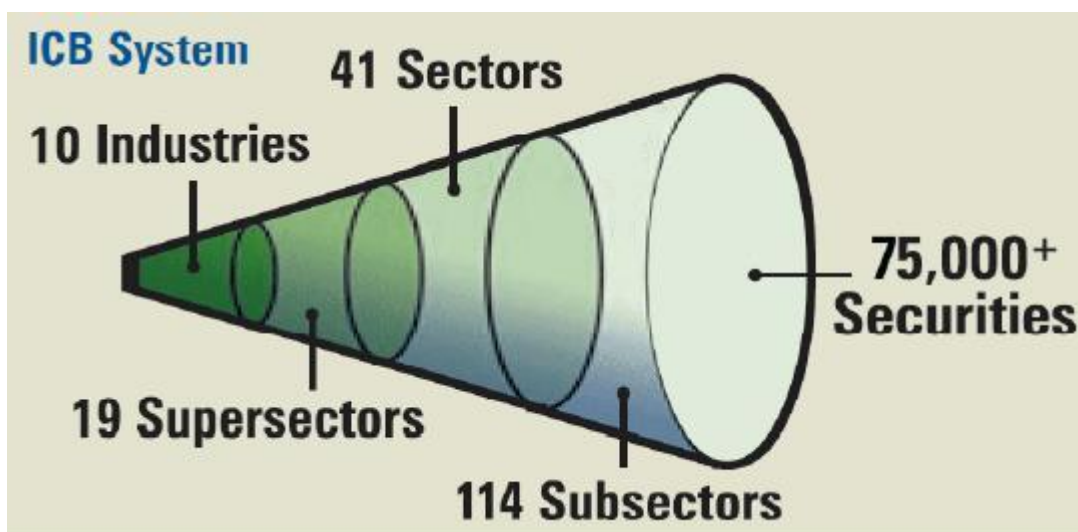
### Jämförelsebransch

En bransch som har likheter med underhållningsbranschen på flera sätt är mjukvarubranschen, som också har mycket sjunkna kostnader och immateriella tillgångar (Ahtiala, 2006; Petkov, 2011; Young, 1998). Därför anser vi att mjukvarubranschen är en bransch med ett mer traditionellt utseende än underhållningsbranschen, även fast den består av mycket immateriella tillgångar. Genom att belägga en skillnad mellan underhållningsbranschen och mjukvarubranschen kan vi konstatera att underhållningsbranschen skiljer sig från traditionella branscher.

### Urval

Urvalet i denna studie är konstruerat för att innefatta samtliga noterade underhållningsföretag på de amerikanska aktiemarknaderna NASDAQ och NYSE. Urvalet konstrueras med hjälp av det i Thompson Reuters Datastream inbyggda industriklassifieringssystemet *Industry Classification Benchmark* (Datastream, 2012; ICBenchmark, 2012). Två av ICBs sektorer är intressanta för denna studie, eftersom de innehåller undersektorer inom underhållningsindustrin. Den första sektorn är fritidsprodukter, som innehåller undersektorn leksaker och spel. Den andra sektorn är media, som innehåller undersektorerna TV- och radiosändning och underhållning, samt bok- och tidningsförlag. Utöver underhållningsbranschen samlas även data in för jämförelsebranschen mjukvaruprodukter. Mjukvaruprodukter är en underkategori till ICB sektorn mjukvaruprodukter.

**Figur 2. ICBs sektorindelning**



Källa: ICBenchmark (2012)

Eftersom Reuters inte har delat in sektorerna i undersektorer i Datastream utförs en manuell indelning i undersektorer på de två sektorerna av intresse. Den manuella indelningen genomförs efter företagets primära affärsområde, med hjälp av NAICS klassificering som finns att tillgå på Morningstar (Morningstar, 2012). Samma manuella indelning med hjälp av NAICS klassificering genomförs på jämförelsebranschen.

### *Data*

De data som används i uppsatsen är i form av sekundärdata. All data som används är insamlad från Morningstars (Morningstar, 2012) databas och är i form av årsredovisning samt nyckeltal för perioden 2002-2010. Händelsefönstret är utvalt för att innefatta både en låg- och högkonjunktur och därför återspegla en hel affärscykel (The National Bureau of Economic Research, 2012). Händelsefönstret består av den sjuåriga perioden 2004-2010, åren 2002-2003 används för att sammanställa en tre-årig volatilitet för rörelseresultatet. Morningstar anses vara en tillförlitlig källa för finansiell information eftersom de är den ledande oberoende investeringsundersökaren i Nordamerika, Europa, Australien och Asien (Morningstar, 2012).

Urvalet består av 86 bolag inom underhållningsbranschen varav 19 inom leksaker och spel, 47 inom TV- och radiosändning och underhållning samt 20 inom bok- och tidningsförlag. Med sju års data genereras 602 observationer. Jämförelsebranschen mjukvaruprodukter består av 89 bolag. I jämförelsebranschen faller tre bolag bort på grund av avsaknad av data. Efter bortfallet återstår 86 bolag, vilket med samma dataperiod genererar 602 observationer. Efter

en justering av saknade observationer utförts återstår det 442 observationer för underhållningsbranschen och 469 observationer för mjukvarubranschen.

### **Paneldataregression**

För att testa de i tidigare kapitel ställda hypoteserna ställs en oberoende variabel för varje hypotes i förhållande till en beroende variabel som representerar företagets kapitalstruktur. I studien används en "Least Squares Dummy Variable" (LSDV) modell för att utföra en paneldataregression, vilken använder "Ordinary Least Squares" (OLS) antaganden för att utföra regressionen. Fördelen med paneldataregressioner är att det går att studera hur ett antal variabler förändras över tid. Dessutom medför en korrekt specificering att flera metodproblem försvinner (Brooks, 2008). LSDV är en standardmodell för paneldataregressioner och har tidigare används av Michaelas, Chittenden och Poutziouris (1999) och Sogorb-Mira (2005). Fördelen med modellen är att det går att ta hänsyn till heteroskedasticiteten inom datamaterialet med hjälp av effekter på tvärsnittet och tidsperioden.

Den regressionsformel som används är:

$$Y = \alpha + \beta_1 SKTT + \beta_2 STOR + \beta_3 AVSK + \beta_4 TVXT + \beta_5 TSTR + \beta_6 LÖN + \beta_7 UNIK + \beta_8 RISK + \varepsilon$$

Där Y motsvarar de tre olika sätt att mäta företagets kapitalstruktur.

#### *Beroende variabeln*

Som beroende variabel i regressionen används företagets skuldsättningsgrad, vilket mäts med tre olika mått. Första måttet är företagets totala skulder genom dess totala tillgångar. Andra måttet är företagets långfristiga skulder genom dess totala tillgångar. Tredje måttet är företagets kortfristiga skulder genom dess totala tillgångar. Skuldsättningsmåten har används i tidigare studier av bland annat Michaelas, Chittenden och Poutziouris (1999) och Sogorb-Mira (2005).

Anledningen till att studera skuldsättningen som ett aggregat samt att dela upp dem efter livslängd är att få en djupare förståelse för företagens kapitalstruktur. Eftersom olika skuld­längd används på olika sätt i företagsfinansiering tillför en uppdelning av skuldmåttet information.

**Tabell 4. Beroende variabler**

Variabel	Beskrivning
Total skuldsättning (TSS)	Totala skulder / Totala tillgångar
Långfristig skuldsättning (LSS)	Långfristiga skulder / Totala tillgångar
Kortfristig skuldsättning (KSS)	Kortfristiga skulder / Totala tillgångar

*Förklarande variabler*

För de åtta ställda hypoteser används åtta olika variabler för att testa huruvida hypoteserna gällande underhållningsbranschens kapitalstruktur går att bekräfta.

Skattevariabeln (SKTT) i den första hypotesen mäter vi som betalda skatter dividerat med resultatet efter finansiella poster. Anledningen till att vi använder oss av en effektiv skattesats är att vi vill undersöka den faktiska effekten av skatteskölden. Eftersom det är den skattesats som bolagen faktiskt betalar som avgör utrymmet för en skattesköld, inte den teoretiska bolagsskatten, är det här tillvägagångssättet nödvändigt. Sogorb-Mira (2005) använder sig av samma metod för att beräkna skattvariabeln i sin studie.

Variabeln som vi använder för att mäta storlek på företag (STOR) definierar vi som naturliga logaritmen av totala tillgångar. Kim (1997), Wald (1999) och Sogorb-Mira (2005) använder samma tillvägagångssätt vid definition av variabeln. Endast summan av totala tillgångar har använts som mått för storlek av till exempel Titman och Wessels (1988), Michaelas, Chittenden och Poutziouri (1999) samt Tang och Jang (2007). Genom att använda sig av den naturliga logaritmen för de totala tillgångarna kontrolleras en potentiell icke-linearitet som kan uppstå på grund av stora skillnader i företagens storlek.

Den investeringsrelaterade skatteskölden (AVSK) definierar vi som avskrivningar dividerat med totala tillgångar. Titman och Wessels (1988), Kim (1997), Michaelas, Chittenden och Poutziouri (1999) samt Wald (1999) använder sig av det måttet i sina kapitalstrukturstudier. Variabeln innefattar inte de förlustavdrag som företag kan använda som substitut till en skuldebaserad skattesköld. Det skapar en snedvridande effekt då det är möjligt att en del av förklaringsförmågan hos hypotesen går miste. Det finns i dagsläget ingen metod för att åtgärda det här problemet, eftersom förlustavdragen redovisas separat i en egen not i

årsredovisningen. Vilken effekt den här problematiken kan ha på hypotesen diskuteras vidare i resultat- och diskussionskapitlet.

Tillväxtmöjligheterna (TVXT) definieras som företagets marknadsvärde dividerat med bokföringsvärdet. Genom variabeln går det att urskilja marknadens förväntningar på företagets värde utöver dagens värde, vilket består av företagets potentiella tillväxtmöjligheter. Tang och Jang (2007) använder sig av samma mått i deras studie. Variabeln för tillgångsstrukturen (TSTR) definieras som nettoeffekten<sup>i</sup> av materiella anläggningstillgångar dividerat med totala tillgångar. Michaelas, Chittenden och Poutziouri (1999), Wald (1999), Sogorb-Mira (2005) och Tang och Jang (2007) använder denna variabel i sina studier.

Lönsamheten (LÖN) definieras vi som rörelseresultatet dividerat med totala tillgångar. Samma variabel används av Titman och Wessels (1988), Kim (1997), Michaelas, Chittenden och Poutziouri (1999), Wald (1999), Sogorb-Mira (2005) och Tang och Jang (2007) i deras kapitalstrukturstudier. För variabeln unikhet menar Titman och Wessels (1988) att unikhet (UNIK) i en bransch kan mätas som forskning och utveckling dividerat med försäljning, vi väljer därför att använda det måttet.

Risk (RISK) definieras vi som standardavvikelsen av de senaste tre årens rörelseresultat, satt i relation till försäljning. Kim (1997) och Tang och Jang (2007) använder sig av ett treårigt medeltal av standardavvikelsen i företagets rörelseresultat men sätter det inte i relation till något. Wald (1999) sätter det istället i relation till totala tillgångar. Eftersom försäljning är ett resultatmått anser vi det ger ett bättre resultat att sätta variabeln i relation till försäljningen än tillgångar.

---

<sup>i</sup> materiella anläggningstillgångar minskade med ackumulerad avskrivning

**Tabell 5. Förklarande variabler**

Hypotes	Variabel	Beskrivning
H1:	Effektiv skattesats (SKTT)	Betalda skatter / Resultat efter finansiella poster
H2:	Storlek (STOR)	Naturliga logaritmen av totala tillgångar
H3:	Investeringsrelaterad skatteskuld (AVSK)	Avskrivningar / Totala tillgångar
H4:	Tillväxtmöjligheter (TVXT)	Marknadsvärde / Bokfört värde
H5:	Tillgångstruktur (TSTR)	Materiella anläggningstillgångar / Totala tillgångar
H6:	Lönsamhet (LÖN)	Rörelseresultat / Försäljning
H7:	Unikhet (UNIK)	Forskning- och utvecklingskostnader / Försäljning
H8:	Risk (RISK)	Standardavvikelsen av tre års rörelseresultat / Försäljning

**Chow-test**

För att undersöka om det går att konstatera en statistisk skillnad mellan underhållningsbranschen och jämförelsebranschen mjukvaruprodukter genomförs ett Chow-test (Brooks, 2008). Chow-testet är framtaget för att upptäcka om det finns en strukturell skillnad i ett datamaterial, antingen på tidsaxeln eller i form av strukturellt olika undergrupper. Genom att genomföra en sammanslagen regression för båda branscherna och sedan en separat för varje bransch går det att med testet upptäcka om branscherna strukturellt skiljer sig från varandra.

Formeln för Chow-testet är:

$$\text{testvärde} = \frac{RSS - (RSS_1 + RSS_2)}{RSS_1 + RSS_2} \times \frac{T - 2k}{k}$$

Där:

RSS = summan av de kvadrerade residualerna

RSS<sub>1</sub> = summan av de kvadrerade residualerna i undergrupp 1

RSS<sub>2</sub> = summan av de kvadrerade residualerna i undergrupp 2

T = antal observationer

$k$  = antal regressorer i den 'ohämmade' regressionen

Nollhypotesen är att båda undergrupperna är strukturellt lika. Om testvärdet är större än det kritiska värdet från F-distributionen ska nollhypotesen förkastas.

## **Metodproblem**

### *Validitet*

Det är viktigt att beakta den effekt som användandet av företagets egen redovisning har på resultatet. Snedvridningar kan uppstå på grund av skillnader i företagets redovisning. Dessutom är redovisningen statisk i det hänseende att den endast reflekterar en ögonblicksbild av situationen i företaget och på ett begränsat antal poster. Det finns även en risk för att företagets redovisning utsätts för manipulation, vilket kan skapa en snedvriden bild av bolagets situation. I en studie som genomförs utanför ett företag är datamaterialet begränsat till de sekundärdata som finns tillgänglig. De data som används är dessutom utav samma sort som data i många tidigare forskningsrapporter.

### *Reliabilitet*

För att utföra regressionen använder vi oss av regressionsmodellen LSDV ("Least Squares Dummy Variable") för att estimerar regressionskoefficienter, vilken är baserad på OLS ("Ordinary Least Squares") metoden. Om de antaganden som OLS bygger på håller är resultatet en konsistent, inte skev och effektiv regression (Brooks, 2008). Därför är det viktigt att datamaterialet testas för att se om antagandena håller. Ifall antagandena inte håller är det viktigt att vissa åtgärder genomförs för att korrigera datamaterialet.

Det första antagandet är att medelvärdet av alla feltermerna är noll. Om regressionen innehåller ett intercept är det antagandet uppfyllt, eftersom linjen dras så att det förhållandet uppstår. Det andra antagandet är att variationen ska vara konstant. Om variationen inte är konstant uppstår heteroskedasticitet. För att upptäcka heteroskedasticitet genomförs ett manuellt BPG test på regressionerna, vilket resulterar i att heteroskedasticitet upptäcks. För att åtgärda det problemet används robusta standardfel med hjälp av White-metoden. Det tredje antagandet är att kovariansen mellan feltermerna, autokorrelationen, är noll över tidperioden och mellan tvärsnitten. Genom att använda en paneldataregression åtgärdas problemet med autokorrelation över tidsperioden, eventuell residuell autokorrelation åtgärdas genom att effekter införs på tvärsnittet. Det fjärde antagandet är att estimatorn är icke-stokastisk. Om det



första antagandet håller går det att skriva om det fjärde så att det implicerar en icke-stokastisk estimator. Det femte antagandet är att residualerna är normalfördelade. För att testa det använder vi oss av det inbyggda Bera-Jarque (BJ) testet. BJ-testet visualiseras med hjälp av ett histogram, samt innehåller ett probabilitetsvärde. Resultatet är att icke-normalitet kan avfärdas med hjälp av probabilitetsvärdet. Utöver de fem antaganden som testas är det viktigt att testa för multikorrelation. Det görs eftersom att värdet på en regressionskoefficient inte ska signifikant påverka värdet på en annan. En korrelationsmatris presenteras i följande kapitel, vilken avfärdar problematiken kring multikorrelation.

När urvalet av observationer utförs är det viktigt att urvalet representerar den population som ska undersökas. Genom att samla in data för samtliga företag inom de båda branscherna noterade vid NASDAQ och NYSE börserna vill vi uppnå en hög grad av överstämmelse mellan urvalet och populationen. Antalet observationer är 442 inom underhållningsbranschen och 469 inom mjukvarubranschen efter att saknade år och poster har sorterats bort. Dessa observationer sträcker sig över en tidsperiod på sju år. Problemet med metoden är att det finns en risk för att det inte blir representativt, eftersom urvalet begränsas till de bolag som finns noterade vid insamlingstidpunkten. Det problemet uppstår på grund av att det sker avnoteringar, uppköp och likvidationer under tidsperioden. Risken är att urvalet blir skevt på grund av att bara överlevande bolag vid insamlingstidpunkten observeras.

När ett resultat från en studie av ett urval ska generaliseras är det viktigt att ta hänsyn till att det bara är generaliserbart till den population som urvalet har hämtas från (Bryman och Bell, 2005). Det innebär för den här studien att resultatet av undersökningen endast går att tillämpa på noterade underhållningsbolag. Även bolag som inte primärt ägnar sig åt underhållningsindustrin står utanför populationen och kan därför inte inkluderas i slutsatsen. Genom att avgränsa analysen till att endast beskriva noterade underhållningsbolag undviker vi effekten av skevhet på grund av urvalsmetod. Problemet med den metoden är att nyttan av studiens resultat minskar. Det är svårt att undgå på grund av problematiken i att samla in tillförlitlig data för privata bolag.

De data som har samlats in kommer från Morningstar ([www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)), vilket är ett företag verksamt inom aktieanalys. Morningstar är ett verktyg som tillämpas av många finansiella aktörer och får därför anses vara en tillförlitlig källa.

Analysen av datamaterialet sker i ekonometriprogrammet Econometric Views (EViews). Programmet är vanligt inom finansiell forskning och behandlas av Brooks (2008) i en bok om finansiell ekonometri. Därför anses det vara lämpligt och tillförlitligt.

## Resultat och Analys

I det här kapitlet presenterar vi studiens resultat vilket analysers och diskuteras. I den första delen presenterar beskrivande statistik över variablerna. Sedan utförs ett så kallat Chow-test för att se om det finns någon skillnad mellan studiens branscher. Efter det testet presenteras regressionen och dess resultat visas i en tabell. Sist i kapitlet sker en längre diskussion och analys av hypotesernas utfall.

### Deskriptiv statistik

Innan resultatet av regressionen presenteras utförs en analys av den deskriptiva statistik som beskriver strukturen på regressionsvariablerna i de båda branscherna och sammanlagt. En studie av urvalet resulterar i följande statistik:

**Tabell 6. Deskriptiv statistik över skuldmåtten och hypoteserna.**

	Sammanlagt			Underhållning			Mjukvaruprodukter		
	Medel	Std. Av.	Obs.	Medel	Std. Av.	Obs.	Medel	Std. Av.	Obs.
TS	0,48	0,25	911	0,53	0,26	442	0,42	0,26	469
LS	0,23	0,25	911	0,34	0,27	442	0,12	0,27	469
KS	0,25	0,16	911	0,19	0,15	442	0,30	0,15	469
SKTT	0,22	0,51	911	0,25	0,58	442	0,20	0,58	469
STOR	6,42	2,23	911	7,25	2,10	442	5,63	2,10	469
AVSK	0,06	0,07	911	0,07	0,09	442	0,04	0,05	469
TVXT	3,88	5,55	911	3,26	6,21	442	4,45	6,21	469
TSTR	0,10	0,11	911	0,15	0,14	442	0,06	0,14	469
LON	0,02	0,20	911	0,01	0,23	442	0,03	0,23	469
UNIK	0,10	0,11	911	0,03	0,06	442	0,17	0,06	469
RISK	0,14	0,30	911	0,17	0,36	442	0,11	0,36	469

TS: Andel totala skulder; LS: Andel långfristiga skulder; KS: Andel kortfristiga skulder  
 SKTT: Effektiv skattesats; STOR: Naturliga logaritmen av totala tillgångar; AVSK: Avskrivningar genom totala tillgångar; TVXT: Marknadsvärde genom bokvärde; TSTR: Materiella anläggningstillgångar genom totala tillgångar; LON: Rörelseresultat genom försäljning; UNIK: Forsknings- och utvecklingskostnader genom försäljning; RISK: Standardavvikelsen av tre års rörelseresultat.

Sammanlagt utgörs 48 procent av båda branschernas finansiering av skulder (TS), med en jämn fördelning mellan 23 procent långfristiga skulder (LS) och 25 procent kortfristiga skulder (KS). Det går att se en tydlig strukturell skillnad i skuldfinansieringen mellan branscherna. Totalt skiljer sig den totala skuldfinansieringen med 11 procentenheter, då underhållningsbranschen har 53 procent totala skulder mot mjukvarubranschens 42 procent. Också strukturen på skulderna visar en strukturell skillnad mellan de olika branscherna. Underhållningsbranschen finansieras till stor del av långfristiga skulder, 34 procent jämfört

med 19 procent kortfristiga. Mjukvarubranschen har ett omvänt förhållande där de till 30 procent finansieras av kortfristiga skulder, med endast 12 procent långfristiga skulder. Givet det omvända förhållandet i frågan om skuldernas längd och en stor skillnad i mängden av skulder, går det att konstatera en skillnad i kapitalstruktur mellan de båda branscherna.

Den effektiva skattesatsen (SKTT) är över båda branscherna 22 procent. Anledningen att den effektiva skattesatsen är lägre än den Amerikanska effektiva bolagsskatten på 29,2<sup>1</sup> procent är att många bolag inte går med vinst, vilket återspeglas i lönsamheten. Däremot är det inte den mer lönsamma mjukvarubranschen som har den högre effektiva skattesatsen. Underhållningsbranschen betalar i genomsnitt en effektiv skattesats på 25 procent, att jämföra med mjukvarubranschens 20 procent.

När det gäller bolagen i urvalets storlek (STOR) visar statistiken att inom urvalet är det genomsnittliga bolaget i underhållningsbranschen större än det i mjukvarubranschen. Det kan bero på att det endast är de stora underhållningsbolagen som kan genomföra en börsnotering, medan det är lättare för ett litet idédrivet mjukvaruföretag att noteras.

Den investeringsrelaterad skatteskuld (AVSK) är jämn över båda branscherna. Det skiljer sig tre procentenheter mellan underhållningsbranschens sju procent och mjukvarubranschens fyra procent. Det kan te sig förvånande då underhållningsbranschen sitter på en mycket större del materiella anläggningstillgångar, vilka genererar avskrivningar.

Tillväxtmöjligheter (TVXT) visar hur mycket av bolagets marknadspris som består av framtida värden. Mjukvarubranschen är den bransch med högre antal tillväxtmöjligheter, med en multipel på 4,45 jämfört med underhållningsbranschens 3,26. Eftersom det bokförda värdet på bolaget exkluderar immateriella tillgångar, påverkar tillgångsstrukturen företagets tillväxtmöjligheter. Det sambandet är däremot inte substantiellt, vilket går att se i korrelationsmatrisen i nästa avsnitt.

Tillgångsstrukturen (TSTR) är ytterligare ett mått där det går att se en strukturell skillnad mellan branscherna. Underhållningsbranschens tillgångar består av 15 procent materiella anläggningstillgångarna, jämfört med mjukvarubranschens 6 procent. Det beror till stor del på vissa sorters underhållningsbolag som kabeltevebolag och publiceringsbolag. En stor del av kabeltevebolagen balansräkning består av de kabelnät de äger för att kunna överföra TV-

---

<sup>1</sup> Den Amerikanska skattesatsen är 39,2 procent när både federala och statliga skattesatser är inräknade. Kryphål och specialbehandling för vissa branscher leder till att den effektiva skattesatsen är 29,2 procent. (CNN, 2012)

sändningar till sin kund. Publiceringsbolagen äger mycket maskineri som behövs för att kunna trycka upp tidningar och böcker. Mjukvarubranschen drivs med större del av immateriella tillgångar.

Det går att konstatera att lönsamheten (LÖN) i båda branscherna är låg. Genomsnittet för båda branscherna ihop är endast 2 procent. Underhållningsbranschen är dock mindre lönsam än mjukvarubranschen. Det är värt att konstatera att lönsamheten påverkas mycket av bolag med negativt resultat och skillnaden är stor mellan lyckade och misslyckade bolag. En standardavvikelse på 20 procent för branscherna ihop avslöjar att resultaten kretsar ganska långt ifrån medeltalet.

Unikhetsfaktorn (UNIK) visar en signifikant skillnad mellan branscherna då underhållningsbranschen endast har 3 procent unikheter jämfört med mjukvarubranschens 17 procent. Faktorn går att koppla till tillgångsstrukturen då unikheten mäts i form av forskning och utvecklingskostnader vilket är ett steg i utvecklandet av immateriella kostnader. Då unikheter inom underhållningsbranschen främst ligger på projekt nivå är faktorn rättvisande. Företaget bakom själva underhållningsprodukten är av mindre vikt än produkten i sig vid konsumtion av underhållningsvaror.

Riskmålet (RISK) i urvalet återspeglar de ursprungliga branschfaktorerna som togs upp i inledningstycket. Underhållningsbranschen har en 6 procentenheter högre risk än mjukvarubranschen. En anledning till det kan vara de unika osäkerhetsfaktorerna som finns i underhållningsbranschen. Ett underhållningsbolag som släpper en succéproduktion ett år för att sedan plana ut får en ökad risk då det mäts som volatiliteten i rörelseresultatet.

### **Korrelationsmatris**

Nedan presenteras en korrelationsmatris för de båda branscherna gemensamt. Eftersom Chow-testet utförs på både de separata regressionerna och en gemensam regression är det viktigt att testa samtliga regressioner för multikollinearitet. Korrelationsmatriserna för de branschvisa regressionerna återfinns i bilaga 1.

**Tabell 7. Gemensam korrelationsmatris för båda branscherna.**

	TS	LS	KS	SKTT	STOR	AVSK	TVXT	TSTR	LON	UNIK	RISK
TS	1,000										
LS	0,801	1,000									
KS	0,324	-0,303	1,000								
SKTT	0,021	0,093	-0,114	1,000							
STOR	0,126	0,365	-0,368	0,166	1,000						
AVSK	0,193	0,006	0,301	-0,025	-0,161	1,000					
TVXT	0,236	0,067	0,272	-0,057	-0,039	0,059	1,000				
TSTR	0,277	0,359	-0,122	0,071	0,184	0,066	-0,036	1,000			
LON	-0,179	-0,100	-0,128	0,150	0,209	-0,295	0,017	-0,067	1,000		
UNIK	-0,194	-0,373	0,282	-0,121	-0,300	-0,098	0,142	-0,334	-0,176	1,000	
RISK	0,074	0,139	-0,100	-0,065	-0,052	0,006	0,039	0,066	-0,358	0,028	1,000

TS: Andel totala skulder; LS: Andel långfristiga skulder; KS: Andel kortfristiga skulder  
 SKTT: Effektiv skattesats; STOR: Naturliga logaritmen av totala tillgångar; AVSK: Avskrivningar genom totala tillgångar; TVXT: Marknadsvärde genom bokvärde; TSTR: Materiella anläggningstillgångar genom totala tillgångar; LON: Rörelseresultat genom försäljning; UNIK: Forsknings- och utvecklingskostnader genom försäljning; RISK: Standardavvikelsen av tre års rörelseresultat.

Den högsta korrelationen som återfinns i matrisen är 0,801 mellan andelen totala skulder (TS) och andelen långfristiga skulder (LS). Eftersom de båda är beroende variabler och därför testas med separata ekvationer innebär det inte ett problem. Utöver de beroende variablerna är det ingen korrelation som är hög nog att innebära något problem. Det gäller även för de separata regressionerna i bilaga 1.

### Chow-test

I den deskriptiva statistiken har en viss strukturell skillnad mellan de båda branscherna kunnat observeras. Däremot är det inte de absoluta värdena på variablerna som är avgörande för om finansieringen skiljer sig mellan branscherna. Det som är avgörande är hur varje enskild variabel påverkar kapitalstrukturen i bolaget. Genom att formellt belägga en skillnad i vad som avgör ett företags skuldsättning går det att visa att de båda branschernas finansiering skiljer sig.

Chow-testet utförs på regressionerna för företagets skuldsättning med ekvationen:

$$\text{testvärde} = \frac{RSS - (RSS_1 + RSS_2)}{RSS_1 + RSS_2} \times \frac{T - 2k}{k}$$

För företagets totala skuldsättning (TSS) resulterar det i testvärdet 3,84. Testvärdet är över det kritiska värdet i F-distributionen, vilket är 1,94. F-distributionens kritiska värde är hämtat ur Brooks (2008) för fem procents signifikans med åtta frihetsgrader för täljaren samt 895

frihetsgrader för nämnaren. Chow-testet utförs även för företagens två andra skuldmått, vilket resulterar i ett testvärde på 1,43 för den långfristiga skuldsättningen (LSS) samt 6,81 för den kortfristiga skuldsättningen (KSS). Eftersom det kritiska värdet är det samma för båda ekvationerna betyder det att Chow-testet inte är signifikant för den långfristiga skuldsättningen. Däremot är Chow-testet för den kortfristiga skuldsättningen signifikant.

$$3,84 = \frac{15,96 - (8,84 + 6,59)}{8,84 + 6,59} \times \frac{911 - 2 * 8}{8}$$

Slutsatsen som går att dra av resultatet är att för både den totala skuldsättningen och för den kortfristiga skuldsättningen är regressionskoefficienterna så pass olika att det finns en fördel i att genomföra separata regressioner. Det gäller inte för den långfristiga skuldsättningen. Regressionskoefficienterna motsvarar olika delar av kapitalstrukturteorin, resultatet blir att de olika teorierna har olika förklaringsgrad för branscherna. Däremot går det inte att dra några slutsatser om teorin stämmer eller inte, eftersom testet genomförs på i vilken grad teorielementen förklarar kapitalstrukturen. Teorin kan fortfarande stämma på båda branscherna, men i olika grad.

Det finns ett flertal förklaringar till varför det går att se en strukturell skillnad i kapitalstruktur mellan två olika branscher. Inom industriell organisation riktas förklaringen mot ett företags input- och outputmarknad samt dess strategi. Sarig (1998) lyfter fram en aspekt som påverkar framförallt filmindustrin, men även andra delar av underhållningsbranschen, markant. En avgörande faktor bakom kapitalstrukturen är enligt honom de anställdas förhandlingsläge. Genom en bättre förhandlingsposition tvingas företagen att i större grad acceptera de anställdas villkor, vilket leder till en mindre andel skulder. Förhandlingspositionen för de anställda inom filmbranschen är väldigt stor då stora agenturer styr all personal, från organisationer för snickare till organisationer för manusförfattare. Ett exempel på makten hos dessa organisationer är den 100 dagars strejk som manusförfattare i hela USA anordnade mellan oktober 2007 och februari 2008, vilken avstannade all nyproduktion av film och tv-serier.

En ytterligare faktor, utöver facklig organisation, är de anställdas kompetens. Högre kompetens leder till en större kostnad i att ersätta en anställd. En indikator på kompetens i mer traditionella branscher är nivån av forskning och utveckling inom företaget. Här går det att se i tabell 6 under unikheter (UNIK) hur mjukvarubranschen överträffar underhållningsbranschen. Därför bör kompetensfaktorn bidra ytterligare till en skillnad mellan branscherna. Tyvärr

innefattar måttet inte alla sorters kompetens. Kompetens inom underhållningsbranschen anknyter mer till A-lista/B-lista faktorn. En välkänd skådespelare, musiker eller annan sorts artist är ofta helt avgörande för ett underhållningsprojekt. Det ger dem en stor maktfaktor i förhandlingsläget med företaget, vilket i sig ökar risken i projektet. Resultatet blir en skillnad mellan branscherna i måttet av kompetens, men också i graden av påverkan. Denna effekt går att dra som parallell till alla branscher som använder forskning och utveckling som proxy för kompetensnivån inom branschen.

Marknaden för företagets produkter har även stor vikt för utformandet av kapitalstrukturen enligt Brander och Lewis (1986). Eftersom olika produktmarknader kräver olika strategi uppstår skillnader mellan branscher. Inom underhållningsbranschen är marknadsföringen av ens produkt essentiell. Det är vanligt med stora evenemang kring lanseringen av nya produkter, till exempel röda mattan evenemang vid filmpremiärer. Inom musikindustrin kombineras nya skivsläpp ofta med en omfattande turné för att skapa medvetenhet och publicitet kring den nya produkten. Också spelindustrin har börjat få mer och mer utrymme i det offentliga mediet, med recensioner i traditionella nyhetsmedier och reklamutrymme under bästa sändningstid. Det sättet som en ny produkt framförs på marknaden skiljer sig markant mellan de båda branscherna. När Microsoft släpper en ny version av Office, eller när SAP ger ut ett nytt redovisningsprogram är marknadsföringen begränsad till vissa kretsar. De olika sätten att marknadsföra en produktlansering är bara exempel på hur produktmarknaden behandlas olika i olika branscher.

Att det finns en skillnad i vad som avgör kapitalstrukturen har Bradley, Jarrell och Kim (1984) visat, då en industridummy visade sig förklara 25 procent av kapitalstrukturen, efter att reglerade branscher plockats bort. Slutsatsen av Chow-testet och den ovanstående diskussionen är att det finns en fördel i att betrakta de båda branscherna som strukturellt åtskilda. Därmed går det också att belägga en skillnad emellan underhållningsbranschen och traditionella branscher.

### **Regression**

Eftersom vi nu har konstaterat att de båda branscherna är strukturellt åtskilda går vi nu vidare med att studera underhållningsbranschen på djupet. För att undersöka om den traditionella teorin går att applicera på branschen, genomförs nu den regression som beskrivs i metodavsnittet. Nedan följer den ekvation som används för att genomföra regressionen, samt dess resultat. Regressionen innehåller dummyvariabler för tvärsnittet och White-justerade



standardfel för tidsperioden för att motverka problem med heteroskedasticitet. Ekvationen som används för att genomföra regressionen är följande:

$$Y = \alpha + \beta_1 SKTT + \beta_2 STOR + \beta_3 AVSK + \beta_4 TVXT + \beta_5 TSTR + \beta_6 LÖN + \beta_7 UNIK + \beta_8 RISK + \varepsilon$$

Där Y motsvarar de tre olika skuldmått: TSS, LSS och KSS.

**Tabell 8. Regressionsresultat.**

	TSS			LSS			KSS		
	Koefficient	(t-värde)		Koefficient	(t-värde)		Koefficient	(t-värde)	
SKTT	0,007	(2,002)		0,006	(2,581)	*	0,000	(0,061)	
STOR	-0,130	(-4,782)	*	-0,056	(-1,987)	**	-0,072	(-7,198)	*
AVSK	0,030	(0,218)		-0,100	(-0,914)		0,153	(1,797)	***
TVXT	0,002	(1,132)		0,003	(1,381)		-0,001	(-1,397)	
TSTR	0,236	(1,654)	***	0,184	(2,116)	**	0,075	(0,976)	
LÖN	-0,117	(-3,683)	*	-0,053	(-1,871)	***	-0,066	(-3,128)	*
UNIK	-0,786	(-1,549)		-0,435	(-1,110)		-0,368	(-2,419)	**
RISK	0,016	(0,586)		0,043	(1,339)		-0,019	(-1,231)	
R <sup>2</sup>	0,802			0,841			0,820		
Adj R <sup>2</sup>	0,751			0,800			0,778		
F-värde	15,796			20,589			19,421		
Probabilitet	0,000			0,000			0,000		
Observationer	422			422			422		

Signifikansnivåer: \* = 1 % \*\* = 5 % \*\*\* = 10 %

TSS: Total skuldsättning; LLS: Långfristig skuldsättning; KSS: Kortfristig skuldsättning

SKTT: Effektiv Skattesats; STOR: Storlek; AVSK: Investeringsrelaterad skattesköld; TVXT: Tillväxtpotentialer; TSTR: Tillgångsstruktur; LON: Lönsamhet; UNIK: Unikhet; RISK: Risk.

Det finns en nytta i att undersöka hur väl anpassad regressionen är till det datamaterial som används. Det som undersöks då är hur väl de oberoende variablerna förklarar variationen i Y-värdet, vilket mäts med hjälp av ett R<sup>2</sup>-värde. Det är inte synonymt med hur väl regressionen beskriver det faktiska förhållandet, men visar på koefficienternas sammanlagda förklaringsvärde för den beroende variabeln. Eftersom R<sup>2</sup> värdet per definition ökar för varje ytterligare variabel som tilläggs används även det justerade R<sup>2</sup> värdet (Adj R<sup>2</sup>), som inkluderar effekten av förlorade frihetsgrader (Brooks, 2008). Våra regressioner har ett R<sup>2</sup>-värde som ligger mellan 0,802 och 0,841 vilket innebär att modellen stämmer väl överens med datamaterialet. Också det justerade värdet är högt, mellan 0,751 och 0,800.

**Tabell 9. Förväntade och faktiska tecken för samtliga skuldsättningsmått.**

Hypotes	Förväntat tecken	Faktiskt tecken		
		TSS	LSS	KSS
H1: SKTT	+	(+)	+	(+)
H2: STOR	+	-	-	-
H3: AVSK	-	(+)	(-)	+
H4: TVXT	-	(+)	(+)	(-)
H5: TSTR	+	+	+	(+)
H6: LÖN	-	-	-	-
H7: UNIK	-	(-)	(-)	-
H8: RISK	-	(+)	(+)	(-)

Icke signifikanta hypoteser inom parentes (+) och (-)

#### *Skattebaserade hypoteser*

Skattehypotesen (SKTT) utfaller positivt över alla tre skuldmåtten, i linje med det förväntade tecknet. För långfristiga skulder är det signifikant på enprocentnivån, men icke signifikant för andelen totala eller kortfristiga skulder. Teorierna kring skuldernas skattesköldseffekt är centrerade kring en långsiktig effekt och kvantifieras i bland annat beräkningen av företagets kapitalkostnad. Därför förefaller det logiskt att signifikansen är lägre när skatteeffekten mäts på det kortsiktiga skuldmåttet. Det är också i linje med vad Sogorb-Mira (2005) fann. Däremot är inte skatter signifikanta för andelen totala skulder i vår studie, vilket det var i hans. Eftersom det bara uppstår ett signifikant resultat i regressionen går hypotesen endast att bekräfta för det långfristiga skuldmåttet.

En anledning till den låga signifikansen för det korta skuldmåttet är att måttet består av totala korta skulder. Det innebär att måttet även inkluderar icke-räntebärande skulder. De skulderna är viktiga att inkludera eftersom företag kan finansiera sin verksamhet med rörelsekapital. Däremot har det ingen skattesköldseffekt, vilket gör att det uppstår en snedvridning i regressionsresultatet.

Resultatet i regressionen visar på att skatter har en väldigt liten effekt på skuldsättningen för underhållningsbranschen. Det kan möjligtvis förklaras av att det är många relativt nystartade företag samt många företag med flera år i följd med förluster. Underhållningsbranschen har en genomsnittlig lönsamhet på endast en procent, vilket går att se i tabell sex. Det är en tydlig indikator på att branschen innehåller många bolag som dras med förluster. Tidigare förluster, tillsammans med avskrivningar skapar alternativa skattesköldar, vilket testas i den tredje

hypotesen. Det är möjligt att det finns ett inverterat samband mellan utnyttjandet av skuldrelaterade skattesköldar och investeringsrelaterade skattesköldar.

Storlek (STOR) förväntas utfalla i ett positivt tecken enligt hypotesen, den utfaller dock negativt över alla mått med signifikant resultat på enprocentnivån för det totala- och det kortfristiga skuldmåttet och signifikant resultat på femprocentnivån för det långfristiga skuldmåttet. Utfallet talar mot teorierna presenterade av Scott (1976). Resultatet visar att underhållningsbranschen skiljer sig från mer traditionella branscher, eftersom ökad storlek inte tillåter företag i branschen att bära mer skulder. Storleksmåttet är till exempel både positivt och signifikant i Michaelas, Chittenden och Poutziouris (1999) och Sogorb-Mira (2005). Hypotesen att ett företags storlek har en positiv relation till dess tillgångsstruktur avfärdas.

Titman och Wessels (1988) presenterar en möjlig förklaring till det negativa utfallet för det kortfristiga skuldmåttet. Enligt dem kan det negativa utfallet reflektera de höga transaktionskostnaderna som små bolag har för att få tillgång till långsiktig skuldfinansiering. Det skulle innebära att företag minskar sin kortfristiga upplåning till fördel för långfristig upplåning när det växer. Dock stämmer det inte överens med resultatet för den långfristiga skuldsättningen.

Sogorb-Mira (2005) ställer förutom en generell storlekshypotes, två storlekshypoteser varav den ena lyder att långfristiga skulder är positivt relaterade till storlek och den andra att kortfristiga skulder är negativt relaterade till storlek. Hade vi i denna studie delat upp hypotesen i samma två delar med samma hypotesställning som Sogorb-Mira (2005) hade kortfristiga skulder varit både med rätt tecken och med signifikans. Bevan och Danbolt (2000) hittar till exempel stöd för att mindre bolag använder mer kortfristig skuldfinansiering än stora bolag.

Storlekshypotesen är kopplad till skattehypotesen eftersom den bygger på den traditionella ”trade-off” teorin. Eftersom storlek minskar kostnaden för finansiell oro förändras den optimala kapitalstrukturen till en med högre skuldsättning. Därför kan det svaga sambandet hos skattehypotesen stå som förklaring till det avvikande resultatet hos storlekshypotesen. Om skatteskölden inte utnyttjas sätts den traditionella ”trade-off” teorin ur spel. Därav kanske andra teorier har högre förklaringsgrad till hur företagens storlek påverkar skuldsättningen.

Friend och Lang (1988) presenterar en teori som stödjer att stora bolag använder mindre skuldfinansiering på grund av att stora bolag har en mer utspädd ägandestruktur och därför mindre kontroll över ledningen. Ledningen kan med mer utrymme för egna beslut då använda sig av mindre skuldfinansiering för att minska konkursrisken för företaget. En potentiell konkurs genererar personliga förluster för ledningen varav incitament för minskad skuldnivå för dem uppstår. Det är en möjlig teoretisk förklaring till att underhållningsbranschens stora företag ej använder större del skuldfinansiering.

Investeringsrelaterade skattesköldar (AVSK) förväntar vi utfalla i ett negativt förhållande, eftersom de skapar ett substitut till skuldrelaterade skattesköldar. Sådant är endast fallet över det långfristiga skuldmåttet, vilket inte är signifikant. Det enda skuldmått som är signifikant är det kortfristiga skuldmåttet, vilket utfaller positivt och är signifikant på tioprocentnivån. En anledning till den bristande signifikansen i måttet kan vara att måttet endast inkluderar effekten av avskrivningar. Eftersom förlustavdrag redovisas i not i företagens redovisning har de inte inkluderats i måttet. Då, som tidigare påpekas, denna effekt möjligtvis har en stor effekt för underhållningsbranschen kan det skapas en snedvridning. Denna brist är påfallande i många tidigare studier vilket framhävs av Titman och Wessels (1988). Titman och Wessels använder en annorlunda metod för att beräkna måttet, men påpekar samtidigt problematiken med att skapa ett mått som innefattar hela effekten av investeringsrelaterade skattesköldar. Senare studier som Michaelas, Chittenden och Poutziouris (1999) och Sogorb-Mira (2005) använder sig av olika varianter av Titman och Wessels metod, men problematiken med förlustavdragen kvarstår.

Det går därför inte att dra några tydliga slutsatser kring DeAngelo och Masulis (1980) teori kring ett företags investeringsrelaterade skattesköld. Det enda signifikanta resultatet motsäger hypotesen om att investeringsrelaterad skattesköld ska agera som substitut till skulder. Eftersom det signifikanta resultatet utfaller på det kortfristiga skuldmåttet, där skattesköldseffekten från första hypotesen är minst signifikant ökar sannolikheten att det finns ett samband däremellan. Titman och Wessels (1988) kunde inte hitta någon signifikant effekt av det investeringsrelaterade skattesköldsmåttet, medan Sogorb-Miras (2005) studie visar stöd för hypotesen.

Med så pass låg signifikans för både den effektiva skattesatshypotesen och denna hypotes, samt det negativa resultatet för storlekshypotesen, går det att ifrågasätta om de traditionella skatteteorierna är applicerbara på underhållningsbranschen. Inom produktion av amerikansk

film och TV-program är subventioner från staten i form av skatterabatter vanliga. Ett exempel på sådana regionala effekter är Vancouver i Kanada där produktionsbolagen förutom skattesubventioner har tillgång till skicklig arbetskraft till ett lågt pris (Christopherson och Rightor, 2009). En del stater, som till exempel Louisiana, har dessutom börjat tillåta försäljning av förlustavdrag för underhållningsbolag. Genom att sälja förlustavdrag till en rabatt, omkring 80 procent, kan det köpande företaget minska sin skatt med 20 procent netto (Christopherson och Rightor, 2009). Genom dessa branschspecifika åtgärder inom underhållningsbranschen skapas en unik situation där förklaringsförmågan för de traditionella teorierna minskar i och med att fler och fler modellantaganden avviker. När skattesatsen är strukturellt avvikande branscher emellan blir det problematiskt att tillämpa generella teorier som är applicerbara över hela ekonomin.

#### *Agentkostnadsbaserade hypoteser*

Hypotesen som är baserad på tillväxtmöjligheter (TVXT) är inte signifikant över något skuldmått och genererar blandade utfall med positivt utfall för andelen totala och långfristiga skulder samt negativt för andelen kortfristiga skulder. Utöver den låga signifikansen för samtliga måtten är också relationen mellan måttet och de olika skuldsättningsgraderna svagt. Den slutsatsen som går att dras om tillväxtmöjligheterna är att de inte verkar ha något inflytande över skuldnivåerna inom underhållningsbranschen. Då många tidigare studier som innefattar måttet har funnit signifikanta resultat är det förvånansvärt att det helt saknar effekt (se tabell 3). Hypotesen har sin grund i teorin om skuldens agentkostnad, vilken främst kretsar kring risken för "asset substitution" (Jensen och Meckling, 1977). Resultatet i regressionen tyder på att kostnaden för "asset substitution" på grund av tillväxt inte har någon effekt inom underhållningsbranschen.

Det tillväxtmått som används är framåtriktat i den bemärkelsen att det innefattar marknadens värdering av framtida tillväxt. En alternativ metod för att mäta tillväxt är att använda ett historiskt mått, som till exempel ett genomsnitt på årliga tillväxttal. Det är möjligt att ett historiskt mått skulle kunna ha en högre signifikans då en marknadsvärdering fluktuerar, vilket kan bidra till störningar. Eftersom endast det framåtriktade måttet har använts i studien går det inte att helt avfärda effekten av att tillväxt har en påverkan på underhållningsbranschens kapitalstruktur. Däremot är resultatet för framtida tillväxt entydigt och hypotesen att framtida tillväxt har en negativ relation till företagets kapitalstruktur avfärdas.

En agentkostnad som är unik för underhållningsbranschen, men som möjligtvis inte innefattas av tillväxtpotentialmålet är kostnaden för konst för konstens skull. Eftersom artisten som mottager en investering är fri att utföra projektet efter egen vilja skapas ett principal-agent förhållande. Agenten är i det fallet artisten och kan ha helt annorlunda mål än investeraren för hur projektet ska slutföras. Eftersom den delen av agentkostnaden inte går att observera, går det inte heller att kvantifiera effekten. Däremot går det inte heller att avfärda risken för agentkostnader på grund av att de inte går att direkt observera.

Hypotesen om tillgångsstrukturen (TSTR) förväntas utfalla positivt, vilket den också gör över alla mått. Signifikant resultat uppnås på tio- respektive femprocentnivån för andelen totala respektive långfristiga skulder. Det kortfristiga skuldmåttet är ej signifikant. En högre nivå av materiella anläggningstillgångar fungerar som en inflationsmotståndig säkerhet för skuldfinansiering enligt Jensen och Meckling (1976). Det innebär lägre räntekostnader och således att mer skuldfinansiering används. Underhållningsbranschen verkar inte vara något undantag utan följer denna teori för andelen totala och långfristiga skulder. Resultatet följer också de teorier som Myers (1977) tar upp. Myers menar att företag med högre andel materiella anläggningstillgångar använder dessa som en försäkring mot informationsasymmetri. Därav ökar företags skuldkapacitet med andel materiella anläggningstillgångar vilket resultatet bekräftar för de långfristiga och totala skuldmåtten.

Kortfristiga skulder har ett icke signifikant positivt förhållande till materiella anläggningstillgångar inom underhållningsbranschen. En förklaring till varför inte signifikans uppnås kan vara att "asset substitution" reduceras eller till och med elimineras av användning av kortfristiga skulder, enligt Leland och Toft (1996). Skuldfinansieringsbeslut tas ofta med hänsyn till "maturity matching"-principen vilket innebär att skuldens löptid paras ihop med tillgångens livslängd. Exempelvis används materiella anläggningstillgångar som säkerhet för långa skulder. "Asset substitution"-problemet uppstår när långsiktiga skulder används av företaget och ägarna eller ledningen ökar risken i företaget och på det sättet flyttar värde från kreditgivarna till ägarna (Leland och Toft, 1996).

#### *Asymmetrisk informationsbaserade hypoteser*

Lönsamheten (LÖN) följer det förväntade negativa utfallet och är signifikant över alla mått. Andelen totala och kortfristiga skulder är signifikanta på enprocentnivån medan långfristiga är signifikant på tioprocentnivån. Det ger stöd för Myers och Majluf (1984) "pecking-order"-teori och visar att inom denna studies ramar kan branschen ej visas skiljande från teorin när

det gäller lönsamhetens påverkan på kapitalstrukturen. Företag i underhållningsbranschen som är lönsamma använder mindre skuldfinansiering och föredrar istället att använda internt genererat kapital vid finansiering av en investering med ett positivt nettonuvärde. Det är samma resultat som bland andra Titman och Wessels (1988) finner stöd för. Hypotesen om att företagets kapitalstruktur står i negativ relation till dess lönsamhet accepteras.

Det går även att dra en parallell mellan ett företags lönsamhet och dess tillgång på fritt kassaflöde. Eftersom lönsamma företag får en större tillgång till fria kassaflöden kan de drabbas av de agentkostnader som är knutna till fritt kassaflöde. Jensen (1986) hävdar att det uppstår problem för företag med stora fria kassaflöden eftersom ledningen använder pengarna slösaktigt. Agentproblemen hos de fria kassaflödena står som motvikt till lönsamhetshypotesen. Det beror på att för att begränsa ledningens slösaktiga spenderande ökar företaget sin skuldsättning och får i och med det ett högre krav på finansiell disciplin, samt övervakning från en långivare. Resultatet i denna studie tyder på att ”pecking-order”-teorin påverkar underhållningsbranschen i större grad än Jensens fria kassaflödesteori.

Hypotesens utfall visar att branschen har problem med informationsasymmetri. Det kan till exempel kopplas till den kreativa faktorn oändlig variation. Eftersom oändlig variation finns för kreativa produktioner kan problem uppstå mellan själva skaparen av produkten och investeraren. En investerare vill investera i en bra kreativ produktion men han kan inte själv avgöra kvaliteten på produktionen eftersom han inte är en del av den kreativa branschen. Inom underhållningsbranschen är det då själva artisten, regissören *et cetera* som är bättre informerad. Det innebär att artisten kan få sitt projekt att förefalla som det investeraren vill ha och på så sätt locka till sig investeringar. Oändlig variation skapar en osäkerhet och bidrar till informationsasymmetri inom branschen.

#### *Industriell organisationsbaserade hypoteser*

Unikheten (UNIK) följer det förväntade negativa utfallet över alla mått, dock är endast ett signifikant resultat uppnått på kortfristiga skulder. Unikhetshypotesen är baserad på Titman (1984) och hans teori om företagets likvideringskostnader. Grunden till hans teori är att ett unikt företag medför större kostnader för sina kunder vid en likvidering, något som diskonteras i priset på företagets varor. Kapitalstrukturen kan då användas som ett redskap för att minska dessa likvidationskostnader. Att ett företags likvidation medför en kostnad för dess kunder inom underhållningsbranschen är däremot tveksamt. Exempel på branscher där det är mer förekommande är till exempel bilindustrin, där en likvidation kan medföra en minskad

andrahandsmarknad och problem med att få service. Några liknande effekter är svåra att finna i underhållningsbranschen. Däremot är unikhetsfaktorn den faktor som har största påverkan på den kortfristiga skuldsättningen, där den är signifikant.

Sogorb-Mira (2005) undersöker en liknande hypotes i sin studie. Han visar på att andelen immateriella tillgångar över totala tillgångar har en signifikant negativ korrelation med kortfristiga skulder. Eftersom forskning och utveckling används för att skapa immateriella tillgångar är det intressant att dra paralleller mellan de båda resultaten. Sogorb-Mira tolkar det som ett resultat av skillnad i tillgångarnas livslängd, då immateriella tillgångar är långa. Alltså går det att återkoppla till tillgångsstrukturen och agentkostnader och inte industriell organisation.

I tabell sex går det att se att variabeln unikheter endast uppgår till 0,03 procent av forsknings- och utvecklingskostnader dividerat på försäljning. Det beror till stor del på att många företag inom underhållning inte redovisar någon forskning och utveckling alls. Det signifikanta resultatet från regressionen på det kortfristiga skuldmåttet tyder på att företag med forskning och utveckling har mycket mindre andel kortfristiga skulder. Eftersom branschen innehåller många olika typer av företag, är det möjligt att denna effekt snarare består av en skillnad mellan typer av bolag än effekten av bolagens unikheter. Titmans (1984) forskning är inom industriell organisation och han menar att hans teorier pekar på att strukturella skillnader mellan olika industrier beror på skillnader i insats- och produktmarknaden.

### *Riskhypotesen*

Riskmåttet (RISK) är inte signifikant över något skuldmått och skiljer sig från det förväntade negativa utfallet för andelen totala och långfristiga skulder. Trots att det långfristiga skuldmåttet inte är signifikant för riskmåttet, tyder det på att trots ökad volatilitet i rörelseresultatet använder företagen mer långfristiga skulder. En större volatilitet i rörelseresultat bör göra företagen mer riskfyllda för skuldfinansiärer. Det måttet som används för risken inom företaget är tyvärr begränsat. För det första innefattar det endast en mät punkt per varje år, eftersom kvartalsvis data saknas. För det andra är måttet begränsat till risk baserat på historisk volatilitet. Det innebär till exempel att företag som har haft en väldigt brant uppgång får ett högre riskvärde på grund av att rörelseresultatet ökat kraftigt under de tre åren som observerats.

I riskmåttet inkluderas inte heller alla de branschspecifika faktorer som nämns i underhållningsbranschkapitlet. Till exempel inom all underhållningsproduktion är tillgång till



kvalificerad arbetskraft essentiellt för att minska risken för ”motley crew” effekten. Bra kontakt med A-listade artister är lika viktigt för att kunna reducera projektrisken. Dessa faktorer har hög påverkan på underhållningsbolagens riskprofil, men är helt uteslutna från det måttet av risk som används i studien. Det kan vara en av huvudanledningarna bakom att det riskmått som används i studien inte är signifikant. Med en stor mängd av uteslutna faktorer och det icke-signifikanta resultat som uppnås, måste man ifrågasätta om volatilitet inom rörelseresultatet är rätt metod för att mäta risk inom branschen.

Värt att nämna är dock att i tidigare studierna har riskmått i form av volatilitet resulterat i blandande resultat. Titman och Wessels (1988) finner ingen signifikant effekt av volatiliteten, Bradley, Jarrell och Kim (1984) finner att volatiliteten har en negativ påverkan, medan Michaelas, Chittenden och Poutziouris (1999) finner en positiv påverkan. Bradley *et al* påpekar i deras studie för att riskmålet ska ha en påverkan krävs att den direkta kostnaden för konkurs är hög. Därför vore en slutledning kring det positiva utfallet på volatilitetshypotesen att den direkta kostnaden för konkurs inom underhållningsbranschen inte är tillräckligt stor för att risken ska påverka kapitalstrukturbeslutet.

## Slutsats och fortsatt forskning

*I det här kapitlet sker en kort överblick över vad studien behandlar och sedan en kortare diskussion av de viktigaste resultaten från denna studie. Diskussionen återkopplar dessutom till uppsatsens frågeställning. Vidare innehåller kapitlet förslag på vidare forskning inom denna studies område.*

### Slutsats

I denna studie ville vi undersöka hur väl teorimaterialet kring ett företags kapitalstruktur förklarar skuldsättningsgradbeslutet i underhållningsbranschen. Anledningen att undersöka det var att se hur väl anpassad teorin är till en bransch som i stor grad skiljer sig från “standardbranschen”. Innan vi började undersöka den delen av problemställningen var vi tvungna att fastställa att underhållningsbranschen faktiskt gick att åtskilja från en mer traditionell bransch.

Det gjorde vi med hjälp av ett Chow-test. Chow-testet visade att för det totala och kortfristiga skuldmåttet skiljer sig faktorernas påverkan av kapitalstrukturen. Anledningen till skillnaden härledde vi ur teori kring industriell organisation. Vi pekade på klara skillnader inom anställningsförhållanden mellan de båda branscherna. Vi kunde också visa hur de olika branscherna behandlade sin produktmarknad olika. Båda dessa faktorer gick att återkoppla till hur underhållningsbranschen är uppbyggd. Därför drog vi slutsatsen att underhållningsbranschens unika egenskaper har tillräckligt stor påverkan för att branschen ska kunna ses som avvikande från traditionell industri.

De första hypoteserna som behandlades var de som rörde företagets skatt. Den enda hypotesen som gav tillräckligt med signifikanta resultat var storlekshypotesen. Den kunde avfärdas helt, eftersom företagets storlek visade sig vara negativt relaterat till företagets skuldsättning. På grund av den låga signifikansen i de andra två skattebaserade hypoteserna, samt det avvikande resultatet hos storlekshypoteserna, drar vi slutsatsen att skattebaserad teori inte går att applicera på underhållningsbranschen. Anledningar till det kan vara att det är svårt att planera in långsiktiga skattesköldar med skiftande lönsamhet eller att företagen ofta kan få skatterabatter från staten vilket minskar nyttan av skattesköldar.

För att undersöka om underhållningsbranschen påverkades av agentkostnader använde vi oss av två hypoteser. Den ena baserades på tillväxtmöjligheterna och den andra på tillgångsstrukturen. Inget signifikant resultat uppnåddes kring tillväxtmöjlighetshypotesen,

vilket tyder på att agentkostnaderna inom branschen inte är baserade på tillväxt. Däremot tyder tillgångstrukturshypotesen på att skuldsättningen inom underhållningsbranschen påverkas av andelen materiella anläggningstillgångar. Vi kom även fram till att inte alla agentkostnader som är specifika för branschen inkluderas av måttet. Det innebär att agentkostnader kan ha större påverkan på underhållningsbranschen än vad den här studien visar.

Problemet med informationsasymmetri inom underhållningsbranschen undersökte vi med en lönsamhetshypotes. Utfallet är det enda av hypoteserna som har rätt tecken samt är signifikant över alla mått, vilket innebär att denna hypotes är den enda som följer teorin. Utfallet visar att ur lönsamhetssynpunkt följer underhållningsbranschen teorin och problem med informationsasymmetri finns. Informationsasymmetrin inom branschen kan utöver traditionella faktorer bero på kreativa faktorer som oändlig variation.

Teorier inom industriell organisation kan med fördel användas för att förklara skillnader mellan olika branscher. I denna studie inkluderades ett mått på unikheter för att förklara skuldbeslutet inom en enskild bransch. Unikhetsmättet var inte väl anpassat för att beskriva graden av unikheter inom underhållningsbranschen, eftersom det styrs av andra faktorer än forskning och utveckling. Signifikansen för hypotesen blev därför låg och det signifikanta resultat som gick att uppnå har troligtvis andra förklaringsfaktorer än de som tas upp inom industriell organisation.

En faktor som är starkt kopplad till transaktionskostnaderna inom finansiering är riskfaktorn. Eftersom ökad risk leder till en svårighet att belåna företaget, samt dyrare skulder, bör risken minska skuldsättningen. Vi använde en hypotes baserad på volatiliteten i rörelseresultatet för att undersöka det sambandet, men fick inga signifikanta resultat. Det slutsatsen vi drar av det är dels att själva måttet är bristande på grund av dess konstruktion. Men också att det finns många faktorer som påverkar riskprofilen i ett underhållningsbolag utöver volatiliteten. Därför går det inte att dra några definitiva slutsatser kring hur risken påverkar ett underhållningsbolag.

I vår diskussion kring hypoteserna har vi sett att det i många fall finns helt och hållet motsägande teorier. Det har också visat sig svårt att isolera effekten av en viss faktor, eftersom den företagsvärld vi försöker beskriva inte är statisk på det sättet. Därför anser vi att det krävs vidare forskning för att kunna besvara denna studies problemställning. Det har fått oss att återigen begrunda kapitalstrukturens begynnelse.

Modigliani och Miller kom 1958 fram till att ett företags beslut om dess kapitalstruktur inte har något värde. Miller (1977) fortsatte 19 år senare att hävda denna synpunkt, trots nära två decennier av forskning kring frågan. I dagens finanslitteratur går det att läsa om allt från att balansera skattesköldar mot konkurskostnader, till att hämma ledningens förmåga att slösa pengar. Frågan är vilken av dessa ståndpunkter som är korrekta, för de är oförenliga. I denna studie har vi undersökt åtta olika hypoteser kring vad som definierar ett bolags kapitalstruktur. Genom att diskutera varje faktors påverkan av kapitalstrukturen har vi försökt besvara om teori kan förklara kapitalstrukturen inom underhållningsbranschen. Problemet som uppstår är att de olika faktorerna inte bara påverkar företags kapitalstruktur, utan också varandra. När det sker uppstår ofta situationer där flera motsägande teorier sätts i spel samtidigt. Myers (1984) använder exemplet att ett företag med stora förlustavdrag ofta är i ett dåligt finansiellt skick och därför har företaget stor skuldsättning nästan av definition. Har företaget då mindre skulder på grund av de stora förlustavdragen, eller mer skulder på grund av det dåliga finansiella läget? "Hard to tell" (Myers, 1984, p 588).

### **Förslag på fortsatt forskning**

Förslagsvis kan en mer detaljerad uppdelning av underhållningsbranschen och dess olika grenar göras. Företagen i den här studien har ofta skilda affärsområden och är av väldigt olika slag. Intressant forskning kan därför göras på en smalare definition av underhållningsbranschen. Att undersöka liveunderhållning eller att inkludera liveunderhållning i en underhållningsbranschstudie kan också göras. Ett annat förslag är att använda sig av annan jämförelsebransch än mjukvarubranschen, till exempel en bransch som liknar underhållningsbranschen väldigt lite.

Möjlighet finns också att undersöka den europeiska underhållningsbranschen och jämföra med de amerikanska noterade företagen som använts i denna studie. Det för att se om det kan visas finnas geografiska skillnader som ligger till grund för kapitalstrukturval inom underhållningsbranschen.

Det vore intressant med en undersökning av sambandet mellan skuldrelaterade skattesköldar och investeringsrelaterade skattesköldar. Finns det ett samband borde det kunna observeras generellt och inte bara inom underhållningsbranschen. En annan ändring som går att göra av hypoteserna är att ställa dem olika för de olika skuldmåtten. Som studien visat resulterar ofta olika skuldmått i olika utfall på hypotesen, något som ofta går att hitta en förklaring till.

## Litteraturförteckning

### Artiklar

Ahtiala, P. (2006). The optimal pricing of computer software and other products with high switching costs. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 15, 202-211.

Bradley, M. Jarrell, G. A. & Kim, E. H. (1984) On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, Vol. 39, 857-80.

Brander, J. A. & Lewis, T. R. (1986). Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect. *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 5, 956-970.

DeAngelo, H. & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate And Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, 3-29.

Christopherson, S. & Rictor, N. (2009). The Creative Economy as "Big Business": Evaluating State Strategies to Lure Filmmakers. *Journal of Planning Education and Research*, Vol. 29, No. 3, 336-352.

Faulkner, R.R. & Anderson, A.B. (1987). Short-Term Projects and Emergent Careers: Evidence from Hollywood. *American Journal of Sociology*, Vol. 92(4), 879–909.

Friend, I. & Lang, L. H. P. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*. Vol. 43. 271-281.

Harris, M. & Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance*, Vol. 45, No.2, 321-349.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 323-329.

Jensen, M. C. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 305-360.

Kim, W. G. (1997). The determinants of capital structure choice in the US restaurant industry. *Tourism Economics*, Vol 3, No. 4, 329-340.

Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 4, 911-922.

Maksimovic, V. (1988). Capital structure in repeated oligopolies. *Journal of Economics*, Vol. 19, No. 3, 389-407.

Michaelas, N., Chittenden, F. & Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics* Vol. 12, 113–130.

Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, 261-275.

Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 261-297.

Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporation Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, Vol. 53, 433-443.

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* Vol. 5, 147-175.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 39, 575-592.

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*, Vol. 13, 187-221.

Petkov, R. (2011). Initial Identification of Internally Generated Intangible Assets in the Context of the Definitions of an Asset and an Intangible Asset. *Journal of Theoretical Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, 1-9.

- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, 1421-1460.
- Sarig, O. H. (1998). The effect of leverage on bargaining with a corporation. *The Financial Review*, Vol. 33, 1-16.
- Scott, J. H. Jr. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 7, No. 1, 33-54.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence From A 1994-1998 Spanish Data Panel, *Small business Economics*, Vol. 25, 447-457.
- Tang, C. H. & Jang, S. (2007). Revisit to the determinants of capital structure: A comparison between lodging firms and software firms. *Hospitality Management*, Vol. 26, 175-187.
- Titman, S. (1984). The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. *Journal of Economics*, Vol. 13, 137-151.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, 1-19.
- Wald, J. K. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *The Journal of Financial Research*, Vol. 22, No. 2, 161-187.
- Warner, J. B. (1976). Bankruptcy, absolute priority, and the pricing of risky debt claims. *Journal of Financial Economics*, Vol. 4, No. 3, 239-27.
- Young, A. (1998). Towards an Interim Statistical Framework: Selecting the Core Components of Intangible Investment. *Organisation For Economic Co-Operation and Development*.
- Böcker**
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Bryman, A. & Bell, E. (2003). *Business Research Methods*, Oxford: Oxford University Press.

Caves, R. E. (2000) *Creative Industries: Contracts between Art and Commerce*, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Vogel, H. R. (2007) *Entertainment Industry Economics: A Guide for Financial Analysis*. New York: Cambridge University Press.

### **Databaser**

Thompson Reuters DataStream.

### **Forskningsrapporter**

Bevan, A. A. & Danbolt, J. (2000). *Dynamics in the determinants of capital structure in the UK*. Department of Accounting and Finance, University of Glasgow.

KPMG. (2010). *Intangible Assets and Goodwill in the context of Business Combinations: An Industry Study*. KPMG.

Masnack, M. & Ho, M. (2012). *The Sky is Rising: A detailed look at the entertainment industry*. Floor 64.

Motion Picture Association Of America. (2007). *Entertainment Industry Market Statistics 2007*. Motion Picture Association Of America.

### **Internetreferenser**

*Hollywoods Golden Age*. 2012-03-14.

[www.hollywoodsgoldenage.com](http://www.hollywoodsgoldenage.com)

Isidore, C. (2012, Mars, 27) U.S. corporate tax rate: No. 1 in the world. *CNN*.

Hämtad: Maj, 30, 2012, från <http://money.cnn.com/2012/03/27/pf/taxes/corporate-taxes/index.htm>.

*Morningstar*. 2012-03-15.

[www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)

*Industry Classification Benchmark*. 2012-03-15.

[www.icbenchmark.com](http://www.icbenchmark.com)



*The National Bureau of Economic Research*. 2012-05-06.

[www.nber.org](http://www.nber.org)

[www.nber.org/cycles.html](http://www.nber.org/cycles.html)

*Thompson Reuters Worldscope*. 2012-03-15.

[www.thomsonreuters.com](http://www.thomsonreuters.com)

[www.thomsonreuters.com/products\\_services/financial/financial\\_products/a-z/worldscope\\_fundamentals/](http://www.thomsonreuters.com/products_services/financial/financial_products/a-z/worldscope_fundamentals/)

*Variety*

[www.variety.com](http://www.variety.com)

### **Tidningsartiklar**

Money for fun. (2012, 17 Mars). *The Economist*, s 33.

## Bilaga 1: Korrelationsmatriser

### Underhållningsbranschen

	TS	LS	KS	SKTT	STOR	AVSK	TVXT	TSTR	LON	UNIK	RISK
TS	1,000										
LS	0,836	1,000									
KS	0,228	-0,339	1,000								
SKTT	0,039	0,117	-0,144	1,000							
STOR	0,114	0,312	-0,353	0,142	1,000						
AVSK	0,067	-0,161	0,409	-0,025	-0,321	1,000					
TVXT	0,231	0,123	0,179	-0,064	0,052	0,121	1,000				
TSTR	0,257	0,255	-0,004	0,088	0,002	-0,043	-0,007	1,000			
LON	-0,198	-0,101	-0,170	0,155	0,211	-0,286	-0,032	-0,047	1,000		
UNIK	-0,195	-0,323	0,244	-0,114	-0,078	0,028	0,033	-0,149	-0,164	1,000	
RISK	0,089	0,123	-0,063	-0,041	-0,104	-0,041	0,109	-0,001	-0,394	0,090	1,000

### Mjukvarubranschen

	TS	LS	KS	SKTT	STOR	AVSK	TVXT	TSTR	LON	UNIK	RISK
TS	1,000										
LS	0,782	1,000									
KS	0,661	0,052	1,000								
SKTT	-0,034	-0,002	-0,049	1,000							
STOR	-0,015	0,158	-0,201	0,181	1,000						
AVSK	0,327	0,051	0,458	-0,068	-0,186	1,000					
TVXT	0,319	0,138	0,345	-0,030	-0,064	0,006	1,000				
TSTR	0,134	0,064	0,141	-0,064	0,137	0,038	0,074	1,000			
LON	-0,135	-0,050	-0,148	0,152	0,299	-0,306	0,081	-0,057	1,000		
UNIK	0,014	0,035	-0,025	-0,124	-0,107	0,096	0,158	-0,033	-0,409	1,000	
RISK	-0,004	0,073	-0,091	-0,136	-0,086	0,058	-0,073	0,155	-0,278	0,178	1,000

## Bilaga 2: Artikel

### Kreativiteten i den amerikanska underhållningsbranschen kan påverka dess finansiering

Vilka faktorer som är avgörande för ett företags finansiering har studerats under en lång tid. Påverkar en branschs unika faktorer valet av finansiering? I ett examensarbete från Lunds Universitet undersöks underhållningsbolag på NASDAQ- och NYSE-börsen. Resultatet visar att traditionella faktorer för valet av finansiering har en låg förklaringsförmåga inom branschen.

Trots att underhållningsbranschen är inne i en stark tillväxtfas skyr investerarna branschen. Nya tekniska innovationer och stor tillgång på kreativ talang har öppnat upp en stor arena för finansiella investeringar. En sådan möjlighet för tillväxt lockar vanligtvis till sig investeringar, men inom underhållningsbranschen sker det motsatta.

När investeringar görs i ett företag vägs den förväntade avkastningen mot risken. Faktorer inom bolaget verkar då för att antingen öka eller minska denna risk. Exempel på sådana faktorer är hur volatilt företagets kassaflöde är, hur stor andel fasta tillgångar företaget har eller storleken på företaget. Beroende på vilka av dessa faktorer som är dominanta inom bolaget kan det väljas att finansiera sin verksamhet med antingen eget kapital eller skulder.

Under den senare delen av 1900-talet har en stor del forskning gjorts på hur den optimala kapitalstrukturen ska se ut. Den traditionella forskningen innefattar bland annat teorier kring den skattesköld som skuldfinansiering medför, teorier kring agentkostnader och teorier kring asymmetrisk information. De här teorierna agerar som vägledare när ett företag ska fatta beslut om sin kapitalstruktur.

Frågan om en optimal kapitalstruktur blir ännu mer komplicerad när de unika faktorer som varje bransch innehåller läggs till. Underhållningsbranschen definieras mycket av den kreativa process som varje underhållningsprodukt genomgår. Denna kreativa process medför ett antal faktorer som påverkar företagets finansiella struktur. Det sker bland annat eftersom risken i produktionsfasen påverkas.

Kreativa faktorer inom underhållningsbranschen
<b>A-lista/B-lista:</b> Uppdelningen av artister i olika listor baserade på deras berömmelse.
<b>Konst för konstens skull:</b> Skaparen av kreativa projekts vilja att sätta artistisk perfektion framför ekonomiska resultat.
<b>Ingen vet:</b> Problemet att objektivt bedöma kreativa projekts kvalitet.
<b>Motley crew:</b> Behovet av specialiserad arbetskraft. Innebär också en risk för kvalitetsänkning för hela projektet på grund av ett misslyckande av en enskild individ.
<b>Oändlig variation:</b> Den oändliga variation av uttryckssätt inom underhållningsbranschen leder till både problem och möjligheter. Det är svårt att bedöma vad som kommer att lyckas för tillfället.

Genom att undersöka vilken effekt de kreativa faktorerna har går det att se att de inte bara påverkar risken i företaget. Nästan alla aspekter av den traditionella teorin är berörd av de unika faktorerna inom underhållningsbranschen. Exempelvis leder konst för konstens skull till problem med agentkostnader eftersom konstnären och investeraren har olika målsättning.

Mycket av den traditionella teorin bygger på effekten av skattesköldar. Eftersom räntan som företag betalar på lån minskar det beskattningsgrundande resultatet skapas en sköld mot skatt. Resultatet av studien visar att de skattebaserade teorierna har en svag förklaringsförmåga

inom underhållningsbranschen. Det är ett intressant resultat eftersom det är det teoriområde som är minst påverkat av de kreativa faktorerna.

**Studien ger inget** definitivt resultat för de andra teoriområdena som undersöks. Resultatet tyder på att en del av det traditionella teorimaterialet går att tillämpa på branschen. Det kan gå att förklara resultatet genom att ta hänsyn till de kreativa faktorerna utöver de traditionella faktorerna.

**Utöver att de kreativa** faktorerna kan bidra till att förklara kapitalstrukturen inom underhållningsbolagen, kan de också förklara investerarnas beteende. Faktorerna är alla svåra att mäta och förstå för en investerare som är utanför branschen. För att säkerställa risken i investeringen behöver investeraren skaffa sig en stor mängd branschspecifik information.

**En annan förklaringsfaktor** kan vara branschens pågående förändring. Många av de nya underhållningsprodukterna minskar storleken på investeringen. Exempelvis väljer många nya musiker att producera och publicera sin musik själva. Det leder till att inkomsten fördelas annorlunda. Artisten får nu för tiden en allt större del av kakan, vilket minskar intresset från investerare.

**I grunden visar** studien att kapitalstrukturteorin är ett väldigt komplicerat fält. Över ett halvt sekel av forskning har lett till en myriad av teorier där det går att hitta en förklaring till nästan vad som helst. För ett företag som ska fatta beslut om dess kapitalstruktur skapar det en obekväm situation. Resultatet av studien ger ett råd till de som står inför kapitalstrukturbeslut: glöm inte de branschspecifika faktorerna.

---

Kim Danell & Johan Karlsson  
Civilekonomexamen  
Lunds Universitet