



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Pecking order i svenska tillväxtföretag

En kvantitativ studie kring finansiering i svenska gasellföretag

Kandidatuppsats i företagsekonomi
Externredovisning
Vårterminen 2017
Handledare: Andreas Hagberg
Författare: Oscar Engwall
Fredrik Thorén

**Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet,
Kandidatuppsats, Externredovisning VT 17**

Författare: Oscar Engwall och Fredrik Thorén

Handledare: Andreas Hagberg

Titel: Pecking order i svenska tillväxtföretag

Bakgrund och problem: Ett företag kan antingen finansiera sin verksamhet via internt genererade medel, externa lån eller nyemitterat kapital. Pecking order-teorin beskriver denna hierarki som det internt genererade egna kapitalet som mest föredras, följt av externa skulder och till sist nyemitterat externt eget kapital som minst föredras. Tillväxtföretag bidrar till tillväxt i samhället, vilket skapar arbetstillfällen och bidrar till den gemensamma ekonomiska välfärden. På grund av nystartade företags bristande historia och en informationsasymmetri mellan intressenter inom och utanför företag kan det vara svårt för företag att anskaffa externa medel.

Syfte: Denna studies syfte är att undersöka företag som har uppvisat en kraftig organisk tillväxt under en kort period och hur förhållandet mellan nytt externt och internt kapital har sett ut under finansieringen av denna tillväxt.

Avgränsningar: Studien utgår från svenska gasellföretag under ett år. På grund av kriterierna för att få gasell-utmärkelsen försvinner flera sorters snabbväxande företag, däribland företag yngre än fyra år.

Metod: Frank och Goyal (2003) har varit utgångspunkten i analysen för att testa pecking order-teorin på svenska tillväxtföretag, med Dagens Industris lista över gasellföretag som urvalskriterium. Studien är en tvärsnittsstudie med kvantitativ data som har hämtats ur databasen Business Retriever. Ur populationen på 917 gasellföretag har 41 företag valts bort vilket lämnat kvar 876 företag. Det undersökta eventuella sambandet är företags finansiella under- eller överskott och ändringen i deras långfristiga skulder under ett år. Testet görs om för att pröva samtliga variabler i studien. Dessa är branschtillhörighet, soliditet, omsättningstillväxt, ålder, avkastning på eget och totalt kapital, samt omsättning.

Resultat och slutsatser: Utifrån en uppdelning av gasellföretag i företag som har ett finansiellt underskott och företag som har ett finansiellt överskott, visar studien på varierande grad av belegg för pecking order-teorin på svenska tillväxtföretag. Studien finner att för företag med ett finansiellt underskott kan pecking order-teorin förklara deras finansieringsbeteende. För företag med ett finansiellt överskott är inte sambandet mellan detta och förändringen i lån lika tydlig. Därför går det inte att utifrån denna studie förklara dessa företags finansiering med pecking order-teorin.

Förslag till fortsatt forskning: Vad händer med gasellföretag åren efter de har blivit utsedda och varför? Skiljer sig noterade och onoterade snabbväxande företag sig åt ur ett pecking order-perspektiv och i så fall, varför? Vilken påverkan har företags storlek på sannolikheten att pecking order-teorin följs?

Nyckelord: Pecking order, tillväxtföretag, gasellföretag, kapitalstruktur

Begreppsförklaringar/definitioner

- *Småföretag*

Studien har samma definition på småföretag som EU. Den innefattar att ett företag ska maximalt ha 49 anställda och antingen en omsättning eller en balansslutning som understiger 10 miljoner euro. I de amerikanska studierna definieras små företag istället utifrån respektive studies gränsvärden, där företagets storlek överstiger den europeiska.

- *Kapitalstruktur*

Förhållandet mellan internt och externt kapital är det som främst syftas på när det gäller kapitalstruktur i studien. Trots det används soliditet och skuldsättningsgrad, det vill säga relationen mellan eget kapital och skulder, i viss utsträckning.

- *Tillväxt och storlek*

Den centrala definitionen på storlek är omsättning och tillväxten av denna är definitionen på tillväxt.

- *Bransch*

Gasellföretagen är uppdelade i branscher utifrån SCB:s Standard för svensk näringsgrensindelning, SNI. Dessa branscher är fördelade enligt den andra nivån, kallad huvudgrupp, i SNI 2007.

- *Lönsamhet*

Lönsamhet delas i denna studie upp i två räntabilitetsmått:

1. Räntabilitet på eget kapital definieras som resultat efter finansiella poster, dividerat med eget kapital.
2. Räntabilitet på totalt kapital definieras som summan av rörelseresultat och finansiella intäkter, dividerat med totalt kapital

Innehållsförteckning

1. Inledning	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problemdiskussion och problemformulering	6
1.3 Syfte	7
1.4 Bidrag	7
1.5 Disposition	8
2. Teoretisk referensram	9
2.1 Tidigare studier kapitalstruktur	9
2.1.1 Pecking order-teorin	9
2.1.2 Utländska studier av pecking order-teorin	10
2.1.3 Svenska studier av pecking order-teorin	11
2.2 Tidigare studier gasellföretag och tillväxt	12
2.3 Sammanfattning referensram	13
3. Metod	14
3.1 Val av metod	14
3.2 Tillvägagångssätt	14
3.2.1 Modell.....	14
3.2.2 Tolkning av resultat	16
3.2.3 Data	17
3.2.4 Urval	18
3.3 Validitet och Reliabilitet	18
3.4 Avgränsningar	20
4. Empiri och Analys	21
4.1 Deskriptiv data för populationen	21
4.2 Korrelation mellan studiens variabler	24
4.3 Resultat utifrån branschtillhörighet	25
4.4 Resultat utifrån soliditet	27
4.5 Resultat utifrån tillväxt	28
4.6 Resultat utifrån ålder	29
4.7 Resultat utifrån lönsamhet	30
4.8 Resultat utifrån storlek	31
5. Slutsatser	33
6. Förslag till fortsatt forskning	36
7. Källförteckning	37
8. Bilagor	39

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Ett företags kapitalstruktur utgörs av förhållandet mellan dess egna kapital och skulder, det vill säga hur företaget är finansierat. Det egna kapitalet kan vara uppbyggt av antingen internt eller externt kapital. Internt eget kapital består av ett företags balanserade vinster, inklusive årets vinst. Externt eget kapital består av kapital som aktieägare tillfört i nyemissioner. Den tredje stora beståndsdel av en balansräknings passivsida är extern skuldfinansiering. Sammanfattningsvis leder en ökning av den interna finansieringen relativt den externa till att det egna kapitalet ökar i förhållande till skulderna och att företagets soliditet höjs. När det gäller den externa finansieringen kan den öka både det egna kapitalet och skulderna och man kan därmed inte prata om effekter på soliditet eller skuldsättningsgrad utan mer specifik information.

Till följd av Modigliani och Millers *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment* (1958) har ett flertal andra modeller om kapitalstruktur presenterats. I artikeln från 1958 presenteras irrelevante teorin som kortfattat argumenterar för att ett företags kapitalstruktur är irrelevant och att det som de facto påverkar ett företags värde är förväntningar om framtida vinster. Även om en ökad finansiell hävstång kan öka framtida potentiella vinster så neutraliserar ökade avkastningskrav denna effekt.

Femton år efter Modigliani och Miller publicerade Kraus och Litzenberger (1973) sin static trade off-teori där balansen mellan risk och skattefördelar kombineras för att komma fram till en optimal kapitalstruktur. Ytterligare elva år senare utvecklade Myers (1984) Donaldsons (1961) teori att en finansiell hierarki skulle förklara företags val av finansiering. Teorin fick namnet pecking order-teorin och beskriver hur företag föredrar internt genererade medel följt av externa lån. Den minst föredragna formen av finansiering är externt eget kapital genom nyemissioner. Pecking order-teorin grundar sig i den inneboende asymmetriska information som existerar mellan företagsledningen och externa finansiärer.

Ur en företagares perspektiv är det dessvärre inte alltid möjligt att använda sig av sin föredragna kapitalstruktur. Sexton och Landström (2000) beskriver entreprenörers alternativ som följer:

“När den planerade tillväxttakten överskrider tillgängligheten på ägda eller kontrollerade resurser är möjligheten att växa beroende av tillgängligheten på finansiering från externa källor. När den nödvändiga mängden av finansiering överskrider den mängd som kan erhållas från familj, vänner eller andra individer, vänder sig entreprenörer vanligtvis till banker för lånefinansiering eller riskkapitalister för en kombination av lån och riskkapital.”

Större företag måste i absoluta tal växa betydligt mycket mer än mindre företag för att i relativa tal växa lika mycket (Delmar 1997). Utöver det har tillväxtföretag som växer organiskt en stor betydelse ur ett samhällsperspektiv då dessa anses skapa nya arbetstillfällen och bidra till samhällets ekonomiska utveckling (Delmar m.fl., 2001). För att kunna växa är förmågan att finansiera denna tillväxt vital för företags tillväxt (Johansson & Runsten, 2005). Förutom de tre traditionella metoderna för att finansiera en verksamhet; balanserade vinster, långfristiga skulder och nyemissioner, finns det andra sätt för entreprenörer att vid ett tidigt skede sköta sin finansiering. Winborg (2000) beskriver hur företag kan använda sig av så kallade bootstrapping-metoder. Dessa kan innefatta finansieringslösningar som factoring, förskott, avsiktlig fördröjning av leverantörsskuldsbetalningar eller momsskulder och leasing.

Dagen Industri publicerar varje år en lista på svenska företag som har haft den största organiska tillväxten i Sverige, givet vissa krav på uppfyllda kriterier. Dessa tillväxtföretag kallas gasellföretag och grundar sig i Birch (1979). Ett av kraven för att vara med i Dagens Industris lista över gasellföretag är att företaget under de senaste fyra åren har dubblat sin omsättning. En förutsättning för att växa kraftigt och att kvalificera sig för Gasellistan är därför att företag från början inte är allt för stora. Sedan de första utmärkelserna år 2000 har dock ett av kraven varit att omsättningen under det sista undersökta året överstiger 10 miljoner kronor, vilket sätter ett golv för företags storlek. Eftersom dessa företag har visat prov på stor tillväxtpotential är det ur ett samhällsekonomiskt perspektiv nödvändigt att de har tillgång till konkurrenskraftiga finansieringsalternativ. En stor del av gasellföretagen ingår i de branscher som tillhör tjänstesektorn (Blomkvist, 2011).

1.2 Problemdiskussion och problemformulering

Då tillväxt i företag kan ses som en förutsättning för ett samhällsekonomiskt välstånd (Delmar m.fl., 2001) är det viktigt att snabbväxande företag ges möjlighet att växa. En stor faktor i hur företags tillväxtpotential bestäms är genom dess kapitalstruktur. Vid en hög skuldsättningsgrad och vid ett ränteläge som understiger ett företags lönsamhet, finns större möjligheter till högre avkastning genom hävstångseffekten (Johansson & Runsten, 2005). Trots den potentiella uppsidan finns det även en nedsida med för mycket skulder i relation till det egna kapitalet. Det finns studier som visar på en negativ korrelation mellan företags skuldsättningsgrad och lönsamhet (Goddard m.fl., 2005).

Vad som är en vanlig kapitalstruktur skiljer sig mellan olika branscher (Michaelas m.fl., 1999). En faktor som kan bestämma kapitalstrukturens utformning är den risk som präglar branschen. Om risken är hög i en bransch krävs det en högre soliditet i företagen för att de ska kunna klara av en volatil konjunktur. Omvänt krävs inte särskilt hög soliditet i konjunkturokänsliga branscher med förutsägbara kassaflöden. Detta gäller exempelvis i kapitalintensiva branscher (Harris & Raviv, 1991). En annan faktor som påverkar ett företags soliditet är dess lönsamhet. Det finns studier som visar på en korrelation i att lukrativa företag ofta har en högre soliditet än mindre lukrativa företag (Fama & French, 2002; Frank & Goyal, 2009).

Eftersom tillväxtföretag ofta är unga har de sällan någon omfattande bakgrund av tidigare resultat eller materiella tillgångar. Därför har de svårt att uppvisa någon säkerhet för bankerna, vilket i sig gör det svårare för dessa tillväxtföretag att få tillgång till kapital via bankmarknaden. När ett företag saknar möjlighet att utnyttja bankmarknaden som finansieringskälla tvingas det att finansiera sin verksamhet med annat kapital, vilket leder till en lägre skuldsättningsgrad (Faulkender & Petersen, 2006). Även Frank och Goyal (2003) anser att de företag som ofta anses ha störst problem med finansieringen i och med en informationsasymmetri är små tillväxtföretag. Enligt pecking order-teorin är det de företag som har den mest omfattande informationsasymmetrin mellan sig och marknaden som till störst grad föredrar det interna kapitalet före det externa. Trots detta fann Frank och Goyal (2003) att pecking order-teorin beskriver större och mer etablerade företags finansiering bättre än den för små tillväxtföretag. Detta då en betydande del av tillväxtföretagens finansiering består av nyemissioner.

Tillväxtföretag har enligt tidigare forskning inte samma tillgång till externt kapital. Det begränsar deras tillväxt och bidrag till samhället. Ur ett svenskt perspektiv blir det därför relevant att studera hur de snabbast växande företagen i Sverige hanterar sin finansiering och vilken betydelse aspekter som företagens ålder, bransch, tillväxt, storlek, soliditet och lönsamhet har. Studien ska pröva pecking order-teorin genom att dela in företag i grupper

utifrån ovan nämnda variabler, för att se om olika egenskaper påverkar val eller möjligheter vid finansiering.

Bakgrundsbeskrivningen och den efterföljande problemdiskussionen har resulterat i följande problemformuleringar:

- I vilken utsträckning kan svenska gasellföretags finansiering förklaras av pecking order-teorin?
- Till vilken grad skiljer pecking order-teorins förklaringsgrad sig, beroende på skillnader i tillväxt, bransch, ålder, storlek, soliditet samt lönsamhet?

1.3 Syfte

Denna studiens syfte är att undersöka företag som har uppvisat en kraftig organisk tillväxt under en kort period och hur förhållandet mellan nytt externt och internt kapital har sett ut under finansieringen av denna tillväxt.

1.4 Bidrag

I förordet till Tillväxtföretagen i Sverige (Delmar m.fl., 2001) beskriver författarna nyttan av forskning kring tillväxt i företag på följande sätt:

“Kunskap om vad som leder till tillväxt i företag och om hur företag växer är av intresse inte bara för företagare utan för alla som arbetar med företagsutveckling i olika former. Tillväxt i företag är intressant på samhällsnivå eftersom ökad tillväxt kan ses som ett tecken på konkurrens- och innovationskraft och som resulterar i nya arbetstillfällen och ekonomiskt framåtskridande.”

Dessa två meningar sammanfattar mycket väl vad denna studie ämnar åstadkomma. Samhället i stort drar nytta av både ett ökat antal arbetstillfällen och ett högre samlat välstånd. Ett steg på vägen för att möjliggöra för små och medelstora snabbväxande företag att fortsätta växa är att veta hur de vill, och kan, finansiera sig. Trots att kapitalstruktur och framför allt pecking order-teorin har studerats i en stor utsträckning under andra halvan av 1900-talet och in på början av 2000-talet råder det fortfarande inget konsensus för huruvida teorin är tillförlitlig eller utan betydelse. Därför kan det motiveras att undersöka snabbväxande, svenska företag med pecking order-teorin som grund.

Trots behovet av att underlätta för snabbväxande företag att fortsätta växa har studier genomgående visat på svårigheter med att förklara små och snabbväxande företags finansiering med pecking order-teorin. På senare tid har studier visat på skillnader mellan de företag som genererar mer kapital internt än vad som krävs för verksamheten och de som är i behov av nytt externt kapital (Bhama m.fl., 2016). Genom att kombinera problematiken med att förklara de små och snabbväxande företagen med en uppdelning i finansieringsbehov, kommer studien kunna visa tydliga signaler på om pecking order-teorin kan förklara svenska gasellföretags finansiering utifrån deras behov av externt kapital. Detta tankesätt har i tidigare forskning angående svenska tillväxtföretag och pecking order-teorin använts i väldigt begränsad omfattning, vilket innebär att denna studie kommer att komplettera den nuvarande forskningen på detta område.

1.5 Disposition

Efter inledningen som har för avsikt att förmedla studiens bakgrund, problem och syfte redogörs studiens teoretiska referensram, vilken presenterar resultat från tidigare forskning. Denna referensram ligger till grund för studiens metod- och analysdel. Efter den teoretiska referensramen presenteras ett metodavsnitt där den metod och data som kommer att användas i studien beskrivs. Det empiriska resultatet presenteras efter metodavsnittet. Detta resultat kommer att analyseras allt eftersom det visas upp. Anledningen till att de kommer att behandlas simultant är för att undvika risken för ett allt för deskriptivt empiriavsnitt och för att underlätta kopplingen mellan empiri och analys. Studien avslutas med en slutsats och förslag på framtida forskning.

2. Teoretisk referensram

Forskningen kring kapitalstruktur har sedan Modigliani och Miller (1958) bidragit med nya teorier avseende företagsfinansiering. Deras forskning visade på att företags val av kapitalstruktur skulle vara irrelevant vid bedömning av ett företags värde. Sedan dess har bland andra både trade off (Kraus & Litzenberger, 1973) och pecking order (Donaldson, 1961; Myers, 1984) påverkat i vilken riktning forskningen kring kapitalstruktur har gått. Dessa studier och tre andra betydande studier som tas upp i referensramen är amerikanska, vilket skulle kunna anses minska relevansen i att använda sig av dessa för denna studie. Detta då denna studie fokuserar på svenska gasellföretag vilka inte till lika stor omfattning är börsnoterade som de amerikanska. Eftersom de amerikanska företagen är börsnoterade ökar det möjligheterna för dessa företag att få kapital genom nyemission (Löf, 2004). Dessa studier är emellertid relevanta då forskningen om kapitalstruktur till stor del har utförts och utvecklats i USA och ligger till grund för stora delar av den forskning som görs på kapitalstruktur. För att komplettera de utländska studierna som framför allt är amerikanska har även ett antal svenska studier angående kapitalstruktur och tillväxt tagits upp.

2.1 Tidigare studier kapitalstruktur

Förhållandet mellan eget kapital och skulder i ett företag, vilket motsvarar företagets soliditet, är ett vanligt sätt att beskriva kapitalstruktur på. I denna studie är dock inte soliditet av lika stor vikt som relationen mellan internt och externt kapital. Skillnaden på dessa två sätt att beskriva kapitalstruktur beskrivs tydligare nedan.

2.1.1 Pecking order-teorin

Enligt pecking order-teorin justerar företagen sin utdelningspolicy efter sina investeringar, men eftersom dessa justeringar är trögrörliga uppstår det ett behov av externt kapital när det uppstår oförutsägbara förändringar i företagets investeringar. Något annat som också skapar behov av externt kapital är när företagets lönsamhet inte täcker kapitalbehovet. Teorin kommer till uttryck i Donaldson (1961), men den forskare som står för den största delen av utvecklingen av teorin är Myers när han 1984 publicerade sin modifierade variant av modellen (Myers, 1984).

Enligt Myers (1984) är det företagen själva som är de som besitter mest information om företaget och dess investeringar, vilket innebär att det uppstår informationsasymmetri mellan företaget och kapitalmarknaden. Denna informationsasymmetri leder till att marknaden inte värdesätter företags investeringar på samma sätt som företaget gör. Då marknaden undervärderar företags investeringar utgår företagen från en hierarki av finansieringsval i vilken internt upparbetat kapital kommer först, följt av externt kapital bestående av antingen lån eller eget kapital genom nyemission. Denna hierarki uppstår på grund av den ovan nämnda risken för informationsasymmetri som skiljer sig i omfattning mellan de olika finansieringsalternativen. När det interna kapitalet inte räcker till väljer företag att finansiera sin verksamhet med den sorts externt kapital som har den lägsta risken för informationsasymmetri, vilket i första hand är lån. Den sista utvägen för att finansiera sina projekt för företag är via nyemission. Företagen föredrar enligt teorin finansieringsalternativen på följande sätt:

1. Internt genererade medel
2. Långfristiga skulder
3. Nyemission

Detta leder till att företagen inte har något kapitalstruktur mål varken när det kommer till skuldsättning eller soliditet eftersom dessa nyckeltal utgår från förhållandet mellan eget kapital och skulder medan pecking order-teorin utgår från relationen mellan internt och externt eget kapital samt lån (Myers, 1984).

En annan betydande teori som Myers nämner i sin artikel från 1984 är trade off-teorin som Kraus och Litzenberger (1973) introducerade. Till skillnad från pecking-order teorin utgår denna teori från att företagen har det synsätt på kapitalstruktur i vilken eget kapital och skulder är beståndsdelarna, dessa företag har alltså ett specifikt kapitalstruktur mål. Detta mål bestäms av den skattesköldsfördel som uppstår av de avdragsgilla räntorna och de nackdelar som kan förknippas med de högre risker som företag utsätter sig för när dess skuldsättningsgrad ökar. Dessa risker innebär till exempel en risk för en allt för hög belåning vilket höjer hävstången. Vid en för hög hävstång kan det vid en nedgång i konjunkturen eller en tillfällig dipp för ett företag, innebära betydande konsekvenser.

Då syftet med denna studie är att undersöka hur skillnaden mellan intern och extern finansiering av företag som snabbt har vuxit organiskt lämpar sig pecking order-teorin sig bättre än trade off-teorin. Detta beror på att pecking order-teorin har dessa två finansieringsmöjligheter som utgångspunkt till skillnad från trade off-teorin.

2.1.2 Utländska studier av pecking order-teorin

Shyam-Sunder och Myers undersökte 157 företag under en tidsperiod mellan 1971 och 1989 och fann ett större stöd för pecking order-teorin än för trade off-teorin. De fann även att den förstnämnda var lämplig för att beskriva hur företag väljer att finansiera sin verksamhet på ett simpelt sätt. De tvivlade dock på huruvida pecking order-teorin är lika lämplig för tillväxtföretag som genomför stora investeringar i immateriella tillgångar. De kunde även dra slutsatsen att företag inte enbart belånar sig när oförutsägbara likvida underskott uppstår utan även för planerade investeringar (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

Fama och French (2002) fann i sin studie ett visst stöd för pecking order-teorin, i vilken de undersöker huruvida pecking order-teorin och trade off-teorin följs. Studien stödjer båda teorierna på ett antal punkter. För det första har lönsamma företag en högre utdelningsgrad, vilket stöder trade off-teorin. Detta beror på att företag enligt teorin strävar efter att upprätthålla en optimal skuldsättningsgrad. När företaget stärker sin soliditet med balanserade vinstmedel vill man återställa balansen genom att dela ut detta kapital. Å andra sidan fann de att investerande företag behåller en större andel av det internt upparbetade kapitalet, vilket är enlighet med pecking order-teorin vilken hävdar att företag föredrar det interna kapitalet före det externa vid investeringar. Studien visar även att lukrativa företag har en lägre skuldsättningsgrad, vilket är i enlighet med pecking order-teorin och motsatsen till vad trade off-teorin säger. Detta då företag enligt pecking order-teorin föredrar att använda internt kapital när möjligheten ges medan trade off-teorin menar att det inte finns något sådant specifikt samband. Även andra studier visar på en negativ korrelation mellan företags skuldsättningsgrad och lönsamhet (Goddard m.fl., 2005). En grupp av företag som enligt Fama och French (2002) pecking order-teorin inte är applicerbar på är små tillväxtföretag då deras finansiering till stor del består av nyemissioner, vilket motsäger pecking order-teorin.

I motsats till Fama och French (2002) kunde Frank och Goyal (2003) i sitt test av pecking order-teorin på ett stort antal börsnoterade företag i USA mellan åren 1971-1998 dra slutsatsen att de

med deras studie inte fann något stöd för att pecking order-teorin. Istället för internt upparbetat kapital var det i genomsnitt vanligast bland företagen att finansiera sin verksamhet med externt kapital. I valet mellan de två externa kapitalen, det vill säga lån och nyemission, var det nyemission som var den mest använda finansieringsformen. Faulkender och Petersen (2006) menar att det är svårare för företag som saknar någon omfattande bakgrund att få tillgång till kapital från bankmarknaden, vilket skulle kunna förklara att företag inte har något val mellan lån och nyemissioner. Att företag finansierar sin verksamhet med nyemission istället för banklån stämmer inte alls överens med pecking order-teorin där nyemission är det sista alternativet. Enligt Frank och Goyal (2003) förklarar pecking order-teorin finansieringen hos framför allt relativt nystartade storföretag. Hos mindre företag gick det inte att se samma förklaringsgrad som i de stora.

Vanacker och Manigart (2010) fann starka stöd för pecking order-teorin bland de amerikanska företag de undersökte. Deras slutsatser var att även om lönsamma tillväxtföretag har möjligheten till att ta lån föredrar de internt kapital. De fann även att nyemissioner är viktiga för olönsamma tillväxtföretag med hög skuldsättning, begränsad likviditet, hög risk och en stor andel immateriella tillgångar. Slutligen visade sig även att nyemissioner är viktiga för tillväxtföretag för att de ska kunna växa när de inte har möjlighet att ta nya lån.

Bhama m.fl. (2016) undersökte om de kunde finna något stöd för pecking order-teorin bland 500 börsnoterade företag i Indien under tidsspannet 2003-2012. De utgick från den modell som Shyam-Sunder och Myers (1999) utvecklade med vissa skillnader utöver de modifieringar som Frank och Goyal (2003) bistod med. Den huvudsakliga skillnaden var att de istället för att testa samtliga företag som både hade behov av externt kapital och överskott av internt kapital tillsammans som i tidigare studier undersökte de dessa företag i två grupper. Med företag som var i behov av externt kapital i den ena och företag som genererade ett överskott av kapital internt i den andra. Vad de fann var att pecking order-teorin förklarar agerandet hos företag med behov av externt kapital medan förklaringsgraden bland företag med överskott av internt kapital var avsevärt mycket lägre. Anledningen till varför företag som genererar mer kapital internt än vad de behöver inte betalar av långfristiga skulder vilket de skulle ha gjort enligt pecking order-teorin är enligt Bhama m.fl. (2016) att dessa företag generellt har en låg skuldsättningsgrad och inte vill amortera lån då det kan vara svårt att få ta nya vid eventuella framtida behov.

2.1.3 Svenska studier av pecking order-teorin

Jönsson (2002) studerar i sin avhandling finansieringen i snabbt organiskt växande företag. För att undersöka finansieringen i dessa företag valdes 1211 företag som enbart hade vuxit organiskt mellan åren 1993 och 1996 ut. Genom företagens årsredovisningar samlades data in för samtliga år och ett antal statistiska tester utfördes. Det centrala i dessa tester var om företagen hade finansierat sin verksamhet genom externt eller internt kapital och om det fanns något samband mellan dessa finansieringssätt med ett antal omgivningsfaktorer. Slutsatsen visade att de två viktigaste omgivningsfaktorerna för finansiering i snabbt organiskt växande företag var tillväxttakt i omsättning och storlek. Detta beror på att företag med en högre tillväxttakt både har ett lägre kassaflöde från driften och en högre grad av långfristiga skulder och aktiekapital. Efter det första testet som undersökte vilka omgivningsfaktorer som påverkar finansieringen i tillväxtföretag utfördes även ett test av pecking order-teorin för att se hur finansieringen av anläggningstillgångar ser ut i tillväxtföretagen. Resultatet från testet visar att pecking order-teorin är applicerbar på de snabbt organiskt växande företag men inte i samma utsträckning som på företag i allmänhet.

Lindblom, Sandahl och Sjögren (2011) publicerade en studie i vilken de undersöker huruvida pecking order-teorin och trade off-teorin är applicerbara på finansieringsvalen inom svenska företag. Denna studie utgår från de 500 största företagen i Sverige. Av dessa företag var det 393 företag som studerades då finansiella företag och de företagen med utländska huvudkontor exkluderades. Företagen fick svara på i vilken ordning de prioriterade nio olika finansieringsval. De slutsatser de kunde dra utifrån sin enkätstudie var att pecking order-teorin bekräftades när det gäller internt genererat kapital och banklån då nästan två tredjedelar av de tillfrågade svarade att internt genererat kapital är deras första val av finansiering och knappt hälften svarade att banklån var deras andra val.

Något som skiljer sig mellan pecking order-teorin och studien är att studien påvisar att företagen prioriterar nyemission före konvertibler och obligationer. Författarna menar dock att detta skulle kunna förklaras av den låga omfattningen av konvertibler och obligationer på den svenska kapitalmarknaden. Resultatet från studien visade även att det är svårare för små, och i synnerhet snabbväxande, företag att finansiera sin verksamhet med internt upparbetat kapital, samtidigt som detta kapital är viktigare för onoterade bolag än för noterade. Även om enkätstudien visade ett starkt stöd för pecking order-teorin var det en del svar från företagen som tenderade till att snarare stödja trade off-teorin. För att undersöka detta utförde de ett regressionstest. Enligt detta test var både pecking order-teorin och trade off-teorin applicerbara på de svenska företagen i studien. Det visade sig till och med att båda teorierna kan vara aktuella i ett och samma företag.

2.2 Tidigare studier gasellföretag och tillväxt

Blomkvist (2008, 2011) jämför gasellföretag med icke-växande företag. Hon använder sig av Dagens Industris definition på gasellföretag. Ett icke-växande företag definieras som ett företag som har en omsättningsförändring mellan -2% och +8% under en period av tre år, minst 10 miljoner kronor i omsättning, minst 10 anställda och minst fyra offentliggjorda årsredovisningar. En av de slutsatser Blomkvist drar av sin forskning är att gasellföretagen i studien i större utsträckning är små företag än icke-växande företag, vilka mestadels är medelstora. För det andra är det en större andel gasellföretag som tillhör tjänstesektorn jämfört med de icke-växande företagen. För det tredje ägs hälften av gasellföretagen av sina företagsledare vilket kan jämföras med icke-växande företag där enbart 15% ägs av deras företagsledare. Den sista slutsatsen som tas upp i denna studie är att både gasellföretagen och de icke-växande är lukrativa och att ingen större skillnad mellan deras skuldsättning finns.

Delmar (1997) argumenterar för att procentuella jämförelser inte alltid är rättvisande. Detta då det procentuellt underlättar väldigt mycket att vara liten då man i absoluta tal då inte behöver växa lika mycket. Delmar m.fl. (2001) behandlar forskningen om småföretag och entreprenörskap. Författarna beskriver bland annat att i en jämförelse mellan äldre och yngre företag växer de förstnämnda oftare genom förvärv. De talar även om tillväxttakten mellan de två kategorierna och kommer fram till att yngre företag växer snabbare än äldre företag.

När tillväxt ska mätas kan det vara viktigt att tänka på typerna av företag som studeras. Exempelvis finns det generellt stora skillnader i relevansen i olika tillväxttal mellan olika former av företag. (Kimberly, 1976) Balansomslutning är lämpligtvis mer relevant att mäta i tillverkande företag som tenderar att vara kapitalintensiva, medan det i tjänsteföretag för det mesta inte är lika intressant. Det allmänt mest universella måttet på tillväxt är omsättningstillväxt då detta är applicerbart i de flesta branscher, framför allt när dessa branscher ställs emot varandra i jämförande studier. Det är också möjligt att öka omsättning, utan någon

märkvärdig påverkan på tillgångar eller antal anställda (Weinzimmer, Nystrom & Freeman, 1998). Med ovan som bakgrund kommer omsättningstillväxt vara det mått studien undersöker tillväxt genom.

2.3 Sammanfattning referensram

Sammanfattningsvis skiljer resultaten mellan de amerikanska studierna av pecking order-teorin sig åt. De flesta av dessa studier finner stöd för pecking order-teorin medan Frank och Goyals (2003) studie inte gör det. Något forskarna bakom studierna till stor del är överens om är att pecking order-teorin sällan kan förklara små tillväxtföretags finansieringshierarki, trots att dessa antagligen är de företag som har mest informationsasymmetri mellan sig och externa finansieringsaktörer. Likt de utländska studierna råder det inte något konsensus bland de svenska undersökningarna huruvida pecking order-teorin är helt applicerbar eller inte. Till skillnad från de övriga studierna utgick Bhama m.fl. (2016) från att testa pecking order-teorin utifrån om företagen hade ett över- eller underskott av internt genererat kapital, vilket visade sig ha en betydelse för resultatet.

3. Metod

Utifrån syftet med studien, att undersöka finansieringen hos kraftigt organiskt växande företag, och med bakgrund i den teoretiska referensramen är denna uppsats en tvärsnittsstudie med kvantitativa data som har hämtats ur Business Retriever.

3.1 Val av metod

När det kommer till forskningsmetoder skiljs ofta två metoder från varandra, vilka är den kvalitativa och den kvantitativa forskningsmetoden. Den kvantitativa forskningen präglas av kvantitativ insamling och analys av data för att få en objektiv bild av verkligheten. (Bryman & Bell, 2013). Den data som ligger till grund för denna studie är kvantitativ och omfattande. På grund av mängden och sortens data är det problematiskt att utföra en kvalitativ studie. Följaktligen kommer en kvantitativ analys genomföras. Även de studier kring kapitalstruktur som nämns i den teoretiska referensramen är av den kvantitativa arten, vilket ytterligare styrker att den kvantitativa metoden är den metod som är mest relevant för denna studie. Anledningen till valet att studien ska baseras på sekundärdata är att det är betydligt mer tidseffektivt än att använda sig av egeninsamlad data. (Bryman & Bell, 2013)

3.2 Tillvägagångssätt

Denna studie har modellen som Shyam-Sunder och Myers (1999) presenterade i sin studie som grund. Syftet med modellen är att se förhållandet mellan de valda företagens likvida underskott och förändring i långfristiga skulder. Denna modell används även av Frank och Goyal (2003) med vissa modifikationer då de ansåg att den ursprungliga modellen inte var tillräckligt utvecklad. Modifikationen innebär att den del av långfristiga skulder som amorteras under den aktuella perioden inte tas upp separat i definitionen av det finansiella underskottet utan enbart inkluderas i förändringen i rörelsekapitalet, vilket Frank och Goyal anser är mer rättvisande. Denna studie utgår från den modell som Frank och Goyal (2003) utvecklade med vissa förändringar. Dessa förändringar är framför allt en uppdelning mellan företag i tre grupper. Dessa grupper innefattar; samtliga företag, de företag med ett finansiellt underskott och de företag med ett finansiellt överskott. Inspiration kommer från Bhama m.fl. (2016) som undersökte pecking order-teorin med nämnda upplägg på det indiska Bombay Stock Exchange 500 index.

3.2.1 Modell

Det mest centrala i den modell som Shyam-Sunder och Myers (1999) utvecklade för att testa pecking order-teorin är företags finansiella underskott. Detta underskott är det kapital som företagen själva inte klarar av att generera internt, vilket innebär att extern finansiering behövs. Då Shyam-Sunder & Myers (1999) utgår från att företag enbart i extremfall finansierar sig genom nyemissioner menar de att det räcker med att undersöka hur företagens lån förhåller sig till det likvida underskottet i företaget. Regressionsmodellen som kommer till uttryck i Shyam-Sunder och Myers (1999) ser ut på följande sätt:

$$\Delta D = \alpha + \beta * DEF + \varepsilon$$

Där ΔD motsvarar förändringen i långfristiga skulder. Förändringen av ett företags lån kan antingen vara positivt eller negativt beroende på om det har ett finansiellt under- eller överskott. Ett finansiellt underskott betecknas som ett positivt DEF. Ett negativt DEF är lika med ett

finansiellt överskott. Om det uppstår ett underskott tas enligt modellen nya lån och om ett överskott uppstår amorteras befintliga lån. Shyam-Sunder och Myers (1999) uppfattning om hur DEF ska definieras skiljer sig från Frank och Goyal (2003). Den definition som används i denna studie är Frank och Goyal (2003) som definieras följande:

$$DEF = DIV + X + \Delta W - C$$

DIV	- Den utbetalda utdelningen för perioden
X	- Kapitalutgifter
ΔW	- Nettoförändringen i rörelsekapitalet
C	- Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapitalet

Finansiellt under- och överskott utgörs av de fyra variablerna ovan. Ett finansiellt underskott uppkommer när kassaflödet från verksamheten understiger utflödet av pengar från verksamheten. Det vill säga när ett företag betalar ut mer pengar än vad det får in. Detta innebär att företaget måste förlita sig till externt kapital för att parera sitt underskott. På motsatt sätt uppstår ett finansiellt överskott när ett företag har ett högre kassaflöde in från verksamheten än flöde ut från densamme. Vid en sådan situation uppstår en möjlighet att betala av sina externa skulder. Hypotesen för att modellen ska ge stöd för pecking order-teorin är förväntade värden på riktningskoefficienten, $\beta=1$ och interceptet, $\alpha=0$. När detta uppstår följer lånen underskottet helt och hållet, vilket skulle stödja pecking order-teorin enligt Shyam-Sunder och Myers (1999). Residualen, ϵ , ska vara så liten som möjligt.

Ur de ursprungliga 917 företagen som finns representerade på Dagens Industris Gasellista från 2016 är 876 stycken med i studien. Av de 41 som inte finns representerade är 22 stycken företag inom branschen bank och finans. Därutöver har under de senaste åren majoriteten av de kvarvarande 19 bytt räkenskapsår. Detta har fört med sig jämförelsestörande siffror mellan åren. Exempelvis kan ett byte av räkenskapsår innebära att det undersökta året, eller det dessförinnan, består av fler månader än tolv. Detta kan innebära i övrigt oförklarliga ändringar i framför allt omsättning och resultat. I och med svårigheter med att korrigera för detta bortser studien från dessa företag.

Utifrån de 876 snabbväxande gasellföretagen som är med i studien har ett flertal variabler valts ut för att pröva det finansiella under- eller överskottets påverkan på ändringen i långfristiga skulder i syfte att testa pecking order-teorin med bakgrund i denna typ av svenska företag. De olika aspekterna har delats in i grupper för att se huruvida finansieringen skiljer sig åt mellan företag med olika egenskaper. Pecking order-teorin kommer testas utifrån följande variabler:

1. Bransch
2. Soliditet
3. Omsättningstillväxt
4. Ålder
5. Räntabilitet på eget kapital
6. Räntabilitet på totalt kapital
7. Storlek mätt i omsättning

För att gå ett steg djupare har de 876 företagen sedan delats upp i två grupper utifrån om de under 2015 haft ett finansiellt under- eller överskott. För de med underskott ska, om pecking order-teorin ska stämma, långfristiga skulder ha tagits. Motsatt så ska de med ett finansiellt överskott ha betalat av långfristiga skulder för att tala för pecking order-teorin. Utifrån dessa

två grupper har en likadan indelning som för de ursprungliga 876 gjorts. En tredje grupp som varken har ett under- eller överskott utan istället har en finansiell balans har inte tagits hänsyn till i del två av studien.

Det råder en problematik kring åldersindelning i delen som undersöker relationen mellan långfristiga skulder och finansiellt under- eller överskott utifrån ålder. Denna problematik grundar sig i svårigheter med åldersfördelningen och att antalet nyregistrerade företag per år inte är jämt fördelat över perioden. Hur indelningen görs och i vilka intervall, påverkar vilka utfall indelningen leder till. Ett exempel på den starka viktningen vid relativt nystartade företag är att antalet företag i studien med registreringsår under 2010, 2011 eller början av 2012, överstiger antalet företag från hela 1900-talet kombinerat.

3.2.2 Tolkning av resultat

Den modell som används för att undersöka huruvida pecking order-teorin följs bland gasellföretagen är en enkel linjär regressionsmodell bestående av ett y-värde i form av förändring i långfristiga skulder, ett intercept, α , en riktningskoefficient, β , och en residual, ε .

$$y = \alpha + \beta * x + \varepsilon$$

Modellens intercept, α , anger hur stor förändringen av långfristiga skulder är när det inte finns något finansiellt underskott i de undersökta företagen. Enligt modellen ska denna ha värdet noll för att pecking order-teorin helt ska förklara företags finansiering. Varken Myers (1999) eller Frank och Goyal (2003) lägger någon vikt vid att analysera modellens intercept och därför ligger fokus inte heller i denna studie på detta. Riktningskoefficienten, β , förklarar hur stor del av det finansiella underskottet (DEF) som täcks upp av nyupptagna lån. Om lånen måste följa underskottet fullt ut för att stöd för pecking order-teorin ska kunna påstås är dock inte självklart. Frank och Goyal (2003) nämner i sin studie att en koefficient på 0,75 med ett R^2 på 0,71 är tillräckligt för att man ska kunna anse att det finns ett starkt stöd för pecking order-teorin med denna modell. Detta skulle alltså innebära att inte hela det finansiella underskottet täcks av nyupptagna långfristiga skulder, vilket måste vara fallet enligt Shyam-Sunder och Myers (1999) för att pecking order-teorin ska gälla.

Regressionsanalysens determinationskoefficient R^2 anger i vilken grad de oberoende variablerna förklarar den beroende variabelns variation. Determinationskoefficienten antar ett värde mellan 0 och 1. Ju högre detta värde är desto bättre förklaras variationen i den beroende variabeln av de oberoende variablerna. När fler oberoende variabler adderas i en regressionsmodell minskar aldrig determinationskoefficienten. Den kan däremot öka vilket kan vara vilseledande. För att undvika detta problemet finns möjligheten att använda sig av den justerade determinationskoefficienten. Detta görs emellertid inte i denna studie då den använda regressionsmodellen enbart innehåller en oberoende variabel. Något av stor betydelse i statistiska tester är också den signifikansnivå som väljs. Detta då den bestämmer den risk som finns att ett felaktigt värde accepteras som sant. Ju högre signifikansnivå som väljs desto högre p-värde accepterar man, vilket innebär att risken för att de konstaterat signifikanta värdena faktiskt inte är korrekta ökar. I denna studie anges det om värdena har ett p-värde under 1, 5 eller 10%.

3.2.3 Data

Insamlandet av data har skett i ett antal steg. Till en början sammanställdes samtliga 917 företag i 2016 års Gasellista. Dessa har sedan kopplats ihop med ett organisationsnummer genom att söka på företagets namn, i första hand i databasen Retriever Business. Utifrån namnet har sedan omsättning och antal anställda under 2015 jämförts med presenterad data i Gasellistan. Vid svårigheter att hitta företag i Retriever Business har sökningar på sökmotorerna Ratsit och Allabolag legat till grund för insamlingen av organisationsnummer. Dessa organisationsnummer har sedan kontrollerats i Retriever Business. Sedan har olika data som beskrivs utförligare nedan sökts upp och blivit insamlat i Retriever Business. Dessa, tillsammans med vissa nyckeltal har legat till grund för studiens empiriska del. Den data som har extraherats ur Retriever Business är; resultat efter finansnetto, skatt, avskrivningar, utdelning, långfristiga skulder, anläggningstillgångar, rörelsekapital, bransch, registreringsdatum, omsättning, soliditet, avkastning på eget kapital, avkastning på totalt kapital, samt eget kapital. Utifrån denna data har förändring långfristiga skulder, omsättningstillväxt, kassaflöde, underskott (DEF), långfristiga skulder i förhållande till eget kapital, samt DEF i förhållande till eget kapital räknats ut. Beskrivande statistik för hela populationen angående dess soliditet, branschtillhörighet, ålder, omsättningstillväxt, räntabilitet på eget kapital, räntabilitet på totalt kapital, storlek mätt i omsättning, förändring av långfristiga skulder och finansiellt under- och överskott presenteras i början av det fjärde kapitlet i denna studie.

Då flera av de undersökta företagen redovisar enligt K2 finns det inget krav på dem att redovisa kassaflödesanalyser. Därför har, genom att använda data ur räkenskaperna, samtliga företags kassaflöden i ett första steg uppskattats. Denna beräkning har gjorts utifrån den indirekta modellen. Detta tillvägagångssätt innebär att man tar nettoresultatet och korrigerar för ej kassaflödespåverkande poster i den löpande verksamheten, investeringsverksamheten och finansieringsverksamheten. Därefter har företagens finansiella under- eller överskott räknats ut, följt av förändringen i långfristiga skulder mellan 2014 och 2015. De två nyckeltalen har i enlighet med Frank och Goyal (2003) dividerats med en kapitalbas i form av eget kapital för att sedan användas i regressionsanalyser. Dessa har utförts på urvalsgrupper som har delats in utifrån soliditet, bransch, ålder, omsättningstillväxt, räntabilitet på eget och totalt kapital samt storlek i form av omsättning. Analysen har genomförts i Excel och i SPSS.

I det förberedande stadiet i samband med en utforskning av forskningsområdet användes ett flertal sökord, framför allt i Göteborgs universitetsbiblioteks tjänst Supersök. De främsta sökorden som använts är *pecking order*, *gasellföretag*, *tillväxtföretag* och *kapitalstruktur*. Utöver dessa svenska sökord har även engelska sökord använts. Av dessa har, utöver *pecking order theory*, *growth* samt *capital structure* använts mest.

När den finansiella informationen bearbetades upptäcktes 26 fall där värden för ett antal poster antingen helt saknats eller varit bristfälliga för ett antal företag. För att minimera studiens bortfall av företag har i dessa fall det undersökts om företagen har förväxlats med ett annat företag eller deras koncern. Detta har gjorts genom att jämföra den omsättning och antal anställda som DI:s Gasellista anger. Lösningen blev att byta från företagets siffror till koncernens siffror vilket för de flesta korrigerade den felaktiga informationen.

Ett annat problem med databasen upptäcktes i samband med sammanställning av omsättning, vilken för ett antal företag understeg kraven för att kvalificera sig för Gasellistan. Problemet som identifierades var att Retriever Business anser att företag som avslutar sitt räkenskapsår i april tillhör året innan. Det vill säga att ett räkenskapsår som slutar 2016-04 räknas till 2015.

DI Gasell har inte räknat på samma sätt och data har därför korrigerats för 102 företag för att gälla rätt år.

3.2.4 Urval

Ur en population över snabbväxande svenska företag begränsas urvalet till de som kvalificerat sig för Dagens Industris lista över gasellföretag från 2016, baserad på siffror från 2012 till 2015. Av populationen på 917 gasellföretag har samtliga förutom de med eventuella brister på data eller i branschen bank och finans valts att undersökas. Efter att ha korrigerat för ej önskade företag består nettourvalet av 876 stycken företag. De 41 företag som inte studeras har åtminstone en av tre egenskaper. Ett alternativ är att ett företag i anslutning till det undersökta året bytt räkenskapsår vilket lett till ett extra långt, eller extra kort, jämförelse- eller undersökningsår. Ett annat alternativ är att företaget är verksamt inom branschgruppen bank och finans, vilka har exkluderats på grund av svårigheter att jämföra dessa företag med framför allt rörelsedrivande företag som jobbar med andra nyckeltal och inte har som affärsidé att genom balansräkningen tjäna pengar. Enligt Frank & Goyal (2003) är det praxis att utesluta finansiella företag i denna typ av studier. Slutligen har ett fåtal av företagen inte kunnat lokaliseras med den omsättning och det antalet anställda som uppges i DI Gasell och har därmed tagits bort.

Totalt antal företag	917
Företag inom bank och finans	-22
Byte av räkenskapsår	-17
Ej hittade företag	-2
Totalt antal företag i studien	876

Ordet gasellföretag myntades av David Birch som visade att små och snabbt växande företag är de som skapar de flesta jobben i ett samhälle. Dagens Industris kriterier för att få kalla sig för gasellföretag är att företaget åtminstone har publicerat fyra årsredovisningar samt att man har:

- En omsättning som överstiger 10 miljoner kr
- Minst tio anställda
- Minst fördubblat sin omsättning, om man jämför det första och fjärde räkenskapsåret i undersökningsperioden
- Ökat omsättningen varje år de senaste tre åren
- Ett rörelseresultat under de fyra räkenskapsåren som sammanlagt är positivt
- Framför allt vuxit organiskt
- Sunda finanser

3.3 Validitet och Reliabilitet

Bryman och Bell (2013) definierar validitet på följande sätt: “validitet handlar om en bedömning av om de slutsatser som genererats från en undersökning hänger ihop eller inte”, alltså om studiens resultat verkligen är ett resultat på frågan i fråga. Denna studie utgår till stor del från tidigare studier inom samma område. Detta leder till att studien utgår från väletablerade begrepp och metoder som tidigare har använts för liknande frågeställningar.

När en undersökning påverkas av slumpmässighet eller tillfälligheter innebär det att man inte kommer att få samma resultat om man genomför undersökningen vid ett senare tillfälle, vilket

innebär att studiens reliabilitet är låg. (Bryman & Bell, 2013) Den data som denna studie baseras på är sekundärdata hämtad från databasen Retriever Business, vilket leder till en ökad reliabilitet eftersom risken för subjektiv data minskar. Dock finns det fortfarande vissa risker för subjektiva bedömningar då det är företagen själva som sammanställer deras finansiella information. Det finns även en risk för felaktigheter i hur databasen läser in och hanterar olika nyckeltal och poster i boksluten. En fråga som, på grund av dess potentiella storlek, inte har undersökts vidare är hur resultaten påverkas av företagens val mellan K2- och K3-regelverken.

Studier kring kapitalstruktur utgår i mångt och mycket från samma teorier och modeller idag som i slutet av 1900-talet. Framför allt pecking order-teorin och trade off-teorin är två teorier som både ges stöd för och emot på regelbunden basis. Denna studie utgår i så stor utsträckning som möjligt från ursprungskällan och därmed refereras det till något äldre litteratur kring ämnet. Ett problem med att gå till dessa källor är dels deras ålder men också deras ursprung. En stor del av studierna som referensramen baseras på är amerikanska som har en annan företags- och finansieringskultur och även en betydligt större skara större företag än Sverige. Detta leder möjligtvis till en problematik att utifrån ett svenskt perspektiv dra slutsatser utifrån dessa studier. För att motverka denna problematik baseras även denna studie på svenska studier.

Uppsatsen utgörs av en tvärsnittsstudie där de 917 Gasellföretagen från 2016 undersöks utifrån deras kassaflöden och hur de påverkas av kapitalstruktur utifrån skillnader i bransch, soliditet, tillväxt, ålder, lönsamhet samt storlek. Genom att använda ett års data går det att undvika den inneboende problematiken som longitudinella studier har över företags utveckling. Denna problematik grundar sig i att definiera och följa upp vad ett företag faktiskt är. Om ett företag har vuxit tillräckligt mycket och bestämmer sig för att dela upp sig i divisioner, separata företag eller stora konglomerat, vilket är då det ursprungliga företaget? Om man dessutom säljer av delar - hur kan man på räkna på ett företags tillväxt över en period på 10 år? (Davidsson & Wiklund 2000). Genom att använda ett år kommer per definition inget av de undersökta företagen ha gått i konkurs. Något som, om man ser till tidigare års gasellistor, är tämligen vanligt några år efter.

I USA används banklån oftast som lösning på kortfristiga likviditetsproblem och de vanligaste sätten att finansiera sig på längre sikt är nyemission, kapital genererat från verksamheten och obligationer. Detta kan jämföras med det vanligaste sättet att finansiera sig i Sverige som är långfristiga lån via en bank som har goda kunskaper om ens verksamhet (Löf, 2004). Som tidigare nämnts är den modell som används i denna studie för att testa pecking order-teorin baserad på amerikanska studier. Detta innebär eventuellt att studiens resultatet påverkas då syftet med metoden är att undersöka hur företagen finansieras. Då modellen är en förenkling och utgår från att man själv beräknar det finansiella underskottet finns det även här en del risker med att detta underskott till viss del uppskattas felaktigt och på så sätt påverkar studiens resultat.

Det är inte bara möjligheterna och de föredragna sätten att finansiera sig som skiljer sig åt mellan svenska och amerikanska företag utan även de redovisningsregelverk som företag tvingas följa. Dessa regelverk skiljer sig till viss del åt. Exempelvis är det amerikanska regelverket US GAAP mer regelbaserat än de principbaserade regelverk som de svenska företagen redovisar efter. Även detta kan innebära en del problem av mindre betydelse när denna studies modell används för att testa pecking order-teorin på svenska företag.

3.4 Avgränsningar

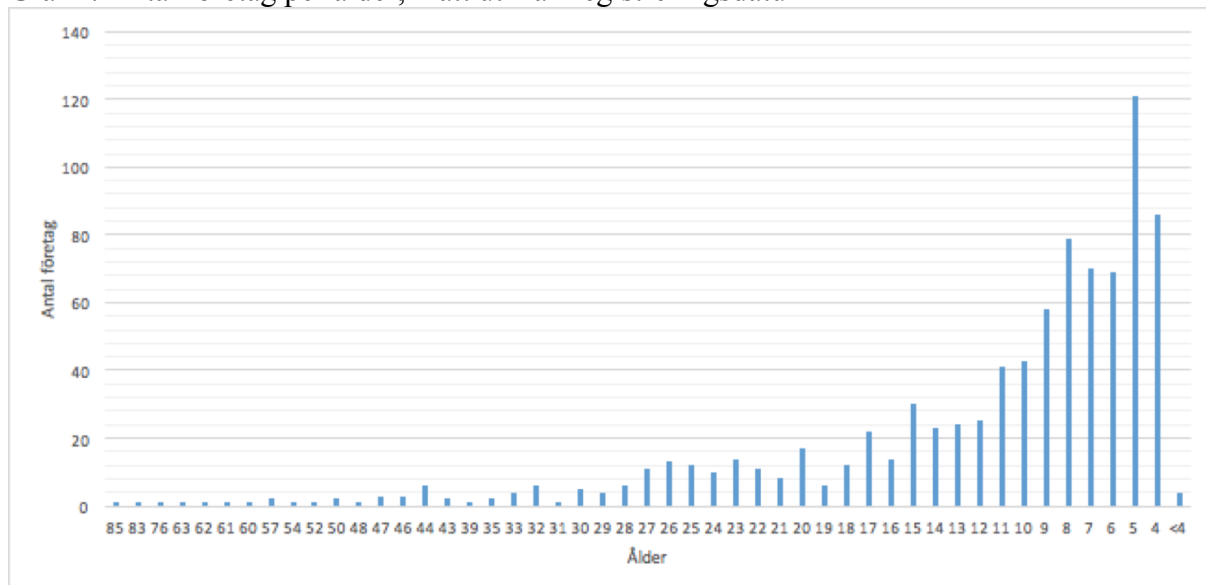
I och med att gasellföretag ligger till grund för studien tillkommer ett antal avgränsningar. Dessa innefattar framför allt företagets ålder och tillväxt. Per definition så bortser man från företag som ännu inte har publicerat fyra årsredovisningar. Eftersom kraven på tillväxt är högt ställda, och större företag blir "straffade" (Delmar 1997) av att vara för stora i fråga om relativ tillväxt, försvinner också de flesta stora företag. Man bortser även från de företag som helt eller delvis har vuxit genom förvärv. Då äldre företag oftare än yngre växer genom förvärv (Delmar m.fl., 2001) är det möjligt att även lite äldre företag försvinner ur urvalet. Slutligen finns det en risk att de allra mest snabbväxande företagen inte kvalar in i Dagens Industris Gasellista på grund av uppvisade minusresultat i det tidiga tillväxtstadiet. För att växa väldigt snabbt samtidigt som man uppvisar förluster krävs finansiellt starka ägare eller riskkapital. Samtidigt begränsar kriterierna för att komma med i Gasellistan möjligheterna till stora förluster då ett företag måste ha gått med vinst sett över fyra år. Med detta i beaktande finns en risk att resultatet snedvrids något. Slutligen förekommer sannolikt survivorship bias. I en studie över utvecklingen av de 250 främsta gasellföretagen från Gasellistan 2000, och 10 år framåt, visar det sig att 102 av de forna gasellföretagen har ändrat skepnad, varav 50 stycken har likviderats eller gått i konkurs (Rund & Skörvald, 2011). I och med att denna studie bara täcker året då företagen fått utnämningen, bortser studien från denna problematik.

4. Empiri och Analys

Det fjärde kapitlet inleds med deskriptiv data för de utvalda gasellföretagen som sedan följs av regressionstester för att testa till vilken grad pecking order-teorins förklaringsgrad bland gasellföretagen skiljer sig, beroende på skillnader i bransch, soliditet, tillväxt, ålder, lönsamhet samt storlek.

4.1 Deskriptiv data för populationen

Graf 1. Antal företag per ålder, mätt utifrån registreringsdatum



I enlighet med grafen ovan råder det en stor diskrepans mellan registreringsåren för gasellföretagen i 2016 års Gasellista. Det äldsta företaget var vid tidpunkten för de undersökta bokslutens avlämnande 85 år gammalt, med registreringsår 1930, och de allra mest nystartade nyss fyllda fyra. Dessa företag startades i början av 2012. Som går att utläsa ur grafen ovan är majoriteten av företagen i studien inte ens tio år gamla. Likt Delmar (1997) kan en anledning till varför en så stor del av populationen är relativt nystartade vara att det underlättar att växa procentuellt om man från början är liten. Delmar m.fl. (2001) argumenterar även för att äldre företag oftare än yngre växer genom förvärv vilket kan vara ännu en av anledningarna till att äldre företag försvinner ur urvalet.

Tabell 1. Tabell över branscher i studien, netto.

Bransch	Antal	Bransch	Antal	Bransch	Antal
Bygg-, design- & inredningsverksamhet	262	Bemanning & arbetsförmedling	29	Jordbruk, skogsbruk, jakt & fiske	6
Partihandel	75	Fastighetsverksamhet	27	Uthyrning & leasing	6
Data, it & telekommunikation	73	Företagstjänster	24	-	5
Hälsa & sjukvård	58	Hotell & restaurang	24	Avlopp, avfall, el & vatten	4
Teknisk konsultverksamhet	48	Reparation & installation	16	Övriga konsumenttjänster	4
Transport & magasinering	47	Reklam, PR & marknadsundersökning	15	Kultur, nöje & fritid	3
Tillverkning & industri	42	Utbildning, forskning & utveckling	15	Media	3
Juridik, ekonomi & konsulttjänster	40	Motorfordonshandel	8	Resebyrå & turism	3
Detaljhandel	32	Livsmedelsframställning	7	Totalt	876

Tabellen ovan beskriver branschfördelningen mellan företagen i urvalsgruppen. Branschindelningen är gjort utifrån SCB:s Standard för svensk näringsgrensindelning, SNI, och indelad i så kallade huvudgrupper. Ovan nämnda grupperingar av branscher är något trubbiga och leder till att bygg-, design- & inredningsverksamhet består av en förhållandevis stor grupp företag. Detta har emellertid ansetts rimligt för att undvika den stora mängd branscher som hade uppstått om branscherna var mer precist uppdelade. De fem företag som representeras av ett streck har inte på ett tillfredsställande vis kunnat placeras i någon av de följande branscherna men har i övrigt inkluderats i studien. Samtliga 22 företag inom branschen bank och finans har exkluderats från studien. Det beror på naturen i deras verksamhet som skiljer sig mot majoriteten av rörelsedrivande företag. En av skillnaderna mellan de gasellföretag och den grupp av icke-tillväxtföretag som Blomkvist (2011) undersökte var att gasellföretagen i betydligt större utsträckning tillhörde branscher som ingår i tjänstesektorn. Det framgår tydligt i tabellen över branschindelningen att en klar majoritet av gasellföretag tillhör tjänstesektorn vilket är i enlighet med Blomkvists resultat.

Tabell 2. Medelvärden och medianer på variabler i studien

Variabel	Medelvärde	Median	Medelvärde underskott	Median underskott	Medelvärde överskott	Median överskott
Samtliga omsättning (Mkr)	69653	32391	75507	31942	71431,0	35497,0
Låg omsättning (Mkr)	19998	19069	19757	18023	21286,0	19939,0
Hög omsättning (Mkr)	119308	64225	130980	67998	121415,0	69374,0
Samtliga tillväxt (%)	43,7	32,7	43,7	33,7	42,5	31,5
Låg tillväxt (%)	18,7	19,5	18,6	12,5	18,3	19,3
Hög tillväxt (%)	68,7	53,2	68,8	55,7	66,6	49,7
Samtliga soliditet (%)	36,6	34,4	32,4	30,0	37,5	35,9
Låg soliditet (%)	22,1	23,0	18,9	18,7	23,6	25,3
Hög soliditet (%)	51,1	49,0	45,9	43,1	51,4	49,1
Samtliga avkastning på eget kapital (%)	65,2	58,9	43,0	50,5	82,4	65,8
Låg avkastning på eget kapital (%)	22,1	34,2	10,1	24,2	29,7	41,6
Hög avkastning på eget kapital (%)	108,4	83,4	76,0	74,1	135,1	88,6
Samtliga avkastning på totalt kapital (%)	22,8	20,6	17,3	14,8	25,7	24,5
Låg avkastning på totalt kapital (%)	9,4	10,7	5,3	6,5	12,4	13,0
Hög avkastning på totalt kapital (%)	36,2	33,6	29,2	25,9	38,9	36,7

Då omsättningsmedelvärdet för de företag med relativt hög omsättning är generellt högre och betydligt högre än den motsvarande medianen för gruppen innebär det att det finns extremvärden som ökar medelvärdet. Det betyder att det antagligen finns ett antal företag med i populationen som har en betydligt högre omsättning i jämförelse med övriga företag. Det samma gäller tillväxten, men skillnaderna mellan medelvärdena och medianerna för tillväxt är inte lika stora. När det gäller soliditeten bland de undersökta gasellföretagen är den genomsnittliga soliditeten ungefär fem procentenheter högre för företagen med finansiellt överskott än för företagen med behov av externt kapital. Även Bhama m.fl. (2016) fann att företag med finansiellt överskott generellt har en låg skuldsättningsgrad. Utifrån tabellen kan man se att det antagligen finns ett antal extremvärden, alltså företag med väldigt hög avkastningen på eget kapital, i populationen speciellt bland företagen med finansiellt överskott. Men även generellt är avkastningen högre bland företagen med finansiellt överskott, vilket skulle kunna bero på att dessa företag genererar ett överskott av kapital internt på grund av deras höga lönsamhet. Detta samband skulle även kunna vara aktuellt för avkastning på totalt kapital då både medelvärdet och medianen för detta nyckeltal är betydligt högre bland gasellföretagen med finansiellt överskott än för de med behov av externt kapital.

4.2 Korrelation mellan studiens variabler

Tabell 3. Korrelationsmatris över undersökta nyckeltal och variabler

Variabel	Omsättning	Tillväxt	Soliditet	Avk. på eget kapital	Avk. på totalt kapital	Fin. under- eller överskott	Förändring långf. skulder	Ålder
Omsättning	1							
Tillväxt	0,014	1						
Soliditet	-0,014	0,019	1					
Avk. på eget kapital	0,020	0,009	-0,058*	1				
Avk. på totalt kapital	-0,027	0,172***	0,559***	0,318***	1			
Fin under- eller överskott	0,100***	0,008	-0,107***	-0,158***	-0,209***	1		
Förändring långf. skulder	0,249***	-0,003	-0,067**	-0,026	-0,074**	0,620***	1	
Ålder	0,114***	-0,048	0,041	0,014	-0,043	-0,001	0,021	1

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, och *** $p < 0,01$.

Ovanstående korrelationsmatris innehåller de variabler som undersökts i denna studie, förutom branschtillhörighet som inte på ett tillfredsställande sätt kunnat porträtteras i matrisformat. Utifrån korrelationsmatrisen kan man se att korrelationerna mellan variablerna till stor del är svaga. De två variabler som korrelerar med varandra mest är finansiellt under- eller överskott och förändring av långfristiga skulder. Detta innebär att de långfristiga skulderna följer det finansiella under- eller överskottet och vice versa. Denna relation undersöks mer djupgående nedan.

En annan intressant iakttagelse är korrelationen mellan soliditet och avkastning på totalt kapital jämfört med korrelationen mellan soliditet och avkastning på eget kapital. Den förstnämnda visar på en relativt stark positiv korrelation. Denna korrelationen går att jämföra med den negativa korrelation mellan företags skuldsättningsgrad och lönsamhet som har uppmärksammats i tidigare studier (Goddard m.fl., 2005). Den positiva korrelationen mellan soliditet och avkastning på totalt kapital kan delvis förklaras av Fama och French (2002) som finner att lönsamma företag har en lägre skuldsättningsgrad än mindre lönsamma. De finner samma samband och menar att det är ett stöd för pecking order-teorin, eftersom det innebär att företag istället för med hög avkastning låter det internt upparbetade kapitalet stärka soliditeten istället för att behålla sin kapitalstruktur.

Studien finner inte en korrelation likt Faulkender och Petersen (2006) mellan ålder och soliditet utan den enda signifikanta korrelationen för ålder är en svag sådan med omsättning.

4.3 Resultat utifrån branschtillhörighet

Vid undersökning av finansieringens samband med förändringen av långfristiga skulder utifrån branschindelning har de åtta branscher med flest antal företag valts ut utifrån den i empiriavsnittet inledande tabellen.

Tabell 4. Det finansiella under- eller överskottets påverkan på ändringen i långfristiga skulder, utifrån branschtillhörighet.

Samtliga företag inom följande branscher, oavsett under- eller överskott								
	Bygg	Parti-handel	Data, IT	Hälsa & Sjukvård	Teknisk konsult	Transport	Tillverkning	Juridik, ekonomi
Intercept	0,046 (0,064)	0,053** (0,022)	0,045 (0,059)	0,073 (0,047)	0,188** (0,083)	0,018 (0,017)	0,142*** (0,050)	0,129*** (0,040)
Koefficient	0,042*** (0,012)	0,911*** (0,034)	-0,05 (0,035)	0,231*** (0,060)	0,796*** (0,046)	0,999*** (0,006)	0,884*** (0,039)	0,841*** (0,061)
N	262	75	73	58	48	47	42	40
R²	0,043	0,907	0,029	0,209	0,865	0,999	0,928	0,833

* p<0,10, ** p<0,05, och *** p<0,01, standardfel inom parentes.

När samtliga branscher jämförs oberoende om de har ett finansiellt under- eller överskott är de flesta koefficienterna signifikanta. Koefficienten för transportbranschen har värdet 0,999 med ett lågt standardfel, vilket innebär att för varje krona antingen under- eller överskott sker nästan exakt samma förändring av långfristiga skulder. När detta sker innebär det att företagen i branschen finansierar sitt finansiella underskott nästan uteslutande med långfristiga skulder, vilket innebär att pecking order-teorin förklarar företagets finansiering mycket väl. På motsvarande sätt betyder det att företagen vid ett finansiellt överskott betalar av långfristiga skulder. I övrigt är det enligt resultaten partihandel-, tillverkning-, juridik/ekonomi- och den tekniska konsultverksamhetsbranschen som tenderar att agera starkt utifrån pecking order-teorins hierarki om man utgår från att det en koefficient på 0,75 räcker för att man ska kunna påstå att pecking order-teorin stöds, vilket Frank och Goyal (2003) gör.

Tabell 5: Det finansiella underskottets påverkan på ändringen i långfristiga skulder, utifrån branschtillhörighet.

Företag med underskott inom följande branscher								
	Bygg	Parti-handel	Data, IT	Hälsa & Sjukvård	Teknisk konsult	Transport	Tillverkning	Juridik, ekonomi
Intercept	-0,026 (0,024)	-0,025 (0,021)	-0,052 (0,054)	-0,005 (0,005)	-0,043 (0,073)	-0,007 (0,030)	0,111* (0,064)	0,012 (0,067)
Koefficient	0,956*** (0,021)	1,051*** (0,031)	0,940*** (0,077)	1,003*** (0,010)	0,855*** (0,099)	1,001*** (0,008)	0,923*** (0,041)	1,017*** (0,064)
N	89	36	19	19	19	22	23	11
R²	0,959	0,972	0,897	0,998	0,815	0,999	0,961	0,966

* p<0,10, ** p<0,05, och *** p<0,01, standardfel inom parentes.

Till skillnad från testet av samtliga branscher oberoende om de har ett finansiellt under- eller överskott är samtliga koefficienter signifikanta i motsvarande test för företag med ett finansiellt underskott. Däremot är det enbart ett av intercepten som är signifikant med ett p-värde under 0,10. Samtliga branscher har här en koefficient på ett värde runt 1, vilket antagligen innebär att pecking order-teorin är applicerbar på dessa företag enligt modellen. Alla branscher har emellertid inte en koefficient \pm standardfel som kan vara lika med 1. Det vill säga att en ökning med en enhet i DEF, motsvaras av en lika stor ändring i långfristiga skulder. Detta innebär att pecking order-teorin inte fullt ut kan förklara de här branschernas finansieringsbeteende. Om man utgår från att det krävs en koefficient på 1 för att man ska finna stöd för pecking order-teorin, vilket Shyam-Sunder och Myers (1999) anser att man ska göra, är det partihandel, hälsa & sjukvård samt transport som uppfyller detta kriterium. Dessa branscher har till och med enligt modellen lånat mer än vad deras finansiella underskott uppgår till. Utifrån en koefficient på 0,75, vilket Frank och Goyal (2003) anser vara tillräckligt för ett starkt stöd för pecking order-teorin skulle förklara företags finansieringsagerande, gäller pecking order-teorin i samtliga branscher. Antalet bolag i en del av branscherna, framför allt i ekonomi, juridik och konsulttjänster, är lågt. Detta kan påverka resultatet och gör att enskilda data får mer tyngd.

Tabell 6: Det finansiella överskottets påverkan på ändringen i långfristiga skulder, utifrån branschtillhörighet.

Företag med överskott inom följande branscher								
	Bygg	Parti-handel	Data, IT	Hälsa & Sjukvård	Teknisk konsult	Transport	Tillverkning	Juridik, ekonomi
Intercept	-0,216 ** (0,097)	0,098* (0,051)	-0,101 (0,074)	-0,025 (0,079)	0,458** (0,169)	0,038* (0,019)	0,072 (0,106)	0,043 (0,094)
Koefficient	0,021 (0,014)	0,927*** (0,057)	-0,118 *** (0,034)	0,077 (0,076)	0,850*** (0,067)	1,007*** (0,009)	0,720*** (0,125)	0,389*** (0,188)
N	137	32	40	29	23	23	18	19
R²	0,018	0,898	0,242	0,037	0,883	0,998	0,676	0,201

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, och *** $p < 0,01$, standardfel inom parentes.

När samtliga företag med ett finansiellt överskott utifrån de olika branscherna jämförs är koefficienterna för hälsa & sjukvård- och byggbranschen inte signifikanta, medan koefficienterna för de övriga branscherna är det. Den enda koefficienten som uppgår till värdet 1 är den som tillhör transportbranschen. Partihandel och den tekniska konsultverksamheten är två branscher som har relativt höga koefficienter. Teknisk konsultverksamhet har också ett högt värde på interceptet vilket enligt regressionsanalysen talar för en ändring av långfristiga skulder, trots en finansiell balans. En av branscherna, data och IT har en negativ koefficient. Denna koefficient har värdet -0,118, vilket innebär att företagen i denna bransch generellt har ökat de långfristiga skulderna trots att de har haft ett överskott av internt upparbetat kapital enligt modellen. Denna koefficient kan jämföras med den motsvarande koefficient som Bhama m.fl. (2016) fick för samtliga företag med finansiellt överskott som hade värdet -0,111. Anledningen till de låga värdena på koefficienterna skulle kunna vara att företagen antar att det kommer att finnas ett framtida behov av kapitalet, vilket leder till utebliven amortering (Bhama m.fl., 2016).

4.4 Resultat utifrån soliditet

Vid undersökning av det finansiella under- eller överskottets samband med förändringen av långfristiga skulder utifrån soliditet har de 876 företagen delats upp i två grupper, från de 438 med lägst soliditet till de 438 med högst soliditet. Medianen i populationen, och därmed gränsvärdet mellan de två grupperna är en soliditet på 34,3%. I ett nästa steg har de 876 företagen delats in utifrån om de har ett finansiellt under- eller överskottet. 313 företag har under 2015 haft ett finansiellt underskott och 445 företag har under 2015 haft ett finansiellt överskott. Var och en av dessa två grupper har sedan delats i två med ett medianvärde på 30,0% i soliditet för de med ett finansiellt underskott och 35,9% i soliditet för de med ett finansiellt överskott. 118 företag har varken haft ett underskott eller överskott vilket innebär att det interna kapitalet har räckt till för årets önskade investeringar, alternativt att företagen inte har haft möjlighet att anskaffa nytt externt kapital.

Tabell 7. Det finansiella under- eller överskottets påverkan på ändringen i långfristiga skulder, utifrån soliditet.

Urval	Företag med låg soliditet			Företag med hög soliditet		
	Samtliga	Underskott	Överskott	Samtliga	Underskott	Överskott
Intercept	0,243*** (0,071)	0,006 (0,019)	-0,259*** (0,094)	0,014* (0,007)	-0,025** (0,012)	0,015 (0,016)
Koefficient	0,130*** (0,016)	0,988*** (0,009)	0,042*** (0,016)	0,346*** (0,022)	0,875*** (0,039)	0,404*** (0,035)
N	438	157	223	438	157	223
R²	0,127	0,987	0,030	0,357	0,768	0,377

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, och *** $p < 0,01$, standardfel inom parentes.

Den grupp av företag som har den högsta koefficienten är den som består av företag med en låg soliditet och ett finansiellt underskott. Detta kan jämföras med de företag med en låg soliditet och ett finansiellt överskott, vilka har en koefficient nära noll. Det förhållande som råder mellan koefficienterna för under- och överskott bland företagen med en hög soliditet påminner om det tidigare nämnda förhållandet. Men i detta fall är skillnaden mindre. Ju mer man lånar desto lägre soliditet får man. Detta skulle kunna vara anledningen till att de företag med låg soliditet täcker en större del av sitt finansiella underskott än de med hög soliditet. Bhama m.fl. (2016) menar att företag med finansiellt överskott generellt har högre soliditet än företag med finansiellt underskott. Enligt tabell 2 är detta fallet även bland företagen i denna studie. Enligt Bhama m.fl. (2016) väljer sällan företag som har ett finansiellt överskott att amortera för att kunna möta framtida behov av kapital. Detta skulle även kunna stämma in på gasellföretagen i denna studie då koefficienten för företag med finansiellt underskott är betydligt högre än för de med finansiellt överskott. Däremot finns inte detta samband mellan soliditet och amortering när man enbart jämför företagen med finansiellt överskott. Företagen med en högre soliditet och finansiellt överskott har en koefficient på 0,404 vilket är betydligt högre än den motsvarande koefficienten på 0,042 för gruppen av företag med en relativt låg soliditet.

4.5 Resultat utifrån tillväxt

Medianen i populationen, och därmed gränsvärdet mellan gruppen med högst tillväxt och gruppen med lägst tillväxt är 32,7%. Notera att omsättningstillväxten i de flesta fall inte sammanfaller med omsättningstillväxten som ligger till grund för urvalet av företagen. Detta beror på att den nödvändiga omsättningstillväxten för att kvalificera sig för DI Gasell är 100%, räknat på fyra år. Enda kravet för det undersökta året är att omsättningen ökat från föregående år och kan därför öka mer eller mindre kraftigt.

I ett nästa steg har grupperna delats in i de med ett finansiellt underskott och de med ett finansiellt överskott. Var och en av dessa två grupper har sedan delats i två med ett medianvärde på 33,7% i tillväxt för de med ett finansiellt underskott och 31,4% i tillväxt för de med ett finansiellt överskott.

Tabell 8. Det finansiella under- eller överskottets påverkan på ändringen i långfristiga skulder, utifrån omsättningstillväxt.

Urval	Företag med låg omsättningstillväxt			Företag med hög omsättningstillväxt		
	Samtliga	Underskott	Överskott	Samtliga	Underskott	Överskott
Intercept	0,096* (0,057)	-0,025 (0,016)	-0,202** (0,091)	0,096*** (0,015)	-0,012 (0,015)	-0,132*** (0,032)
Koefficient	0,081*** (0,014)	0,976*** (0,012)	0,047*** (0,016)	0,901*** (0,014)	1,001*** (0,009)	0,004 (0,032)
N	438	157	223	438	157	223
R²	0,075	0,977	0,039	0,909	0,987	0,000

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, och *** $p < 0,01$, standardfel inom parentes.

Likt resultaten från de tidigare testerna i denna studie är koefficienten betydligt närmare 1 för de företag som har ett finansiellt underskott än för de företag som har ett finansiellt överskott. Detta innebär att pecking order-teorin skulle kunna förklara till stor grad finansieringen i de företag som har ett finansiellt underskott. Koefficienten för de företag som både har hög omsättningstillväxt och finansiellt överskott är dock inte signifikant, men däremot den motsvarande för företag med en relativt låg omsättningstillväxt. Lindblom, Sandahl och Sjögren (2011) menar att pecking order-teorin är mindre applicerbar på små tillväxtföretag. Samtliga företag i denna studie är tillväxtföretag, vilket gör det svårt att avgöra om pecking order-teorins förklaringsgrad beror på om ett företag är ett tillväxtföretag eller inte i denna studie. Däremot kan man se att pecking order-teorin i större utsträckning verkar kunna förklara finansieringen i företag med relativt hög omsättningstillväxt bättre än finansieringen av företagen med lägre tillväxt.

4.6 Resultat utifrån ålder

Vid undersökning av det finansiella under- eller överskottets samband med förändringen av långfristiga skulder utifrån företagets ålder har de 876 företagen delats upp i tre grupper. Dessa är indelade enligt:

- 1900-talet (206 företag)
- 2000-talet (462 företag)
- 2010-talet (208 företag)

I ett nästa steg har de 876 företagen delats in utifrån om de har ett finansiellt under- eller överskott. De som varken hade ett under- eller överskott under 2015 var 27 företag med registreringsår på 1900-talet, 61 företag med registreringsår på 2000-talet samt 30 företag med registreringsår på 2010-talet. Att dessa företag är i finansiell balans innebär att det interna kapitalet har räckt till för årets önskade investeringar alternativt att företagen inte har haft möjlighet att anskaffa nytt externt kapital. Dessa företag följer ungefärligen proportionerna på hela urvalet. Det verkar med andra ord inte finnas någon åldersfaktor bakom vilka företag som har en finansiell balans.

Tabell 9. Det finansiella under- eller överskottets påverkan på ändringen i långfristiga skulder, utifrån ålder.

Urval	Företag från 1900-talet			Företag från 2000-talet			Företag från 2010-talet		
	Samtliga	Under-skott	Över-skott	Samtliga	Under-skott	Över-skott	Samtliga	Under-skott	Över-skott
Konstant	0,116 (0,091)	-0,040 ** (0,019)	-0,176 *** (0,052)	0,151 *** (0,031)	-0,018 (0,016)	0,058 (0,060)	0,123 *** (0,042)	0,007 (0,022)	0,099 (0,084)
Koefficient	0,050 *** (0,015)	1,002 *** (0,009)	-0,001 (0,007)	0,585 *** (0,025)	0,982 *** (0,014)	0,430 *** (0,041)	0,740 *** (0,030)	0,975 *** (0,018)	0,658 *** (0,050)
N	206	68	111	462	168	233	208	77	101
R²	0,049	0,995	0,000	0,537	0,966	0,322	0,751	0,974	0,640

p<0,10, ** p<0,05, och *** p<0,01, standardfel inom parentes.

Att indelningen ovan har gjorts utifrån tre kategorier; företag från 1900-talet, företag från 2000-talet samt företag från 2010-talet, har både för- och nackdelar. Bland fördelarna kan nämnas överskådligheten som uppstår i och med en enkel uppdelning. I och med den skeva åldersfördelningen hade en fördelning utifrån antal företag per grupp kunnat vara problematisk. Problematiken försvinner emellertid inte genom att dela in företagen enligt ovan. Att dra slutsatser utifrån att två företag från tidigt 1930-tal skulle ha något gemensamt med den stora mängden företag i slutet av 1900-talet, bara för att de grundades under samma sekel är svårt. Trots det är bara 19 av 206 företag från 1900-talet från innan 1980. Att dela upp dessa i en så liten grupp är likväl ändå inte bättre. En annan möjlighet hade varit att dela upp företagen i två jämnstora grupper. I ett sådant fall kvarstår dock problematiken med de stora ålderskillnaderna då medianen i populationen är företag med registreringsdatum i november, 2006. Likt Delmar m.fl. (2001) som beskriver att äldre företag växer långsammare än yngre, kan en av anledningarna till att populationen är så snedfördelat vara kraven på tillväxt som existerar i urvalskriterierna för att komma med på Dagens Industris Gasellista.

Samtliga koefficienter förutom den för företag med finansiellt överskott som grundades under 1900-talet är signifikanta. Att det är svårare för företag med en begränsad historik att få tillgång av kapital via bankmarknaden, vilket Faulkender och Petersen (2006) nämner, skulle kunna vara en förklaring till att koefficienten för företagen med finansiellt underskott är närmare 1 ju äldre företagen är. Alltså att ju yngre ett företag är, desto mindre del av det finansiella underskottet täcks av nyupptagna långfristiga skulder. Samtidigt visar resultaten utifrån samtliga företag i de tre åldersspannen på att pecking order-teorin främst kan förklara yngre företags finansiering.

4.7 Resultat utifrån lönsamhet

Medianen i populationen, och därmed gränsvärdet mellan gruppen med den 50% lägsta lönsamheten och gruppen med den 50% högsta lönsamheten har 20,5% i räntabilitet på totalt kapital. I ett nästa steg har företagen delats in i grupper utifrån om de har haft ett finansiellt under- eller överskott. Var och en av dessa två grupper har sedan delats i två med ett medianvärde på 14,8% i räntabilitet för de med ett finansiellt underskott och 24,5% i räntabilitet för de med ett finansiellt överskott. 118 företag har varken haft ett underskott eller överskott vilket innebär att det interna kapitalet har räckt till för årets önskade investeringar, alternativt att företagen inte har haft möjlighet att anskaffa nytt externt kapital.

Tabell 10. Det finansiella under- eller överskottets påverkan på ändringen i långfristiga skulder, utifrån räntabilitet på totalt kapital.

Urval	Företag med låg räntabilitet på totalt kapital			Företag med hög räntabilitet på totalt kapital		
	Samtliga	Underskott	Överskott	Samtliga	Underskott	Överskott
Intercept	0,120*** (0,028)	-0,009 (0,021)	0,077 (0,054)	0,002 (0,018)	0,003 (0,014)	-0,009 (0,029)
Koefficient	0,843*** (0,016)	0,980*** (0,014)	0,704*** (0,032)	-0,002 (0,004)	1,002*** (0,006)	-0,005 (0,005)
N	438	157	223	438	157	223
R²	0,861	0,970	0,686	0,001	0,998	0,005

* p<0,10, ** p<0,05, och *** p<0,01, standardfel inom parentes.

De koefficienter som inte är signifikanta i detta test är de som tillhör företagen med hög räntabilitet på totalt kapital som ingår i grupperna med samtliga företag och med finansiellt överskott. I företag med låg räntabilitet på eget kapital visar alla grupper på en hög koefficient och en relativt hög förklaringsgrad. Även i detta test är koefficienterna betydligt högre för företagen med finansiellt underskott. Grunden till att företag med hög räntabilitet på totalt kapital tenderar att låna aningen mer för att fylla det finansiella underskottet skulle kunna vara att dessa har lättare att få långfristiga lån beviljade då det är positivt att visa hög räntabilitet (Faulkender och Petersen, 2006).

Vid undersökning av räntabilitet på eget kapital har medianen i populationen 58,8% i räntabilitet på eget kapital. Därefter har de likt övriga variabler delats in i grupp utefter finansiellt under- eller överskott. Var och en av dessa två grupper har sedan delats i två med ett

medianvärde på 50,4% i räntabilitet för de med ett finansiellt underskott och 65,8% i räntabilitet för de med ett finansiellt överskott.

Tabell 11. Det finansiella under- eller överskottets påverkan på ändringen i långfristiga skulder, utifrån räntabilitet på eget kapital.

Urval	Företag med låg räntabilitet på eget kapital			Företag med hög räntabilitet på eget kapital		
	Samtliga	Underskott	Överskott	Samtliga	Underskott	Överskott
Intercept	0,075*** (0,022)	-0,010 (0,020)	0,053 (0,047)	0,078 (0,051)	-0,021** (0,011)	-0,086 (0,056)
Koefficient	0,833*** (0,017)	0,970*** (0,015)	0,707*** (0,033)	0,063*** (0,012)	1,003*** (0,007)	0,011 (0,010)
N	438	157	223	438	157	223
R²	0,844	0,962	0,673	0,056	0,993	0,005

* p<0,10, ** p<0,05, och *** p<0,01, standardfel inom parentes.

Resultaten från testet av långfristiga skulder och under- eller överskott, utifrån räntabilitet på eget kapital, påminner väldigt mycket om resultaten från det motsvarande testet för räntabilitet på totalt kapital. En av skillnaderna mellan dessa nyckeltal är kapitalbasen. Utöver det utgår de ifrån olika resultat. Räntabiliteten på totalt kapital utgår ifrån resultat innan finansiella kostnader samtidigt som räntabiliteten på eget kapital utgår ifrån resultat efter finansiella poster. Då dessa nyckeltal har mycket gemensamt skulle det kunna förklara likheten mellan studiens resultat utifrån de två olika nyckeltalen.

4.8 Resultat utifrån storlek

De 876 företagen har likt i de övriga variablerna delats upp i två grupper, i detta avsnitt utifrån omsättning. Medianen i populationen hade under det undersökta året en omsättning på 33 miljoner kronor. Företagen har sedan delats in utefter finansiellt under- och överskott, vilka sedan har delats i två. Medianvärdena för de med ett finansiellt underskott var 32 miljoner kronor i omsättning och för de med ett finansiellt överskott 35 miljoner kronor i omsättning.

Tabell 12. Det finansiella under- eller överskottets påverkan på ändringen i långfristiga skulder, utifrån storlek mätt i omsättning.

Urval	Företag med låg omsättning			Företag med hög omsättning		
	Samtliga	Underskott	Överskott	Samtliga	Underskott	Överskott
Intercept	0,122*** (0,034)	-0,019 (0,015)	0,025 (0,062)	0,078* (0,041)	-0,024 (0,015)	-0,117** (0,056)
Koefficient	0,750*** (0,022)	0,988*** (0,008)	0,525*** (0,040)	0,043*** (0,010)	1,005*** (0,015)	0,015 (0,010)
N	438	157	223	438	157	223
R²	0,727	0,989	0,438	0,040	0,965	0,010

* p<0,10, ** p<0,05, och *** p<0,01, standardfel inom parentes.

Samtliga koefficienter förutom den för företag med hög omsättning och finansiellt överskott är signifikanta. Utifrån koefficienterna för företagen med finansiellt underskott, som båda är väldigt nära 1, är det svårt att särskilja om pecking order-teorin kan påverkas av företagets omsättning. Enligt studien av Frank och Goyal (2003) är pecking order-teorin generellt mer applicerbar på stora företag och Fama och French (2002) menar att små tillväxtföretag är de företag som pecking order-teorin är minst applicerbar på. Även Lindblom, Sandahl och Sjögren (2011) menar att ju mindre ett företag är desto mindre är sannolikheten att pecking order-teorin är en lämplig teori för att beskriva finansieringen i företaget. Detta då de anser att det är svårare för små, och särskilt snabbväxande, företag att finansiera sin verksamhet med internt upparbetat kapital. När det kommer till företagen i denna studie kan man se att de med högre omsättning och finansiellt underskott tenderar att agera mer efter pecking order-teorin än de motsvarande med lägre omsättning, även om båda har höga koefficienter. Detta är i enlighet med de tidigare nämnda studierna. Däremot kan man inte alls se samma samband mellan grupperna när det gäller samtliga företag. För samtliga företag förklarar pecking order-teorin bäst den gruppen med den lägre omsättningen, vilket talar emot nämnda studier.

5. Slutsatser

Utifrån de gasellföretag som under det undersökta året har visat på ett finansiellt underskott råder det inga tvivel om att pecking order-teorin verkar följas. Det vill säga att lån tas upp för den delen av investeringarna som inte kan finansieras av det internt genererade kassaflödet. Denna slutsats dras med backning av genomgående höga koefficienter och låga p-värden. Emellertid visar β -värdet, det vill säga koefficienten, inte samma höga nivåer som för företag med ett finansiellt överskott som för företag med ett finansiellt underskott. Detta gör att pecking order-teorin inte fullt ut kan antas vara applicerbar på de undersökta gasellföretagen.

När samtliga företag vävs samman, och de som varken har ett under- eller överskott tas med, beror resultaten mycket på hur urvalssammansättningarna ser ut. Storleksmässigt små företag ser ut att följa pecking order-teorin betydligt mer än större företag. Företag med låg lönsamhet, både mätt med eget och totalt kapital som bas, visar också siffror i enlighet med teorin. Pecking order-teorin verkar däremot inte kunna förklara de mest lönsamma företagens finansiering. Företag med hög omsättningstillväxt, oberoende av dess eventuella under- eller överskott, visar en stark koppling till pecking order-teorin medan de med en lägre tillväxt inte gör det.

Resultaten skiljer sig tydligt åt beroende på bransch. Beaktat både under- och överskott i de utvalda branscherna är det fem branscher som står ut i positiv bemärkelse och tre branscher där pecking order-teorin inte verkar kunna förklara finansieringen alls. För företag med underskott visar samtliga branscher på en tydlig trend för att pecking order-teorin ska stämma, även om inte alla koefficienter \pm standardfel är lika med 1. När bara de företag med ett finansiellt överskott beaktas är det endast transportbranschen som kan förklara av pecking order-teorin. Däremot finns det fog att tro att pecking order-teorin stämmer in någorlunda även i branscherna partihandel, teknisk konsultverksamhet samt tillverkning och industri. I branschen data och it är koefficienten negativ med ett p-värde under 0,01. Detta innebär att företagen i dessa branscher genomsnittligt enligt modellen har valt att öka de långfristiga skulderna trots att de har genererat ett överskott av kapital internt. Övriga branscher med en koefficient runt noll har ett för högt p-värde som gör att dessa siffror inte är signifikanta. Därför kan de heller inte ligga till grund för en slutsats.

För både grupperna med ett finansiellt underskott och grupperna med ett finansiellt överskott finns en problematik i att urvalet i grupperna kan vara relativt begränsat. Särskilt tydligt är det i branschen ekonomi, juridik och konsultverksamhet där endast elva företag finns representerade i gruppen med ett finansiellt underskott.

Denna studie har utifrån syftet och den utvecklade modellen försökt besvara de i problemformuleringen nämnda frågeställningarna. Dessa lyder:

- I vilken utsträckning kan svenska gasellföretags finansiering förklaras av pecking order-teorin?
- Till vilken grad skiljer pecking order-teorins förklaringsgrad sig, beroende på skillnader i tillväxt, bransch, ålder, storlek, soliditet samt lönsamhet?

Ovanstående frågeställningar leder till ett antal möjliga slutsatser. Utifrån Bhama m.fl. (2016) har gasellföretagen i studien delats in med hänsyn till om de under det undersökta året haft ett finansiellt underskott eller ett finansiellt överskott. Effekten av att ha gjort så har visat sig betydelsefull. Många tidigare studier har inte kunnat visa på att pecking order-teorin går att applicera på små, snabbväxande företag. Utifrån den här studien stämmer emellertid

finansieringen hos de gasellföretag med ett finansiellt underskott väl in med pecking order-teorin. Fortsättningsvis stämmer teorin inte lika väl in på finansieringen hos företagen med ett finansiellt överskott. En eventuell förklaring på detta är att deras överskott är tillfälligt. Det vill säga att de sparar överskottet till senare år. Om de hade betalat av sina skulder skulle det eventuellt inte vara lika enkelt att återupprätta dem på nytt. Den andra frågeställningen kräver ett mer utförligt svar då variablerna i varierande grad förklarar pecking order-teorin.

Företag med ett finansiellt underskott talar för pecking order-teorin, oavsett hög eller låg tillväxttakt. I företag med en hög tillväxttakt kan dessutom hela urvalet ses följa pecking order-teorin, oavsett finansiellt under- eller överskott. Branschtillhörighet har en stor påverkan när man ser till hela urvalet, alternativt endast de med ett finansiellt överskott. Vid ett finansiellt underskott skiljer sig inte resultatet åt nämnvärt beroende på bransch. Här kan pecking order-teorin genomgående förklara företagets finansiering väl.

Likt tillväxttakt, branschtillhörighet och övriga indelningar, visade sig ett finansiellt underskott vara den viktigaste faktorn bakom om pecking order-teorin kan styrkas eller inte utifrån ålder. Emellertid blev det tydligt att ju yngre företag, desto mer kan finansieringen förklaras av pecking order-teorin. Koefficienten för alla företag inom gruppen samt de med ett finansiellt överskott, visade sig väldigt låg i företag från 1900-talet. För företag från 2000-talet finns det ett starkare samband mellan underskott och nyupptagna lån, alternativt överskott och amorterade lån. I företag med registreringsår under 2010-talet visar sig detta samband ännu starkare. Kvarstår gör dock det faktum att åldersindelningen inte är optimal, vilket gör att inga större slutsatser kan dras av denna del av studien.

Även vid undersökning av företag utifrån omsättning, soliditet och lönsamhet finner studien intressanta tendenser. Utifrån omsättning kan pecking order-teorin beskriva finansieringen hos gruppen med en förhållandevis låg omsättning. Även här är ett finansiellt underskott den gemensamma faktorn i och med att den bäst förklarar teorin, både hos företag med låg och hög omsättning. Med en indelning baserat på soliditet förklarar pecking order-teorin bäst finansieringen hos den grupp företag med lägst soliditet utifrån företag med underskott. Däremot går det att se bättre resultat överlag, oberoende av under- eller överskott, i företag med hög soliditet. Vid undersökning av lönsamheten skiljer sig inte räntabilitet på eget kapital och räntabilitet på totalt kapital sig åt nämnvärt. En stor skillnad finns däremot i korrelationsmatrisen där räntabilitet på totalt kapital och soliditet visar på en relativt stark korrelation, något som räntabilitet på eget kapital och soliditet inte gör. Pecking order-teorin visar starka tendenser på att kunna förklara finansieringen hos företag med låg lönsamhet, oavsett finansiell status. För företagen med hög lönsamhet kan bara de med ett finansiellt underskott förklaras av pecking order-teorin.

Denna studie visar på att i princip oavsett gruppindelning så kan, enligt studiens resultat, pecking order-teorin till en stor grad förklara finansieringen hos de svenska gasellföretag med ett finansiellt underskott. Det här är något som tidigare i stor utsträckning inte har kunnat utrönas. Jönson (2002) kunde i viss mån styrka ett samband mellan snabbväxande företags finansiering och pecking order-teorin. Även Bhama m.fl. (2016) kunde visa på det sambandet. Tidigare studier, exempelvis Shyam-Sunder och Myers (1999), Fama och French (2002) samt Frank och Goyal (2003) har inte kunnat visa på samma förklaringsgrad för små och snabbväxande företag.

Sammanfattningsvis visar studien på blandade resultat där ett finansiellt överskott och vissa branscher och aspekter talar emot den. Samtidigt visar studien prov på att ett finansiellt

underskott i de flesta branscher och utifrån de flesta aspekter talar för pecking order-teorin. Slutsatsen är att pecking order-teorin utifrån metoden i viss utsträckning kan förklara finansieringen hos svenska tillväxtföretag.

6. Förslag till fortsatt forskning

Utifrån metoden och resultaten uppkommer ett flertal aspekter som hade varit intressanta att undersöka ytterligare. Något som är till denna studies nackdel är att företag som redovisar enligt regelverket K2 inkluderas i populationen. Då dessa inte behöver redovisa kassaflödesanalyser har det inneburit till att deras kassaflöden behövs uppskattas, vilket kan ha lett till vissa felaktigheter. Genom att enbart undersöka företag som redovisar enligt exempelvis K3 eller IFRS och därmed publicerar kassaflödesanalyser skulle detta kunna undvikas. Därför skulle det kunna vara lämpligt endast inkludera dessa företag i en eventuell framtida studie.

Många av de undersökta företagen har visat prov på en stadigt växande omsättning. Detta är i enlighet med andra som har studerat gasellföretag också ett av kriterierna för att kvalificera sig för studien. Tidigare studier har visat på problem med att väldigt snabbväxande företag ofta stannar upp kraftigt i sin tillväxt eller till och med minskar densamme efter att man har letat sig in i Gasellistan. Därför vore det intressant att undersöka vad som händer med gasellföretagen åren efter de har blivit utsedda och hur det kan förklaras.

En intressant aspekt att bygga vidare på vore att undersöka eventuella skillnader och likheter mellan privata och börsnoterade snabbväxande företag i en svensk kontext för att testa pecking order-teorin. Detta då tidigare forskning mycket har fokuserat på företag som ofta befinner sig i en amerikansk börsnoterad miljö. I ett sådant här fall skulle man sannolikt behöva använda sig av en annan definition av tillväxtföretag. Detta för att kunna fånga upp fler noterade företag som ofta är större företag än majoriteten av företagen på Gasellistan. Förslagsvis skulle studien kunna göra skillnad på företag med under- och överskott då detta visade sig ha stor betydelse för denna studies resultat.

Större företag är ett annat potentiellt ämne att undersöka. En frågeställning skulle kunna vara till vilken grad pecking order-teorins förklaringskraft skiljer sig åt beroende på företagsstorlek. I och med att lägstanivån för omsättning för att kvalificera sig för Dagens Industris Gasellista är relativt lågt ställd, skiljer det sig i denna studie mycket på de minsta och de största företagen. Den större halvan av gasellföretagen i denna studie, när finansiellt under- eller överskott inte är beaktat, visar på ett sämre förklaringsvärde än halvan med de mindre företagen. Här skulle man kunna dela hela populationen på två, alternativt göra en till antal företag mindre studie med bara de största företagen.

7. Källförteckning

Bhama, V., Jain, Pramod Kumar & Yadav, Singh Surendra, 2016. Testing the pecking order theory of deficit and surplus firms Indian evidence. *International journal of managerial finance : IJMF*, 12(3), pp.335–350.

Birch, David L, 1979. *The job generation process.*, Cambridge, Mass.

Blomkvist, Marita, 2008. *Entreprenörer som redovisare - bokslutsprocessen i Gasellföretag.*
Entreprenörer som redovisare - bokslutsprocessen i Gasellföretag.

Blomkvist, M. & Far, 2011. *Entreprenörer som redovisare : [bokslutsprocessen i Gasellföretag]*, Stockholm: FAR akademi.

Bryman, A. & Bell, E., 2013. *Företagsekonomiska forskningsmetoder 2.*, [rev.] uppl., Stockholm: Liber.

Davidsson, P. & Wiklund, Johan, 2000. Conceptual and empirical challenges in the study of firm growth. *The Blackwell handbook of entrepreneurship*, pp.26–44.

Delmar, F., 1997. Measuring growth: Methodological considerations and empirical results. In R.Donckels & A.Miettinen (Eds.), *Entrepreneurship and SME research: On its way to the next millennium*. pp. 199–216.

Delmar, F. et al., 2001. *Tillväxtföretagen i Sverige 1.* uppl., Stockholm: SNS förl.

Donaldson, G., 1961. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.

Fama, E.F. & French, K.R., 2002. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), pp.1–33.

Faulkender, M. & Petersen, M.A., 2006. Does the Source of Capital Affect Capital Structure? *The Review of Financial Studies*, 19(1), pp.45–79.

Frank & Goyal, 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), pp.217–248.

Frank, M.Z. & Goyal, V.K., 2009. Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), pp.1–37.

Goddard, J., Tavakoli, M. & Wilson, J.O.S., 2005. Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15(18), pp.1269–1282.

Harris, M. & Raviv, A., 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46(1), pp.297–355.

- Johansson, S.-E. & Runsten, M., 2005. Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt : mål, samband och mätmetoder 3., [rev.] uppl., Lund: Studentlitteratur
- Jönsson, C., 2002. Finansiering i snabbt organiskt växande företag, Göteborg: Företagsekonomiska inst., Handelshögsk.
- Kimberly, J.R., 1976. Organizational Size and the Structuralist Perspective: A Review, Critique, and Proposal. *Administrative Science Quarterly*, 21(4), pp.571–597.
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H., 1973. A STATE-PREFERENCE MODEL OF OPTIMAL FINANCIAL LEVERAGE. *Journal of Finance*, 28(4), pp.911–922.
- Lindblom, T., Sandahl, Gert & Sjögren, Stefan, 2011. Managers' capital structure decisions : the Pecking Order Puzzle. In *Bank performance, risk and firm financing*. pp. 273–288.
- Löf, H., 2004. Dynamic optimal capital structure and technical change. *Structural Change and Economic Dynamics*, 15(4), pp.449–468.
- Michaelas, N., Chittenden, F. & Poutziouris, P., 1999. Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12(2), pp.113–130.
- Modigliani, F. & Miller, Merton H, 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), pp.261–297.
- Myers, S.C., 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), pp.574–592.
- Rund, Madeleine & Skörvald, Anna, 2011. Gasellföretagens utveckling -En branschindelad jämförelse över tid mellan Gasellföretag och deras marknad.
- Sexton, D.L. & Landström, H., 2000. *The Blackwell handbook of entrepreneurship*, Oxford: Blackwell.
- Shyam-Sunder & C. Myers, 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), pp.219–244.
- Vanacker, T. & Manigart, R., 2010. Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing. *Small Business Economics*, 35(1), pp.53–69.
- Weinzimmer, Nystrom & Freeman, 1998. Measuring organizational growth: Issues, consequences and guidelines. *Journal of Management*, 24(2), pp.235–262.
- Winborg, J., 2000. Financing small businesses : developing our understanding of financial bootstrapping behavior, Lund ; Halmstad: Scandinavian Institute for Research in Entrepreneurship (SIRE), Högsk. [distributör].

8. Bilagor

Gasellbilagan Dagens Industri (2016-12-15):

<http://www.di.se/PdfViewer/Pages/Viewer.aspx?issueId=8626c43c36ee4254ac12d0cb50342f7f&version=2&cat=%C3%96vrigt&pubDate=161215#locale=sv-SE&twoPageView=2&disableRange=false>