



LUNDS
UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen
FEKH19 Strategic Management
VT-16

Affärsänglar ♥ Entreprenörer

En undersökande studie om affärsänglar och dess faktorer till investeringar

Författare:

Allmér, Cecilia	930524-0781
Björk, Helen	930327-0046
Larsson, Antonia	940624-8188
Regnell, Josephine	940526-9425

Antal ord: 13 076

SAMMANFATTNING

Titel: Affärsänglar hjärta entreprenörer

Seminariedatum: 2016-06-02

Ämne/kurs: FEKH19, Examensarbete kandidatnivå i Strategic Management, 15 högskolepoäng

Författare: Antonia Larsson, Cecilia Allmér, Helen Björk, Joséphine Regnell

Handledare: Devrim Göktepe-Hultén

Nyckelord: Agentteorin, Stewardshipteorin, Affärsänglar, Agent, Principal, Investeringar

Syfte: Syftet med studien är att undersöka vilka faktorer som är viktiga för affärsänglar vid investeringar samt ifall dessa utifrån ett agentteoretiskt perspektiv har något samband till relationen mellan affärsängeln och entreprenören. Vidare syftar uppsatsen till att undersöka om det finns en skillnad mellan affärsänglar som prioriterar finansiella eller icke-finansiella faktorer vid investeringar ur ett agentteoretiskt perspektiv.

Metod: Studien utgörs av en kvantitativ undersökning med deduktiv ansats. En webbaserad enkätundersökning ligger till grund för datainsamlingen och ämnar besvara studiens frågeställning om vilka faktorer som är viktiga för affärsänglar vid investeringar och om dessa i sin tur har ett samband till principal-agent-relationen mellan entreprenör och affärsängel. Fokus i enkätundersökningen ligger på att mäta hur viktiga våra åtta valda faktorer är för respondenterna när de investerar, och sedan koppla detta till agentproblematik.

Teori: Agentteorin har kommit att bli en välanvänd teori när man studerar olika relationer. Eisenhardt (1989) definierar agenten som en part som är anställd av en principal. Hon menar att problematiken mellan dessa parter uppstår då (1) Principalen och agenten har olika avsikter (*differ in objectives*) och (2) Agentens arbete skildrar *hidden action* eller *hidden information*. Studiens teoretiska problematisering grundar sig således främst i agentteorin och vad som skapar agentproblematik. Studien tar även grund i teorins antagande om det mänskliga beteendet som säger att människan är opportunistisk, riskavert och endast kapabel att agera med begränsad rationalitet. Förhållandet mellan principal (investerare) och agent (entreprenör) tolkas utifrån olika akademiska artiklar om affärsänglar, stewardshipteorin samt annan praktisk bakgrund som stödjer valet av faktorer som ligger bakom investeringar hos affärsänglar.

Resultat: SPSS användes för att gå tillväga med den statistiska sammanställningen. Korrelationen mellan valda variabler mättes via en bivariat analys där deskriptiva tabeller togs fram för att kunna se eventuell korrelation. Korrelationen mättes med Pearson's r korrelationstest. Respondenterna delades i nästa steg in i två grupper för att göra skillnad på de som värdesatte icke-finansiella faktorer eller finansiella faktorer. Ett T-test utfördes sedan för att se om vi kunde påvisa någon skillnad mellan grupperna i fråga om agentproblematik.

Slutsats: Relationen mellan affärsängeln och entreprenören är utifrån undersökningen högst personlig och påverkas inte av affärsängelns val av faktorer, då det i de flesta fall inte hittades något signifikant samband.

ABSTRACT

Title: Business angels [heart] entrepreneurs

Seminar date: 2016-06-02

Course: FEKH19, Business Administration: Bachelor Degree Project in Strategic Management Undergraduate Level, 15 credits

Authors: Cecilia Allmér, Helen Björk, Antonia Larsson, Joséphine Regnell

Advisor: Devrim Göktepe-Hultén

Key words: Agency theory, Stewardship theory, Business Angels, Agent, Principal, Investments

Purpose: The purpose with the study is to investigate which of the factors that are most important for business angels in their investments and if these priorities in a principal-agent-perspective has a connection with the relationship between the business angel and the entrepreneur. Further, the study focus on investigating if there is any difference between business angels with focus on financial versus non-financial factors for investments, from a principal-agent-perspective.

Methodology: The study was made as a quantitative survey, using a deductive approach based on a cross-sectional study. A web-based survey creates the basis for the data collection and intends to answer the research question on the possible correlation between business angels' financial and non-financial factors for investments and agency problem. The focus of the survey is to measure how important our eight factors are for the business angels when they make investment, and then correlate this to the degree of agency problem that they have experienced.

Theory: Eisenhardt (1989) defines the agent as one who is employed by a principal. She argues that the problem between these parties arise when (1) The principal and the agent *differ in objectives* and (2) The agent's work depicts of *hidden action* or *hidden information*. The theoretical problem of the study is thus based primarily on agency theory and the perception of the agency problem. The study is also built on the assumption the theory does about people; that they are opportunistic, risk averse and only capable to act with bounded rationality. The principal-agent relationship is applied on various academic articles on business angels, agency theory, stewardship theory and other practical background to support the financial and non-financial factors for investments.

Result: SPSS was used to make the statistics. The correlation between chosen variables was measured by a bivariate analysis where descriptive tables were made to see possible correlation. The correlation was measured by a Pearson's test. The respondents was then divided into two groups to separate the ones who focus on financial or non-financial factors. A T-test was then made to see if we could find any difference between the two groups in matter of agency problem.

Conclusions: The study did not find any significant connections between the variables, which show that the relationship between business angels and entrepreneurs are highly personal and is not necessarily affected by the factors behind the investment of the business angels.

ACKNOWLEDGEMENT

We would like to thank all of the Business Angels that have taken their time to answer our survey. An extra thank you for the big interest you have shown for being a part of our research. Without you, this would not have been possible.

We would also like to thank our supervisor who has put in a lot of time and effort to guide and help us with our work on this research paper.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

SAMMANFATTNING	2
ABSTRACT	3
ACKNOWLEDGEMENT.....	4
INTRODUKTION.....	6
Teoretisk bakgrund.....	6
Praktisk bakgrund.....	7
Problemformulering	10
Syfte	11
Frågeställning	11
TEORI	12
Agentteorin.....	12
Stewardshipteorin.....	17
Tidigare forskning om affärsänglar ur ett agentteoretiskt perspektiv.....	19
Teoretiskt ramverk	21
FÖRKLARING AV VALDA FAKTORER	22
Icke-finansiella faktorer.....	22
Finansiella faktorer.....	23
Hypotes.....	24
METOD.....	25
Forskningsdesign.....	25
Urval.....	26
Datainsamling.....	27
Tillvägagångssätt.....	29
Dataanalys	31
Validitet och Reliabilitet.....	34
RESULTAT	36
Tabell 1. Genomsnitt, standardavvikelser, spridning och korrelation	37
Hypotestest	41
ANALYS.....	43
Prioritering av icke-finansiella eller finansiella faktorer	48
SLUTSATS OCH DISKUSSION	49
Slutsats.....	49
Diskussion	50
REFERENSER.....	53
BILAGOR	56
Bilaga 1. Enkät	56

INTRODUKTION

Teoretisk bakgrund

Agentteorin har kommit att bli en väl tillämpad teori när man studerar relationer mellan företagsledning och investerare. Eisenhardt (1989) definierar agenten som en part som anställs av en principal för att agera i principalens intresse. Detta kan appliceras på många olika förhållanden, allt ifrån VD/medarbetare, olika företag i en värdekedja (kund/leverantör) men även till relationer utanför företagsvärlden. Vidare beskriver Eisenhardt (1989) att problematiken mellan dessa parter uppstår då:

1. Principal och agent har olika avsikter (*differ in objectives*)
2. Relationen speglas av *hidden action*
3. Relationen speglas av *hidden information*

Dessa definitioner ligger till grund för vidare analys i denna studie och kommer att förklaras mer ingående i ett senare skede. Första punkten adresserar problematiken kring att principalen vill maximera sin nytta till minsta möjliga kostnad, samtidigt som agenten vill maximera sin ersättning till minsta möjliga nivå av ansträngning. Agentteorin antar att människor alltid kommer agera nyttomaximerande för sin egen vinning (Eisenhardt, 1989). Eisenhardts teori syftar även till att principal och agent har olika inställning vad gäller risk. På grund av sådana skillnader i riskpreferenser kan agenten agera på ett sätt som inte stöds av principalen. Vidare grundar sig den andra och tredje punkten i att det finns svårigheter för principalen att observera det arbete som agenten utför samt att det kan råda asymmetrisk information i relationen. Dessa faktorer menar Eisenhardt (1989) försvårar möjligheten att skriva kompletta kontrakt. Utöver att skriva kontrakt finns det även andra lösningar på agentproblematiken, såsom övervakningsmekanismer eller användning av prestationsbaserade löner. De kostnader som principalen lägger på att minska denna agentproblematik bildar en så kallad agentkostnad. Principalen måste då välja mellan att riskera att agenten agerar på ett

opportunistiskt sätt som kan missgynna principalen eller att implementera ett kostsamt system som kan minska eventuell agentproblematik.

Stewardshipteorin är en utveckling på agentteorin. Stewardshipteorin ifrågasätter de negativa antaganden som agentteorin gör angående det mänskliga beteendet, och håller således inte med om att alla människor är egoistiska och agerar opportunistiskt. I stewardshipteorin motsvarar stewarden agenten (från agentteorin) och står således i relation till principalen. Till skillnad från agenter, nyttomaximerar stewards genom att agera för organisationens bästa och drivs av inre motivation. Inre motivation kan till exempel vara självförverkligande, ansvar eller en känsla av gemenskap. Den mest framträdande skillnaden mellan agentteorin och stewardshipteorin är att agentteorin är utformad utifrån misstrohet mot agenten medan stewardshipteorin bygger på att principalen litar på agenten och dennes intressen för organisationen. Till skillnad från agentteorin behöver en steward, för att fungera som bäst, få så mycket auktoritet och befattningsförmåga som möjligt (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

I rapporten kommer principal-agent-relationen i form av affärsängel (principal) och entreprenör (agent) att analyseras med avstamp i agentteorin. Stewardshipteorin kommer sedan användas för att öka förståelsen för denna relation samt som en ytterligare grund för att fördjupa analysen.

Praktisk bakgrund

Sverige har idag näst störst andel startup-företag i världen per capita och är väldigt innovativa inom många olika områden (Regeringskansliet, 2015). Ett startup-företag definieras som ett ungt företag där entreprenören har majoritet i företaget (Robehmed, 2013). Det finns många olika sätt för unga bolag att söka kapital. Marknaden för riskkapitalister delas vanligen upp i två delar, ett formellt segment och ett informellt segment. Det formella segmentet består framförallt av riskkapitalbolag. Riskkapitalbolag förmedlar kapital från investerare och tar

investeringsbeslut för deras räkning. Det informella segmentet består bland annat av affärsänglar, vilka vanligtvis är mycket involverade i de projekt eller företag som de väljer att investera i (Argerich, Hormiga & Valls-Pasola, 2013). Det är även vanligt att en affärsängel fungerar som en form av mentor till entreprenören då affärsängeln bidrar med exempelvis personlig kunskap, erfarenhet och viktiga kontakter, vilket inte riskkapitalbolag vanligen gör (Capizzi, 2014). Vidare beskrivs affärsänglar prioritera andra faktorer än rent ekonomiska i den meningen att kapitalvinsten givetvis är av hög vikt, men att denna ska samverka med andra icke-finansiella faktorer för att en investering ska genomföras (Mason & Stark, 2004). Detta förstärks av Capizzi (2014) som i sin rapport "The Returns of Business Angels' Investments and Their Major Determinants" studerar affärsänglar och dess bakomliggande faktorer för investeringar. Capizzi (2014) menar att olika faktorer för att investera i företag skiljer sig åt mellan affärsänglar och riskkapitalbolag. Formella investerare har enbart finansiell avkastning som mål när de väljer att investera och tar då framförallt hänsyn till risk. Informella investerare tar istället ofta hänsyn till flera aspekter utöver den finansiella avkastningen när de väljer att investera. Ett exempel på detta kan vara tillfredsställelsen av att spela en entreprenörsroll eller att vara en del av en spännande teknisk utveckling.

Sudek (2007) har också undersökt vilka faktorer som affärsänglar prioriterar i valet av investeringar. Undersökningen genomfördes på en specifik grupp affärsänglar i Kalifornien, USA. Fokus låg på affärsänglarnas tankar och idéer vid investeringsbeslut samt hur de prioriterar sina investeringskriterier. I undersökningen valdes 27 olika bakomliggande faktorer för investeringar ut, som samtliga grundar sig i egenskaper hos entreprenören, produkten och marknaden. Genom en kvantitativ undersökning kom man fram till att följande tre faktorer var bland de mest väsentliga: trovärdighet hos management teamet/entreprenören, startup-företags ledningsgrupp och entusiasm. Vidare definierades vikten av ledningsgruppens egenskaper för en investerare i form av passion och hängivenhet.

Beslutsprocessen hos affärsänglar, vid investeringar, skiljer sig åt från riskkapitalbolag och deras arbete. Maxwell, Scott och Lévesque (2011) har studerat beslutsprocessen hos affärsänglar genom att sammanställa faktorer som tidigare forskats om i olika studier, för att i sin tur få en bättre syn på beslutsprocessens olika stadier. Riskkapitalbolag investerar ofta i ett senare skede i ett företags utvecklingsprocess i jämförelse med affärsänglar, då risken är högre i ett tidigt stadiet. Således menar man att affärsänglar utgör en större betydelse i det tidiga skedet av ett företags utveckling, vilket är en viktig aspekt i utformningen av denna studie. Maxwell, Scott och Lévesque (2011) har vidare analyserat beslutsprocessen vid affärsänglars investeringar utifrån olika steg i sin forskning. Det som man kom fram till var att affärsänglars beslutsprocess vid investeringar inte liknar en vanlig fullständig beslutsmodell. Man menar istället att affärsänglar använder "genvägar" och sällar sedan sina investeringsmöjligheter utifrån olika kriterier. Detta sker till stor grad redan i det tidigaste stadiet, det vill säga vid det så kallade sorteringsstadiet.

För att återkoppla till affärsänglars personliga relationer med entreprenörer har man kunnat konstatera att den mest kritiska faktorn i affärsänglars investeringsbeslut är egenskaperna hos de personer som är involverade i företaget man investerar i. Affärsänglar beskrivs ytterligare sträva efter personer som är tillförlitliga och som uppvisar stark arbetsmoral samt förstår vad som krävs för att lyckas i sin bransch (Haines, Madill & Riding, 2003). Entreprenören och dess egenskaper sägs spela en viktig roll även i form av att personkemin mellan affärsängel och entreprenör har en viss inverkan på affärsängelns beslut. Detta grundar sig i att affärsängelns möjligheter att få vara delaktig i entreprenörens arbete ökar vid god personkemi, vilket fungerar som en motivationsfaktor för denne i sin investering. För affärsängelns är dennes engagemang och arbete med entreprenören en tillfredsställande del i investeringen, då det innebär att affärsängelns kan få vara med och bidra till verksamhetens framgång (Mason & Stark, 2004). Detta förstärks av uttalandet av Van Osnabrugge och Robinson (2000) som menar att

affärsänglar inkluderar subjektiva faktorer och magkänsla i sina investeringar. Man kan således tänka sig att detta bidrar till att affärsänglars investeringar får ett personligt fokus, dels för att man har ett intresse av att arbeta med entreprenörer, men även för att man litar på sin instinkt vad gäller exempelvis egenskaperna hos entreprenören samt tillförlitligheten för denna.

Problemformulering

Jensen och Meckling (1976) ansåg att forskningen inom agentteorin kan utvecklas genom att undersöka agentkostnader i andra situationer än de mest traditionella med övervakning och kontrakt inom ett företag. Med detta i åtanke har vi valt att vända på teorin och undersöka den från en ny vinkel. Denna studie ämnar undersöka principalens agerande snarare än det klassiska synsättet där agentens agerande analyseras. Vi vill undersöka om *principalens* bakomliggande faktorer för investering har ett samband med relationen till agenten och således även till agentproblematik. Detta för att vi tror att det kan påverka kunskapen om *hur* agentkostnader uppstår. Studien fokuserar på en relation mellan investerare, närmare bestämt en affärsängel, och en entreprenör. Utifrån tidigare studier om affärsänglar och dess faktorer för investeringar, beslutsprocesser samt egenskaper har vi kunnat se att affärsänglar skiljer sig markant från det som karakteriserar formella investerare som exempelvis riskkapitalbolag. Det finns tydliga indikationer på att affärsänglars relationer är mer komplexa och personliga än vad agentteorin förutspår om principalen och agenten. Med utgångspunkt i Eisenhardts (1989) antagande om människors opportunistiska beteende, vill vi undersöka om det finns en skillnad i fråga om agentproblematik mellan de affärsänglar som framförallt fokuserar på ekonomisk vinst och de som ser till mer icke-finansiella faktorer. Detta för att affärsänglars drivkrafter många gånger visats sträcka sig längre än enbart ekonomisk vinst. De valda bakomliggande faktorerna för investeringar kommer att sättas i relation till agentteorin, där frågan blir om eventuell agentproblematik ses som högre i förhållandet mellan en affärsängel och en entreprenör som prioriterar finansiella faktorer. Detta kommer sedan att jämföras med en relation mellan en

affärsängel och en entreprenör som fokuserar mer på icke-finansiella faktorer. Utöver att undersöka faktorerna var för sig ämnar studien att undersöka om det finns ett samband mellan agentproblematik och affärsänglars fokus på finansiella eller icke-finansiella faktorer vid investeringar.

En av grundpelarna i agentteorin är att *differ in objectives*, *hidden information* och *hidden action* skapar agentkostnader. Enligt teorin finns det därmed grund att tro att agentproblematiken minskar i det fall då relationen är mer personlig och då de olika parternas intressen överensstämmer bättre. Utifrån detta teoretiska problem har syfte och frågeställning formulerats.

Syfte

Syftet med studien är att undersöka vilka faktorer som är viktiga för affärsänglar vid investeringar samt ifall dessa utifrån ett agentteoretiskt perspektiv har något samband till relationen mellan affärsängel och entreprenör. Vidare syftar uppsatsen till att undersöka om det finns en skillnad i agentproblematik mellan affärsänglar som prioriterar finansiella eller icke-finansiella faktorer vid investeringar.

Frågeställning

Vilka faktorer är viktiga för affärsänglar vid investeringar och vilket möjligt samband finns med relationen till entreprenörer ur ett agentteoretiskt perspektiv?

TEORI

Agentteorin

Agentteorin är en välstuderad teori inom flera områden såsom nationalekonomi, finansiering och organisationsteori. Teorin har varit omdiskuterad, men har även skapat många viktiga insikter för organisationer och individer vad gäller informationssystem, osäkerhet vid resultat samt risk när man studerar olika relationer. Flera forskare har studerat olika typer av relationer, där den typiska relationen man har undersökt är den mellan aktieägare och ledning i ett företag. Utgångspunkten i agentteorin är dock relationer som speglar en enkel agentstruktur bestående av en principal och en agent som ingår någon typ av samarbetsavtal, men där det förekommer mål som skiljer sig åt och olika attityder gällande risk (Eisenhardt, 1989).

Jensen och Meckling (1976) definierar en agentrelation som en relation där en agent är anställd av en principal för att vidare agera i principalens intresse. Detta innebär att principalen överlåter en del ansvar samt beslut till agenten. Enligt agentteorin anses båda parter vara nyttomaximerande, vilket innebär att man agerar med avsikt att maximera sin egen nytta. När båda parter är nyttomaximerande är risken stor för att incitamenten skiljer sig åt mellan principal och agent. Enligt Eisenhardt (1989) kan detta skapa problem då agenten med stor sannolikhet agerar utifrån sina egna intressen istället för i enlighet med principalens intressen.

Problem i en agentrelation kan uppstå när följande tre villkor är uppfyllda:

1. *Differ in objectives* - Principalen och agenten har olika avsikter
2. *Hidden action* - Agentens beteende är svårt att observera
3. *Hidden information* - Agenten innehar information som principalen saknar

Dessa tre villkor kommer att förklaras mer djupgående senare. Utöver dessa svårigheter uppstår även agentproblematik då principal och agent har olika attityder vad gäller risk. I det fall då olika riskpreferenser speglar en relation kan det leda till att agenten föredrar att

genomföra andra handlingar än principalen, beroende på om man är mer eller mindre riskbenägen.

Agentteorins viktigaste beståndsdel är kontraktet. Arbetet med detta syftar till att ta fram det mest effektiva relationskontraktet givet de antaganden som finns gällande exempelvis opportunistisk (att man endast agerar i egenintresse), begränsad rationalitet, informationsasymmetri samt riskhantering. Kontraktet och dess utformning utgör en högst väsentlig del i relationen, då agentproblematiken grundar sig i det faktum att det inte är möjligt att skriva kompletta kontrakt där principalen kan kontrollera agenten i varje beslut denne tar. Det är således detta som förklarar uppkomsten av agentkostnader, det vill säga om det hade varit möjligt att skriva kompletta kontrakt hade inte agentkostnader existerat (Eisenhardt, 1989).

För att förtydliga det hela bygger agentteorin på ett antal antaganden. Vidare nämns de två viktigaste för denna studie. Det första gäller den mänskliga faktorn som menar att människor är *själviska*, *riskaverta* och *endast kapabla att agera med begränsad rationalitet*. Antagandet om människan som individ uppfattar många som negativt då man antar att människan agerar opportunistiskt, vilket menas med att man enbart agerar utifrån sina egna intressen utan att anpassa sig efter andra. Vidare följer det organisatoriska antagandet som grundar sig i att organisationer lider av *informationsasymmetri* och *målkonflikter* mellan principal och agent. Det som sedan ligger till grund och skapar de kontraktuella agentproblemen i relationen mellan principal och agent kallas *moral hazard* och *adverse selection*, vilket kommer att beskrivas mer ingående längre fram. Grunden till dessa utgörs av att principal och agent antingen har olika mål med verksamheten eller att dem skiljer sig åt i sina riskpreferenser (Eisenhardt, 1989).

Hidden action är en del i agentteorin som beskriver att det råder dolt agerande i förhållandet mellan principal och agent. Liksom tidigare nämnts menar teorin att både principal och agent är nytto-maximerare, vilket innebär att agenten många gånger inte kommer att agera

i principalens intresse utan i sitt eget (Jensen & Meckling, 1976). *Moral hazard* är en beskrivning på detta, som förklarar att agenten smiter undan sina förpliktelser genom att inte bidra med den ansträngning som har avtalats om. Denna situation uppstår ofta på grund av att en person i relationen bär mer risk än den andra, vilket leder till att den ena parten därför har drivkraft att bete sig oärligt eller själviskt. Ett exempel på detta är i det fall då ledningen äger mindre antal aktier i företaget än ägarna och således har mindre incitament till att anstränga sig för att verka i företagets bästa (Eisenhardt, 1989). Om man då ser relationen mellan en entreprenör i ett startup-företag och en investerare i detta företag, kan det skapa problem när investeraren prioriterar ekonomisk avkastning högst samtidigt som entreprenören exempelvis främst vill stärka varumärket och etablera sig på marknaden. Vidare menar Eisenhardt (1989) att eftersom principalen inte har möjlighet att kontrollera samtliga av agentens handlingar, finns det utrymme för agenten att handla i egenintresse. Exempelvis kan då agenten ta beslut som möjligtvis inte gynnar företagets kortsiktiga ekonomiska utveckling (principalens intresse) utan istället ta beslut som ger agenten mer makt, ett större nätverk eller liknande. Detta speglar således ett exempel där *hidden action* förekommer och där agenten agerar opportunistiskt, vilket sedan påverkar principalens prioritering på ett missgynnande sätt för honom eller henne. Shleifer och Vishny (1989) anser att *moral hazard* ökar på grund av att ledningen på ett företag har större incitament att investera i vad som passar ledningens färdigheter och intressen. Detta då dessa typer av investeringar ökar värdet på ledningen och därmed kostnaden för att byta ut den, vilket i sin tur leder till ökad ersättning till ledningen.

I det fall då agentens handlingssätt inte är observerbart på grund av *moral hazard*, kan man tänka sig att principalen har två alternativ. En lösning på problemet är att investera i informationssystem såsom rapportering av processer samt att tillsätta ytterligare en managementnivå för att minska informationsgapet mellan principal och agent. Detta beskrivs som ett beteendebaserat kontrakt. Det andra alternativet handlar om att utforma ett

resultatbaserat kontrakt, vilket innebär att en överensstämmelse mellan principal och agents preferenser skapas. Detta sker dock på bekostnad av att risken överförs till agenten, sett till att externa faktorer såsom ekonomiskt klimat och konkurrenters åtgärder skapar variationer hos resultatet som således är utom principalens kontroll. Denna resultatbaserade åtgärd är därmed endast lämplig när osäkerheten hos resultatet och kostnaden för att flytta över risken till agenten är låg (Eisenhardt, 1989).

Hidden information förklaras utifrån agentteorin som svårigheten hos principalen att kontrollera vilken information agenten har. Liksom tidigare nämnts beskrivs agentteorin utifrån egenintresse samt att det inom en organisation råder asymmetrisk fördelning av information. Detta karakteriseras av att agenten, vad gäller agentens prestationer och ansträngning, har bättre information jämfört med principalen. Den information som principalen saknar är den faktiska kostnaden för agentens arbete, liksom agentens nyttofunktion. Principalen bär således den huvudsakliga risken i form av en förlust i investerat kapital medan agenten är isolerad ifrån denna. Med hänsyn till de tidigare nämnda beteendebaserade och resultatbaserade kontrakten har man kunnat påvisa att långsiktiga relationer mellan principal och agent resulterar i större sannolikhet för principalen att lära sig om och få tillgång till agentens beteende. I fallet med långsiktiga relationer bör man således tillämpa en beteendebaserad metod, det vill säga ett informationssystem. Omvänt menar man då att kortsiktiga principal-agent-relationer leder till högre informationsasymmetri. Vidare förklaras information utifrån agentteorin som en handelsvara som orsakar kostnader. Tanken är då att organisationer ska investera i informationssystem för att kontrollera och minska opportunist hos agenten, för att i sin tur stärka informationsflödet i den givna relationen och därmed få agenten att handla i enlighet med principalens önskan. För att förhindra sådana konsekvenser, uppkommer således en agentkostnad i samband med att en principal-agent-relation inleds (Eisenhardt, 1989).

Adverse selection utgör en del i *hidden information*, vilket kan liknas vid *moral hazard*. Detta beskrivs som något som uppkommer när principalen saknar kunskap om agentens förmågor och således inte kan granska dessa fullt ut i agentens arbete. Exempelvis kan en entreprenör i ett startup-företag påstå att denne har värdefull branschspecifik kunskap inom ett specifikt område för att locka till sig en investerare. Investeraren i sin tur har sedan svårt att bedöma om detta stämmer eller inte. Liksom tidigare nämnts om det beteendebaserade och resultatbaserade kontraktet, fungerar även dessa kontrakt som en åtgärd på problemet med *adverse selection* (Eisenhardt, 1989).

Holmström (1979) definierar informationsasymmetri som resultatet av att individers agerande varken kan observeras eller säkerställas genom kontrakt. För att överkomma detta problem använder man sig således ofta av övervakningsåtgärder i avtalet mellan principal och agent. Vidare förklaras informationsasymmetri av Popović, Kuzmanović & Gušavac (2012) i artikeln "The Agency Dilemma: Information Asymmetry in the "Principal-Agent" Problem" som att en part i en relation har all relevant information, medan den andra parten saknar denna. *Moral hazard* och *adverse selection* beskrivs här som orsaker till asymmetrin, där man definierar *adverse selection* som något som uppkommer när en part agerar opportunistiskt *innan* det att kontrakt skrivs. *Moral hazard* definieras således som något som uppstår *efter* det att kontrakt skrivs, där det opportunistiska beteendet resulterar i att en part tjänar mer än det som principal och agent har avtalat om.

Vidare menar Jensen och Meckling (1976) att principalen genom att matcha sina faktorer till agentens, kan minska agentproblematiken i en relation. Principalen kan till exempel betala agenten för att försäkra sig om att denne agerar i principalens intresse. Detta definieras som en så kallad bindningskostnad. Ett exempel på en bindningskostnad kan vara bonus eller lön kopplat till prestation eller specifika handlingar. Vidare anses det vara nästan helt omöjligt för en principal att utan några kostnader få en agent att agera som principalen vill (Jensen &

Meckling, 1976). För att således minska eller förebygga agentproblematik uppstår agentkostnader. En av de vanligaste agentkostnaderna är övervakningskostnad, det vill säga den kostnad som principalen får lägga på att övervaka agentens olika handlingar och se till att den handlar i enlighet med vad som har avtalats om. Andra exempel på övervakningskostnader är kostnaden för revision eller för att avskeda en anställd som har misskött sig (McColgan, 2001). Principalens övriga agentkostnader som uppstår på grund av skiljaktigheter mellan principal och agent beskrivs av Jensen och Meckling (1976) som en restkostnad. Den totala agentkostnaden menar dem således vara summan av övervakningskostnaderna principalen lägger på att övervaka agenten, agentens bindningskostnader samt den så kallade restkostnaden, som är de agentkostnader som inte karakteriseras som övervakning- eller bindningskostnad.

Stewardshipteorin

Stewardshipteorin är född ur agentteorin och har förklarats av Davis, Schoorman och Donaldson (1997) med grund i psykologi och sociologi. Stewardshipteorin menar att det är optimalt att sträva efter en principal-steward-relation, till skillnad från agentteorins idé om en principal-agent-relation. Stewardshipteorin är kritisk mot agentteorin och ifrågasätter antagandet som agentteorin gör om människors beteende, nämligen att människor är opportunistiska, nyttomaximerande och alltid agerar i egenintresse. Istället anser stewardshipteorin att människor är mer komplexa än så. Till skillnad från agentteorin menar stewardshipteorin att den underordnade inte behöver vara en agent, utan att denne kan utgöras av en steward. Stewards beskrivs som kollektivistiska samt att de agerar på ett gynnande sätt för principaler och företag som helhet, vilket skiljer sig från definitionen av en agent med dess opportunistiska beteende. En steward nyttomaximerar genom att handla för organisationens bästa och tar därmed inte endast hänsyn till sina egna behov. Dessa arbetar således för att maximera organisationens välfärd, vilket innefattar aktieägare och principaler. Detta ses som rationellt eftersom det anses vara nyttomaximerande för en steward att se till kollektivets bästa.

Vidare menar Davis, Schoorman och Donaldson (1997) att en steward som slits mellan olika intressenter och ägare kommer därför fatta det beslut som denne tror är bäst för gruppen. Det bör dock tilläggas att en steward, precis som en agent, även tänker på sig själv och sin egen överlevnad. Skillnaden är dock att en steward tror att genom att göra det bästa för organisationen kommer även dennes personliga nytta att öka. Till skillnad från agenter har således stewards en uppfattning om att deras personliga intressen är i linje med organisationens och aktieägarnas. Stewards motiveras av att ha auktoritet och en befattarroll i organisationen. En perfekt ledningsstruktur utifrån stewardshipteorin är därför om VD:n också är ordförande i bolagsstyrelsen. Detta är dock enligt agentteorin en dysfunktionell ägarstruktur, då agentteorin utgår från ägarstrukturer som kontrollerar och övervakar agenten till skillnad från stewardshipteorin där den optimala strukturen är den som underlättar och bemyndigar stewarden.

Agentteorin och stewardshipteorin skiljer sig således fundamentalt åt i deras olika uppfattningar om det mänskliga beteendet. Agentteorin antar att människor alltid är opportunistiska och ekonomiskt rationella medan stewardshipteorin, som tidigare nämnts, ifrågasätter denna något förenklade syn på den mänskliga naturen. Stewardshipteorin menar att människor har en önskan att uppnå sin högsta potential, som sträcker sig längre än bara ekonomiskt intresse. Denna syn är både grundad i McGregor (1957) och Maslows (1970) verk om mänsklig psykologi. Stewardshipteorin menar vidare att genom att sätta människor i en organisation utformad efter antagandet att människor alltid agerar som vinstmaximerande opportunistiska agenter, begränsar man deras sanna förmåga och kapacitet (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

Synen på motivation är ytterligare ett element som skiljer sig åt mellan agentteorin och stewardshipteorin. Agentteorin menar att människor motiveras av externa faktorer såsom materiella utbytbara varor med ett marknadspris. Stewardshipteorin menar däremot att

människor motiveras av inre faktorer såsom självuppfyllelse, chans att utvecklas, prestation eller känsla av gemenskap. Davis, Schoorman och Donaldson (1997) påvisar därför att människor som motiveras av inre faktorer mer sannolikt kommer att agera som stewards än människor som drivs av externa faktorer. En annan viktig del i stewardshipteorin är personlig identitet och identifiering, vilket är något som påverkar en stewards beteende. Identifiering sker, enligt stewardshipteorin, när personen till fullo har accepterat organisationens mission, vision och avsikter. Genom identifiering blir organisationen en del av stewardens psykologiska värld och kan själv känna personlig stolthet eller skam för organisationen. En ledare som identifierar sig med organisationen kommer aktivt arbeta för att fullfölja organisationens mål och överkomma eventuella hinder på vägen. En person som identifierar sig med organisationen är därför enligt Davis, Schoorman och Donaldson (1997) mer sannolik att agera som en steward än en agent. Vidare frågar sig Davis, Schoorman och Donaldson (1997) varför inte alla relationer mellan chefer och ägare utvecklas till en principal-steward-relation. Det svar de kom fram till var att det beror på hur mycket risk principalen är villig att ta. Riskaverta ägare kommer troligtvis att föredra agentteorins sätt att hantera risk, eftersom stewardshipteorin bygger på att principalen litar på stewarden.

Tidigare forskning om affärsänglar ur ett agentteoretiskt perspektiv

Landström (1995) har forskat om i hur stor utsträckning affärsänglar väljer att vara involverade i sina investerade projekt. Med utgångspunkt i agentteorin trodde han sig finna att investerare är mer involverade i företag som är:

- a. Högt innovativa
- b. I tidigt stadiet i utvecklingen
- c. Verksamma i turbulenta miljöer
- d. Ledda av oerfarna entreprenörer som har låg ägarandel i företaget
- e. Nära till hands för affärsänglar

f. Konkurrerar i en bransch som affärsänglar är familjära med

Dock fann han endast stöd i de två sista hypoteserna, det vill säga att affärsänglar är mer involverade i företag som finns nära till hands samt företag som konkurrerar i en bransch som affärsänglar känner sig familjära med. Landström (1995) menar därför att relationen mellan en affärsängel och en entreprenör är högst personlig och verkar således inte vara relaterad till agentkostnader i den meningen att en affärsängel skulle behöva kontrollera entreprenören. Vidare anser Landström därför att det negativa antagandet som agentteorin gör om människor bör ifrågasättas. Landström (1995) påvisar även att många affärsänglar själva är, eller har varit, lyckade entreprenörer, och att dem därför har ett stort personligt intresse av att vara delaktiga i processen.

Mason och Stark (2004) belyser affärsänglars egenskaper och dess koppling till agentteorin. Agentrisken, det vill säga risken som orsakas av att principalen och agenten har skilda intressen i relationen, är en väsentlig faktor att ta i beräkning vid affärsänglars investeringsbeslut. Till skillnad från riskkapitalbolag är marknadsrisken (risk som uppkommer på grund av oförutsedda konkurrensförhållanden) gällande tillväxt, storlek samt marknadstillgänglighet inte av lika hög relevans när man talar om affärsänglar. Betydelsen av att bedöma och ta hänsyn till agentrisken till skillnad från marknadsrisken kan förklaras utifrån fyra olika skäl:

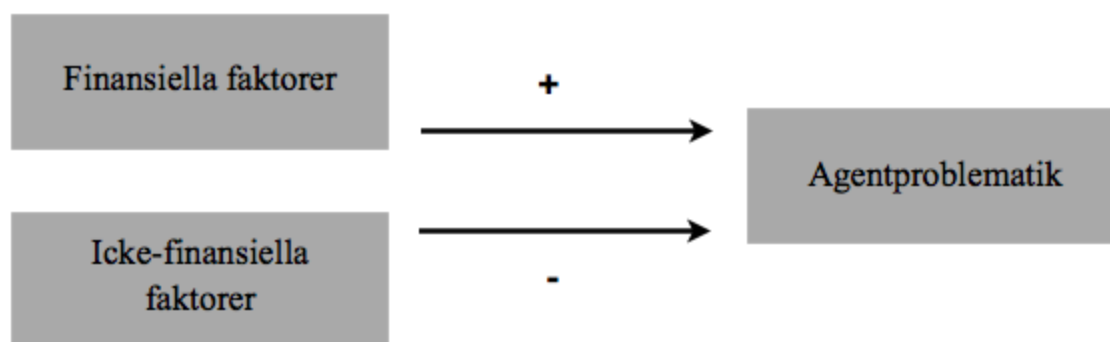
1. De flesta affärsänglar karakteriseras av en begränsad *deal flow*, vilket innebär att de saknar jämförbar information för att utvärdera marknadsrisken. Således minskar betydelsen av denna.

2. Affärsänglar har inte tillgång till resurser i den utsträckningen att de kan analysera marknadsrelaterad information. Marknadsriskens relevans blir därmed inte särskilt hög i förhållande till relevansen hos riskkapitalbolag.

3. Kontrakt mellan affärsänglar och entreprenörer har en viss tendens att vara informella och enkla i sin utformning, vilket försvårar möjligheterna för sanktioner på marknaden.

4. Det faktum att många affärsänglar har tidigare erfarenhet i den bransch som man investerar i, innebär att de flesta har kompetens att kunna uppskatta risken på marknaden. Marknadsrisken kan således dämpas för en affärsängel, vilket gör att den potentiella och oförutsägbara risken istället utgörs av den aktuella entreprenören.

Teoretiskt ramverk



Utifrån agentteorin och tidigare forskning har ett teoretiskt ramverk tagits fram. Detta har gjorts för att det finns teoretiska indikationer på att finansiella faktorer och icke-finansiella faktorer samverkar olika med agentproblematik. Denna uppdelning i sig behöver inte vara absolut och de bakomliggande faktorerna för investeringar kan ses från flera olika perspektiv. Uppdelningen anses dock vara relevant för att på ett hanterbart sätt analysera syftet. Faktorerna grundar sig främst i agentteorin samt tidigare studier som har undersökt vilka faktorer som är mest väsentliga för affärsänglar i deras val av investeringar. Kopplingen till agentteorin grundar sig i teorins idé om att agentkostnader uppstår då principal och agent har olika intressen (*differ in objectives*) eller att relationen skildrar *hidden action* eller *hidden information* (Eisenhardt, 1989). Vidare är det detta som kommer att definiera agentproblematik i denna studie.

FÖRKLARING AV VALDA FAKTORER

Icke-finansiella faktorer

De icke-finansiella faktorerna har fokus på personliga drag hos investeraren eller entreprenören. Då affärsänglar agerar högst personligt är det intressant att undersöka hur dessa faktorer samverkar med agentteorin (Capizzi, 2014). Exempelvis kan en utgångspunkt vara att om investeraren har ett mer personligt intresse av entreprenören och dess verksamhet borde således målen vara mer överensstämmande mellan principal och agent, vilket teoretiskt innebär minskad agentkostnad (Eisenhardt, 1989). Våra fyra valda faktorer förklaras vidare nedan:

Trustworthiness of the management team. Trovärdigheten är enormt viktig i alla typer av relationer. I denna studie definieras trovärdigheten som att agenten gör det som den har lovat, och vidare att behovet av övervakning därmed bör minska från principalens sida. I Sudeks (2007) studie är denna faktor rankad som det viktigaste kriteriet för att genomföra investering bland de utvalda affärsänglar som studien omfattade.

The enthusiasm of the management team. Sudeks (2007) studie visade att entusiasm hos entreprenören/entreprenörerna var ett av de fyra viktigaste kriterierna för att en affärsängel skulle genomföra den aktuella investeringen. Entusiasmen definieras i studien som entreprenörens/management teamets hängivenhet och tro på det man gör. Om principalen värdesätter entreprenörens entusiasm för sin idé, ökar sannolikheten för att principalen blir motiverad till att arbeta mot samma mål som entreprenören.

Personal interest of working with entrepreneurs. Capizzi (2014) påvisade i sin studie att affärsänglar visat sig vara mer personliga i sina investeringar i jämförelse med formella investerare. Detta beror ofta på att de själva är eller har varit entreprenörer och därmed enklare kan se sig själv i entreprenörens situation. Vidare finns då möjligheten att principalen i denna relation agerar mer likt en entreprenör än en investerare och därmed värnar mer om agentens

intressen. Om principalen är närvarande i processen bör även *hidden information* och *hidden action* minska, vilket indikerar att denna faktor bör bidra till minskad agentproblematik.

Personal interest in the specific market. Jensen och Meckling (1976) menar att principalen, genom att matcha sina intressen till agentens, kan minska agentproblematiken i en relation. Att investeraren har ett personligt intresse i den specifika marknaden borde således innebära att principalen och agentens intressen är mer överensstämmande, då båda parter intresserar sig av att främja produkten och marknaden. Lika intressen mellan principal och agent bör teoretiskt sett minska agentproblematik.

Finansiella faktorer

Den ekonomiska avkastningen är betydande för affärsänglar vid investering (Sudek, 2014). Om man som principal endast fokuserar på den finansiella avkastningen är risken stor för intressekonflikt mellan principal och agent. Detta för att principalen vill minimera sin kostnad och få ut maximal nytta medan agenten vill maximera sin egen ersättning för minsta möjliga ansträngning (Eisenhardt, 1989). De fyra valda faktorerna förklaras vidare nedan:

Financial return on investment. Den finansiella avkastningen är en viktig faktor för principalen vid investeringar. Detta är dock en av de faktorer som kan bidra med störst intressekonflikt då Eisenhardt (1989) menar att principalen vill ha så hög finansiell avkastning som möjligt samtidigt som agenten vill maximera sin ersättning till minsta möjliga nivå av ansträngning. Vi tror därför att denna faktor har en positiv korrelation till agentproblematik. Denna faktor rankades som nummer 7 av 27 faktorer i Sudeks (2007) undersökning.

Growth potential of the market. I det fallet att tillväxtpotentialen på en marknad anses vara stor, finns det rimliga skäl att tro att den framtida ekonomiska avkastningen kommer att vara positiv. Detta tyder på att principaler som fokuserar på denna faktor framförallt värdesätter den finansiella avkastningen, vilket i enlighet med vad som tidigare har beskrivits kan leda till

intressekonflikt mellan principal och agent. Detta element visade sig även vara viktigt i Sudeks undersökning, då det blev rankat som nummer 8 av 27 (Sudek, 2007).

Former success of the management team. Faktorn *management team* blev rankat som det näst viktigaste i Sudeks (2007) studie. En av de viktigaste beståndsdelarna i kriteriet *management team* var entreprenörens meritlista och tidigare erfarenheter. I vår undersökning valde vi att specificera faktorn till tidigare framgångar, som vidare definieras som entreprenörens/entreprenörernas förmåga att driva ett framgångsrikt företag. Har entreprenören drivit ekonomiskt framgångsrika företag förut eller har värdefull kunskap inom relevanta områden, finns det rimliga anledningar att tro att denne har förutsättningar för att lyckas igen. Detta definieras därför som en finansiell faktor till investering.

Holding of patents. Patent utgör ett hinder för imitation. Denna form av legala restriktion utgör då ett sorts skydd för att bevara hållbara konkurrensfördelar och ekonomiska vinster. Sudek (2007) specificerar patent-faktorn i sin studie som produktens formella konkurrensskydd. En principal som prioriterar faktorn patent indikerar att denne värnar om en säker framtida finansiell avkastning.

Hypotes

Mycket har hänt sedan Landström (1995) gjorde sin undersökning om affärsänglar för 20 år sedan. Eftersom Sverige idag startar fler företag än någonsin är det ytterst relevant och intressant att undersöka vad som har hänt sedan dess (Ekonomifakta, 2016). Grundat i Landströms (1995) ursprungliga undersökning om *hur* affärsänglar investerar vill vi undersöka om det även finns ett *samband* mellan affärsänglars incitament till investeringar och eventuell agentproblematik. Utifrån agentteorins anförande att opportunist ökar agentproblematik samtidigt som affärsänglar enligt tidigare forskning (Sudek, 2014) prioriterar faktorer utöver finansiell avkastning, har följande hypoteser utformats. Vi förväntar oss att hitta ett samband mellan affärsänglar med fokus på icke-finansiella faktorer vid investeringar och en låg

agentproblematik, samtidigt som affärsänglar med fokus på finansiella faktorer bör ha högre agentproblematik. Vi har valt att undersöka detta både genom att utföra Pearson's r korrelationstest och T-Test, vilket förklaras vidare i metoden.

Hypotes icke-finansiella faktorer:

$H_0: r = 0$ (Ingen korrelation mellan icke-finansiella faktorer och agentproblematik)
 $H_1: r < 0$ (Negativ korrelation mellan icke-finansiella faktorer och agentproblematik

)

Hypotes finansiella faktorer:

$H_0: r = 0$ (Ingen korrelation mellan finansiella faktorer och agentproblematik)
 $H_1: r > 0$ (Positiv korrelation mellan finansiella faktorer och agentproblematik)

Hypotes skillnad av gruppen låg eller hög agentproblematik:

$H_0: m_1 = m_2$ (Ingen skillnad mellan prioritering av faktorer och agentproblematik)
 $H_1: m_1 \neq m_2$ (Det finns en skillnad mellan prioritering av faktorer och agentproblematik)

Hypotes skillnad av gruppen finansiell och icke-finansiell:

$H_0: m_1 = m_2$ (Ingen skillnad mellan grupperna finansiell och icke-finansiell)
 $H_1: m_1 \neq m_2$ (Det finns en skillnad mellan grupperna finansiell och icke-finansiell)

METOD

Forskningsdesign

Studien grundar sig i en kvantitativ metod med en utförd enkätundersökning. Detta är gjort för att en kvantitativ metod rekommenderas för studier som ämnar uppnå variation i resultaten samt hitta kopplingar mellan studerade variabler. Metoden är även att föredra då studien ämnar testa en teori, vilket här är fallet. Mer bestämt bygger studien på en tvärsnittsdesign med deduktiv ansats. En tvärsnittsstudie innebär att man samlar in data vid en viss tidpunkt från mer än ett fall. Denna design valdes då man ämnar se variation, som studien inte hade åstadkommit om man hade valt att gå tillväga med en kvalitativ studie av en eller ett par enskilda affärsänglar (Bryman & Bell, 2005). Engelska begrepp har använts genomgående i studien för att tillräcklig översättning ibland saknas. På detta sätt undviks risk för översättningsfel och feltolkning.

Urval

Tidigare forskning har visat på att affärsänglars beslutsprocesser vid investeringar skiljer sig åt från de hos formella investerare (Maxwell, Scott & Lévesque, 2011). Studier har även visat att incitament för investeringar hos affärsänglar har varit mindre ekonomiskt präglade och mer personliga i jämförelse med formella investerare (Capizzi, 2014). Studier har även visat att affärsänglar ofta investerar i ett tidigt skede av ett företags utveckling, när risken är hög och man inte vet om företaget kommer lyckas etablera sig på marknaden, medan formella investerare ofta går in i ett senare skede (Landström, 1995). Detta är också ett tecken på att affärsänglar har mindre ekonomiskt fokus än formella investerare. Med denna bakgrund ämnar studien att fokusera på affärsänglar. Eftersom studier har visat på att affärsänglar är mer personliga i sina investeringar i jämförelse med formella investerare ansåg vi att de möjligen har ett större fokus på icke-finansiella faktorer och därmed har en minskad agentproblematik.

Mer specifikt har studien utgått från affärsänglar som är aktiva i Sverige, vilket innebär att de har investerat eller är intresserade av att investera i Sverige. Detta för att studien ämnat bidra med forskningspraxis till svenska företag. Utöver detta har studien även smalnat av urvalet på grund av tid- och resursbegränsning.

Populationen har valts genom sidan Swedish Angel Investors. Detta är en hemsida där vem som helst kan registrera sig som en affärsängel. Vid registrering får användaren göra ett antal val som bland annat innefattar vilken bransch samt vilket land man är intresserad att investera i. Personen får sedan välja att lägga till information om sig själv via en offentlig profil. Här kan man bland annat hitta information om hur många investeringar personen har gjort, deras LinkedIn-profiler samt eventuell företagshemsida. Denna information har använts för att hitta kontaktuppgifter till urvalsgruppen. Swedish Angel Investors (2016) består av 2,472 stycken globala investerare, där studien vidare fokuserar på de som är aktiva i Sverige för att kunna ge ett bidrag till den svenska marknaden. Urvalsramen utgörs av 121 investerare som har uppgett

sig vara aktiva på den svenska marknaden. Vidare valdes hela urvalsramen som stickprov. Av de 121 investerarna hittades e-postadress till 82 % av urvalet, medan resterande kontaktades via LinkedIn. Urvalet består av affärsänglar verksamma i olika typer av företag och branscher. Med denna bakgrund bedömde vi denna sida representera branschen på ett så tillfredsställande sätt att det utgjorde en relevant population för studien. Målet var en svarsfrekvens på minst 35 svar utifrån direktiv från kursanvisningar, vilket vi uppnådde då vi på stickprovet på 121 personer fick 49 stycken svar. Detta innebär en svarsfrekvens på 40,5 %. Efter att ha säkerställt urvalet genom att se över svaren på kontrollfrågorna gallrades 12 personer bort. Det analyserade underlaget bestod således av 37 svar.

En nackdel med hemsidan Swedish Angel Investors är att man registrerar sig själv och vidare får ange valfri information om sig själv på sin profil. För att försäkra oss om att respondenterna passar in i urvalsgruppen har kontrollfrågor ställts i enkäten i form av:

1. *Do you identify yourself as a Business Angel?*
2. *Have you, or are you interested in investing in Sweden?*

Vi utgår sedan från att respondenterna har varit ärliga i sina svar. Detta utgör en allmän nackdel med enkätundersökningar, det vill säga att man inte med säkerhet kan veta vem som besvarar enkätfrågorna. Vi anser dock att urvalet har säkerställs genom användandet av kontrollfrågor (Bryman & Bell, 2005).

Datainsamling

Det första steget i studien ägnades åt litteraturstudier genom att läsa på om agentteorin samt annan relevant teori och tidigare forskning. Verktyg som framförallt LubSearch har använts för att ta fram vetenskapliga artiklar för ämnet. Efter att ha studerat den valda teorin och tidigare forskning djupgående kunde ett teoretiskt problem samt en forskningsfråga identifieras.

För att hålla kvaliteten hög på studien har vi använt oss av olika typer av forskningsinstrument. Datainsamlingen har skett i form av en webbaserad enkätundersökning. Eftersom studien var tämligen begränsad gällande variabler som tid och resurser, är en klar fördel med enkätundersökningar i jämförelse med strukturerade intervjuer att den både är billigare samt snabbare att administrera. För att besvara studiens forskningsfråga krävdes inte några öppna frågor. Undersökningen har tillhandahållits under en strukturerad karaktär av den anledningen. Enkäten har bestått av raka och slutna frågor. Ett allmänt problem med att använda enkäter istället för intervjuer är att möjlighet för hjälp med tolkning inte finns. Därför har vi försökt att utforma tydliga frågor. Eftersom vi efterfrågar subjektiva bedömningar byggda på erfarenheter och känslor har frågorna dock behövt rymma lite tolkning, då vi inte ville vinkla respondenternas svar. Vi är medvetna om detta problem och har tagit hänsyn till detta i analys och resultat. Ytterligare en fördel med att använda enkäter istället för intervjuer är att det inte medför någon intervjuare-effekt, vilket innebär att man med fysisk närvaro kan påverka respondenternas agerande (Bryman & Bell, 2005).

Mycket tid har lagts för enkätens utformning för att få bästa möjliga svarsfrekvens. Det fanns en oro för att svarsfrekvensen inte skulle uppnå kurskraven då affärsänglar verkar i en högintensiv bransch. För att minska risken för bortfall valde vi att utforma en kort och koncis enkätundersökning. Tidigare forskning har även visat på att svarsprocenten ökar med professionell och lockande design, vilket vi också ansåg var mycket viktigt. Samtidigt har fokus legat på en enkel och smidig layout, för att inte bortfall ska ske på grund av att enkäten känns svår eller krånglig att genomföra. Svartalternativen lades horisontellt för att inte ta för mycket plats, då vi som nämnt innan lade stor vikt vid att hålla enkäten kort (Bryman & Bell, 2005). Eftersom studien riktar sig till personer med flera nationaliteter utformades enkäten på engelska. För att öka svarsfrekvensen utformades även ett personligt introduktionsbrev som

tydligt presenterade syftet med undersökningen (Bryman & Bell, 2005). Ett påminnelse mejl skickades sedan till urvalet för att få in ytterligare svar.

Enkäten bestod av tre delar. Första delen bestod av tre ja/nej-frågor om investerarens bakgrund för att försäkra ett korrekt urval. Del två bestod av våra åtta valda faktorer. Här besvaras frågorna genom en Likert-skala där svarsalternativen består av en skala mellan 1-7 som går från *Not important* till *Very important* (Bryman & Bell, 2005). Tredje och sista delen av enkäten mätte agentproblematik och bestod av tre frågor som besvaras med samma skala som i del 2, fast här föll graderingen mellan *Never* och *Often*. Viktigt att poängtera är att vi har valt att mäta agentproblematiken subjektivt. Respondenterna besvarar frågorna utifrån egna upplevelser och erfarenheter, och inte utifrån någon konkret mall, vilket gör analysmaterialet subjektivt och byggt på känslor. Det finns även matematiska alternativ att beräkna agentproblematik på, som exempelvis beskrivs i Jensen och Mecklings (1976) undersökning. Där beräknas agentkostnaden som summan av övervakningskostnaderna principalen lägger på att övervaka agenten (minska *hidden action* och *hidden information*), agentens bindningskostnader samt den så kallade restkostnaden, som är de agentkostnader som inte karakteriseras som övervakning- eller bindningskostnad. Eftersom denna studie inte har undersökt en enskild kontraktssituation, utan en mer generell syn på agentproblematik, ansåg vi att en subjektiv bedömning skulle ge en mer rättvisande bild (se hela enkäten i bilaga 1).

Tillvägagångssätt

Agentteorin blev det huvudsakliga området som vi fördjupade oss i under de inledande litteraturstudierna. I takt med att diskussioner och handledningsmöten fördes, tillämpades även stewardshipteorin samt bakgrund om affärsänglar som bidragande hjälpmedel i uppsatsen. Tanken med att bredda den teoretiska bakgrunden grundade sig i vårt resonemang om affärsänglar och dess eventuella finansiella samt icke-finansiella faktorer för investeringar. Stewardshipteorin är en förlängning till agentteorin som skiljer sig åt i att man inte gör det

negativa antagandet om att människor är opportunistiska. Denna teori användes i analysen för att diskutera alternativa tankesätt. Agentproblematiken blev en stadig byggsten för att dra paralleller och slutsatser mellan affärsänglars olika faktorer till investeringar samt nivå av agentproblematik, på grund av agents avvikande intressen från principalers.

Efter bakgrundsstudier inom det valda området inleddes planeringen för den empiriska datainsamlingen. Diskussioner fördes om vilken metod som skulle tillämpas, vilka personer som skulle frågas, hur stort urvalet skulle vara samt vilka frågor som skulle ställas för att ge ett tillfredsställande svar på forskningsfrågan. Slutligen beslutades att använda en webbaserad enkätundersökning, dels på grund av begränsningar i tid och resurser men främst på grund av att studien inte hade behov av djupa svar, utan raka tydliga frågor i en enkätundersökning ansågs räcka gott och väl för att besvara syftet.

Nästa steg var att ta kontakt med affärsänglar och som tidigare nämnts använde vi oss av hemsidan Sweden Angel Investors för att genomföra detta. Utifrån de affärsänglar som hittades och de möjligheter som fanns tillgängliga, kontaktade vi investerarna genom ett personligt utformat mejl där en presentation gavs om oss författare, studien och dess syfte samt enkätundersökningen bifogad. Att få tillräckligt många svar från investerarna innebar en lång process. En nackdel med anonyma enkätundersökningar är att den till viss grad är utom vår kontroll då personerna i fråga själva kan avstå från att besvara enkäten utan att behöva ge sig till känna. Efter att ett påminnelsemejl hade skickats till urvalet fick vi slutligen det antal svar som vi var nöjda med för att kunna sammanställa den empiriska delen och börja analysera enkätundersökningens data.

Som tidigare nämnts delades enkätundersökningen upp i tre olika delar. För att i nästa skede analysera denna, var den första uppgiften att säkerställa att ett korrekt urval hade fångats upp. Detta svar fann vi i den första delen av enkäten. De respondenter som klarade kontrollfrågorna analyserades sedan vidare utifrån de åtta utvalda faktorerna och slutligen

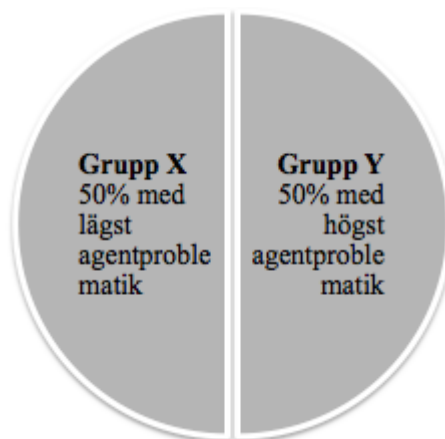
utifrån tre frågor som var ställda för att påvisa graden av agentproblematik. Agentteorin samt tidigare studier användes sedan för att förklara faktorernas ursprung. Dessa analyserades genom att dra paralleller till agentteorin. Sammanfattningsvis testades den funna empiriska informationen utifrån vald teori, vilket i sin tur lade grunden för studiens slutsats.

Dataanalys

Inom ramen för kvantitativ forskning finns det en mängd metoder och tekniker för att analysera data. Att skilja mellan olika variabler är en väsentlig del i dataanalysen, för att sedan kunna bestämma vilken analysmetod som ska tillämpas och förklara eventuella förhållanden mellan dessa. De variabler som vi har använt oss av är så kallade intervallvariabler, vilket innebär att avståndet mellan kategorierna är lika stora. Utifrån Likert-skalan besvarades frågorna rörande de åtta faktorerna samt den eventuella agentproblematiken likt en gradering där skillnaden var lika stor mellan varje steg/svarsalternativ (Bryman & Bell, 2005). Eftersom denna studie utformades med en tvärsnittsdesign talar man om att det endast kan råda ett samband mellan variabler snarare än ett orsak-verkan-förhållande, med andra ord kausalitet. Detta innebär att vi endast hade möjligheten att finna tendens till relation mellan de angivna variablerna, till skillnad från slutsatser byggda på att med säkerhet veta att en viss variabel påverkar en annan (Bryman & Bell, 2005).

Dataanalysen hos studien är utformad som en bivariat analys. Detta innebär att den består av två variabler som en i taget syftar till att visa hur de två är relaterade till varandra. I denna studie har den beroende variabeln definierats som *agentproblematik* medan *faktorer för investeringar* är den oberoende variabeln. Det vill säga att finansiella och icke-finansiella faktorer beskrivs som den oberoende variabeln som påverkar storleken hos agentproblematiken mellan investerare och entreprenörer. Denna form av statistisk dataanalys avser att förklara hur variationer i den ena variabeln överensstämmer med variationer hos den andra variabeln (Bryman & Bell, 2005).

SPSS användes för att praktiskt gå tillväga med den statistiska sammanställningen. Korrelationen mellan valda variabler mättes via en bivariat analys, där deskriptiva tabeller togs fram för att kunna se eventuell korrelation mellan variablerna (Wahlgren, 2009). Denna metod användes för att hitta möjlig korrelation mellan varje faktor för sig och agentproblematik. Korrelationen mättes med Pearson's r korrelationstest då det är passande när man har två intervall/ratio-skalar (Bryman & Bell, 2005). Korrelation hamnar då på mellan -1 eller 1 där -1 och 1 båda visar ett perfekt samband mellan variablerna. De tre frågorna om agentproblematik summerades sedan där varje respondent fick en total nivå av sammanställd agentproblematik. Detta för att tydligt kunna koppla en faktor till endast en variabel av total agentproblematik. Korrelationen mellan varje enskild faktor och varje enskild fråga angående agentproblematik mättes även för att säkerställa att inga potentiella avvikelser missades. Utöver att undersöka samband mellan varje faktor för sig med variabeln agentproblematik, delades även respondenterna in i två olika grupper som sedan analyserats utifrån ett T-Test. T-Test ansågs passande eftersom det används när man ska mäta två orelaterade medelvärden (Bryman & Cramer, 2011). Först delades grupperna in i låg (grupp X) eller hög (grupp Y) agentproblematik. Detta gjordes liksom som tidigare genom att räkna samman varje respondents agentproblematik och utifrån detta ge denne en sammanlagd poäng. Grupp X bestod av de 50 % som totalt har minst agentproblematik och de 50 % som har högst agentproblematik hamnade således i grupp Y. Eftersom respondenterna har svarat utifrån en fast skala var det omöjligt att dela in exakt 50 % i grupp X och 50 % i grupp Y. Detta ansågs dock inte vara ett större problem eftersom det sedan räknades ut ett medelvärde för varje grupp. Vidare jämfördes varje faktor för sig med de båda grupperna för att se om det fanns någon signifikant skillnad i vad grupperna hade svarat för varje faktor.

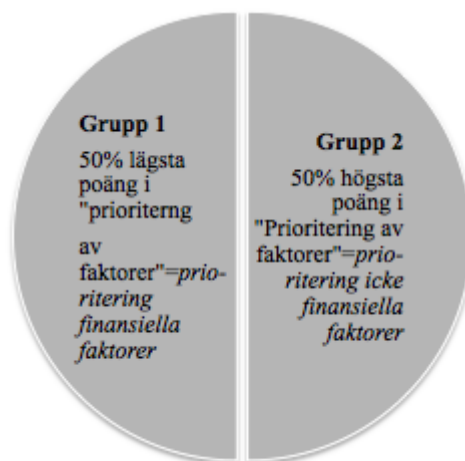


Respondenterna delades i nästa steg in i två andra grupper för att göra skillnad på de som värdesatte icke-finansiella faktorer eller finansiella faktorer. För att kunna göra en sådan uppdelning fick varje enskild respondent en sammanlagd poäng där en hög poäng tydde på hög prioritering av icke-finansiella och en låg poäng tydde på högre prioritering av finansiella. Poängen räknades ut genom att subtrahera de finansiella faktorerna från de icke-finansiella faktorerna för varje enskild respondent. I det fallet att en respondent hade svarat högsta på alla faktorer skulle denne således få en samlad poäng på 0. Med andra ord, vara indifferent mellan vilken faktor som var viktigare än den andra.



Liksom agentproblematiken delades upp i två grupper med så nära 50 % i varje grupp, gjordes även i detta fall denna uppdelning. De 50 % med lägst poäng hamnade i grupp 1 (prioriterar finansiella) och de 50 % med högst poäng hamnade i grupp 2 (prioriterar icke-finansiella). En möjlig uppdelning hade även kunnat vara att dela upp de respondenterna med en negativ poäng i grupp 1 och de respondenterna med en positiv poäng i grupp 2. Denna

uppdelning valdes bort då det endast var 6 respondenter som hade en negativ poäng. Istället gjordes valet att jämföra de 50 % med högst poäng mot de 50 % med lägst poäng. T-Testet användes för att se om det fanns någon signifikant skillnad mellan de båda grupperna och medelvärde i agentproblematik. Ett test för *skewness* gjordes även för att identifiera eventuell normalfördelning.



Validitet och Reliabilitet

Kvantitativ forskning hos studier möjliggör bedömningen av trovärdighet i termer av reliabilitet och validitet. Reliabilitet är ett begrepp som beskriver tillförlitligheten hos en undersökning, det vill säga huruvida resultatet från en studie är påverkad av slumpmässiga faktorer eller om resultatet skulle bli detsamma vid ett nytt genomförande. En del i detta område är stabiliteten i en studie, vilket förklarar varaktighet över tid hos ett mått. Med andra ord ska undersökningen kunna påvisa att resultatet från urvalet av respondenter inte fluktuerar (Bryman & Bell, 2005). Stabiliteten anses vara god i studien, då svaren på enkätundersökningen grundar sig i tidigare erfarenheter hos respondenterna. Exempelvis, om en affärsängel har grundat sina tidigare investeringar på icke-finansiella faktorer är det högst troligt att denna värderar andra icke-finansiella aspekter högt och därmed kommer att investera på liknande grund i fortsättningen. Det vill säga, skulle man genomföra undersökningen ytterligare en gång med

svar från samma population är sannolikheten stor att investerarna skulle uppvisa samma beteende och ge liknande svar.

En ytterligare del som hamnar under kategorin för reliabilitet är den så kallade interbedömarreliabiliteten. Denna förklarar utrymmet för subjektiva bedömningar i undersökningen, exempelvis då personer ska klassificera sina beteenden eller ge svar på öppna frågor. I detta fall fanns risken att överensstämmelsen mellan vår tolkning och investerarnas skulle bli för liten. Respondenterna kan uppfatta frågorna på ett annat sätt än vad som är tänkt, vilket kan leda till att respondenternas svar inte blir rättvisande. Med andra ord syftar interbedömarreliabilitet i detta fall till att subjektiva bedömningar riskerar att analysen och slutsatsen om affärsänglars beteenden, kopplat till agentteorin, inte speglar verkligheten (Bryman & Bell, 2005). Vi är medvetna om att detta problem kan ha inverkan på studien. För att förhindra detta scenario så mycket som möjligt har frågorna, som tidigare nämnts, formulerats kort, enkelt och tydligt för att minska behovet av tolkning.

Med en tvärsnittsstudie kan man studera relationer mellan variabler. Om vi finner antydning till samband kan vi dock inte vara helt säkra på att det beror på kausala samband. Vi kan antyda att det finns någon typ av samband mellan variablerna, men inte dra några kausala slutsatser. För att kunna dra denna typ av slutgiltiga resonemang hade vi behövt använda oss av en experimentell forskningsdesign. Detta innebär att den interna validiteten alltid är låg när man gör en tvärsnittsstudie, då man kommer fram till kopplingar och samvariationer istället för kausala samband (Bryman & Bell, 2005).

Det är även viktigt att belysa att det finns delade meningar om T-Tester borde göras på data som är normalfördelad och att det finns forskare som menar att datan inte behöver vara normalfördelad för att ge ett rättvisande resultat. För att testa normalfördelningen utför man ett test för *skewness* (Bryman & Cramer, 2011).

RESULTAT

Resultatet redovisar svaren från enkätundersökningen. Analys av resultatet följer i nästa avsnitt. Urvalet innehöll 12 svar som inte uppnådde de satta kriterierna;

1. Intresse för den svenska marknaden
2. Identifierar sig som en affärsängel

Dessa svar rensades bort för att säkerställa urvalet. Det gav oss slutligen en databas på 37 analyserbara svar. Efter detta användes ett hypotestest för att besvara vår hypotes. Hypotestestet syftade till att antingen bekräfta eller förkasta hypotesen. I hypotestestet adderades graden av agentproblematik som korrespondenterna besvarat i block (3). Block (3) var utformad med hjälp av tre frågor och en Likert-skala med svarsalternativ 1-7. När dessa tre frågor adderades ihop gav det varje individ en totalsumma där lägsta möjliga summa blev 3 och högsta blev 21. Block (2) och (3) var uppdelade i en Likert-skala mellan 1-7 som påvisade deras attityd till de olika faktorerna där 1 definierades som oviktigt och 7 som mycket viktigt. Varje variabel behandlades var för sig där korrelation mot agentproblematik mättes och där ett genomsnitt, standardavvikelse samt spridning för varje enskild faktor räknades ut. Korrelationen har mätts med ett Pearson's r-test som används när man undersöker relationen mellan två variabler som består av intervallskalor (Bryman & Bell, 2003). Resultaten för de olika variablerna ansågs inte vara normalfördelade när ett test för *skewness* gjordes enligt regeln för normalfördelning, bortsett från frågorna kring agentproblematik. Faktorerna i block (2) (bilaga 1) var alla negativt skeva förutom *holding of patents* som var positivt skev. Frågorna kring agentproblematik anses vara normalfördelade (Bryman & Cramer, 2011). Enligt Tabell 1 har vi kommit fram till följande resultat.

Tabell 1. Genomsnitt, standardavvikelser, spridning och korrelation

Genomsnitt, standardavvikelse, spridning och korrelation							
<i>Variabler</i>	<i>Genomsnitt</i>	<i>Standardavvikelse</i>	<i>Agentproblematik</i>	<i>Signifikansnivå agentproblematik</i>	<i>Hidden information</i>	<i>Hidden action</i>	<i>Differ in objectives</i>
<i>Agentproblematik</i>	11,29	3,2	1		0,52**	0,80**	0,73**
<i>Hidden information</i>	4,19	1,37	0,52**	0,00	1	0,15	0,03
<i>Hidden action</i>	3,19	1,66	0,80**	0,00	0,15	1	0,43*
<i>Differ in objectives</i>	3,92	1,59	0,73**	0,00	0,03	0,43*	1
<i>Trustworthiness of the management team</i>	6,56	0,98	0,19	0,26	0,31*	0,05	-0,01
<i>The enthusiasm of the management team</i>	6,32	1,12	0,19	0,25	0,29	0,17	-0,03
<i>Personal interest of working with entrepreneurs</i>	5,73	1,57	0,06	0,72	-0,17	0,30	-0,05
<i>Personal interest in the specific market</i>	4,81	1,30	0,34*	0,04	-0,07	0,31	0,43**
<i>Financial return on investment</i>	5,97	1,15	0,20	0,24	0,04	-0,01	0,13
<i>Growth potential of the market</i>	5,95	1,02	0,12	0,50	-0,08	0,03	0,23
<i>Former success of the management team</i>	4,57	1,21	-0,12	0,47	-0,10	-0,10	-0,06
<i>Holding of patents</i>	2,73	1,46	0,02	0,89	-0,29	0,17	0,12
* Korrelationen är signifikant 95% nivå							
** Korrelationen är signifikant 99% nivå							

Trustworthiness of the management team har ett medelvärde på 6,56 med en standardavvikelse på 0,98. Vidare har denna en svag positiv korrelation till *agentproblematik* på 0,19. *Hidden information* har en positiv korrelation på 0,31 till faktorn och en svag positiv korrelation på 0,05 till *hidden action* samt en svag negativ korrelation till *differ in objectives* på -0,01. Endast korrelationen till *hidden information* är statistiskt säkerställt med 95 % signifikansnivå.

The enthusiasm of the management team har ett medelvärde på 6,32 med en standardavvikelse på 1,12. *Agentproblematik* har en positiv korrelation på 0,19 med en positiv korrelation till *hidden information* på 0,29 och *hidden action* på 0,17 samt en svag negativ korrelation med *differ in objectives* på 0,03. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Personal interest of working with entrepreneurs har ett medelvärde på 5,73 samt en standardavvikelse på 1,57. Korrelationen till *agentproblematik* har en svag positiv korrelation på 0,06. Faktorns korrelation till *hidden information* speglar en negativ korrelation på 0,17 och *hidden action* med en positiv korrelation på 0,30 samt en svag negativ korrelation med *differ in objectives* på 0,05. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Personal interest in the specific market har ett medelvärde på 4,81 med en standardavvikelse på 1,30. *Agentproblematik* har en positiv korrelation på 0,34 där *hidden information* har en svag negativ korrelation på 0,07 samt *hidden action* och *differ in objectives* har en positiv korrelation på 0,31 och 0,43 där *agentproblematik* är statistiskt säkerställt med 95 % signifikansnivå och *differ in objectives* är statistiskt säkerställt med 99 % signifikansnivå.

Financial return on investment har ett medelvärde på 5,97 och en standardavvikelse på 1,15. Korrelationen till *agentproblematik* är positiv på 0,20 där *hidden information* har en svag positiv korrelation på 0,04 samt *hidden action* som har en obefintlig negativ korrelation på 0,01 medan *differ in objectives* har en svag positiv korrelation på 0,13. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Growth potential of the market har ett genomsnitt på 5,95 och en standardavvikelse på 1,02. Korrelationen till *agentproblematik* är positiv på 0,12 där *hidden information* har en svag negativ korrelation på 0,08 samt *hidden action* och *differ in objectives* med en positiv korrelation på 0,03 samt 0,23. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Former success of the management team har ett medelvärde på 4,57 och en standardavvikelse på 1,21. Korrelationen till *agentproblematik* är negativ på 0,12 med en svag negativ korrelation till resterande faktorer *hidden information* med 0,10 samt *hidden action* och *differ in objectives* på 0,10 och 0,06. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Holding of patents har ett medelvärde på 2,73 och en standardavvikelse på 1,46. Korrelationen till *agentproblematik* är väldigt svag på 0,02 med en negativ korrelation till

hidden information med 0,29 samt en positiv korrelation till de resterande två agentproblemen *hidden action* och *differ in objectives* på 0,17 och 0,12. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Efter att ett T-Test utfördes mellan gruppen som har en låg eller hög agentproblematik blev uppdelning (Låg) 49 % och (Hög) 51 %.

Tabell 2. T-Test av agentproblematik

T-Test med signifikans				
<i>Variabler</i>	<i>Agentproblematik, X=Låg, Y=Hög</i>	<i>Antal</i>	<i>Medeltal</i>	<i>Signifikans</i>
<i>Trustworthiness of the management team</i>	Låg	18	6,39	0,047*
	Hög	19	6,74	
<i>The enthusiasm of the management team</i>	Låg	18	6,11	0,19
	Hög	19	6,42	
<i>Personal interest of working with entrepreneurs</i>	Låg	18	5,61	0,68
	Hög	19	5,84	
<i>Personal interest in the specific market</i>	Låg	18	4,44	0,036*
	Hög	19	5,16	
<i>Financial return on investment</i>	Låg	18	5,78	0,06
	Hög	19	6,10	
<i>Growth potential of the market</i>	Låg	18	5,78	0,55
	Hög	19	6,10	
<i>Former success of the management team</i>	Låg	18	4,72	1,00
	Hög	19	4,42	
<i>Holding of patents</i>	Låg	18	2,72	0,383
	Hög	19	2,74	
* Korrelationen är signifikant 95% nivå				
** Korrelationen är signifikant 99% nivå				

Trustworthiness of the management team har en signifikant skillnad mellan gruppen som har låg jämfört med gruppen som har hög agentproblematik. Gruppen som har låg agentproblematik prioriterar denna faktor lägre (6,39) än de som har hög (6,74) agentproblematik. Detta är statistiskt säkerställt med 95 % signifikansnivå.

The enthusiasm of the management team prioriterar gruppen som har hög agentproblematik totalt 6,42 jämfört med de som har låg agentproblematik på 6,11. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Personal interest of working with entrepreneurs prioriterar gruppen som har hög agentproblematik totalt 5,84 jämfört med de som har låg agentproblematik på 5,61. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Personal interest in the specific market har en signifikant skillnad mellan gruppen som har låg jämfört med gruppen som har hög agentproblematik. Gruppen som har låg agentproblematik prioriterar denna faktor lägre (4,44) än de som har hög (5,16) agentproblematik. Detta är statistiskt säkerställt med 95 % signifikansnivå.

Financial return on investment prioriterar gruppen som har hög agentproblematik i medel 6,10 jämfört med de som har låg agentproblematik som prioriterar denna faktor lägre på 5,78. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Growth potential of the market prioriterar gruppen som har hög agentproblematik i medel 5,78 jämfört med de som har låg agentproblematik som prioriterar denna faktor lägre på 6,10. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Former success of the management team prioriterar gruppen som har låg agentproblematik i medel 4,72 jämfört med de som har hög agentproblematik som prioriterar denna faktor lägre på 4,42. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Holding of patents prioriterar gruppen som har hög agentproblematik i medel 2,74 jämfört med de som har låg agentproblematik som prioriterar denna faktor lägre på 2,72. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Tabell 3. T-Test prioritering av faktorer

T-Test med signifikans				
<i>Variabler</i>	<i>Prioritet av finansiella (1) eller icke-finansiella (2)</i>	<i>Antal</i>	<i>Medeltal</i>	<i>Signifikans</i>
<i>Agentproblematik</i>	1	22	10,69	0,763
	2	15	12,20	
* <i>Korrelationen är signifikant 95% nivå</i>				
** <i>Korrelationen är signifikant 99% nivå</i>				

Efter att ett T-Test utfördes mellan gruppen som prioriterar finansiella faktorer och gruppen som prioriterar icke-finansiella faktorer blev uppdelning (1) 60 % och (2) 40 % på grund av ett kluster av svar på gränsen vid uppdelning. Gruppen som prioriterar finansiella faktorer har i medel en agentproblematik på 10,69 av 21 medan gruppen som prioriterar icke-finansiella faktorer har ett högre medel i agentproblematik på 12,20 av 21. Detta är inte statistiskt säkerställt.

Resultaten för de olika variablerna ansågs inte vara normalfördelade när ett test för *skewness* gjordes enligt regeln för normalfördelning, bortsett från frågorna kring agentproblematik. Faktorerna i block (2) (se bilaga 1) var negativt skeva i samtliga fall förutom *holding of patents* som var positivt skev. Frågorna kring agentproblematik anses vara normalfördelade (Bryman & Cramer, 2011).

Hypotestest

Utifrån svaren av vårt urval utformades fyra olika hypoteser. Dels testades korrelationen mellan de icke-finansiella faktorerna och agentproblematik samt korrelationen mellan de finansiella faktorerna och agentproblematik. För att komplettera testerna av korrelationen utfördes även ett antal T-Test för att se om de två olika grupperna som har låg eller hög agentproblematik skiljer sig åt vid prioritering av faktorer samt om gruppen som prioriterar finansiella eller icke-finansiella skiljer sig åt signifikant i agentproblematik. För att besvara

syftet undersöktes således fyra underhypoteser kopplade till de olika faktorerna till investering.

Detta ger oss följande hypoteser att pröva:

Hypotes icke-finansiella faktorer:

$H_0: r = 0$ (Ingen korrelation mellan icke-finansiella faktorer och agentproblematik)

$H_1: r < 0$ (Negativ korrelation mellan icke-finansiella faktorer och agentproblematik)

Nollhypotesen kan inte förkastas, då det inte finns en signifikant korrelation mellan de icke-finansiella faktorerna och agentproblematik.

Hypotes finansiella faktorer:

$H_0: r = 0$ (Ingen korrelation mellan finansiella faktorer och agentproblematik)

$H_1: r > 0$ (Positiv korrelation mellan finansiella faktorer och agentproblematik)

Nollhypotesen kan inte förkastas, då det inte finns en signifikant korrelation mellan de finansiella faktorerna och agentproblematik.

Hypotes skillnad mellan gruppen låg eller hög agentproblematik:

$H_0: m_1 = m_2$ (Ingen skillnad mellan prioritering av faktorer och agentproblematik)

$H_1: m_1 \neq m_2$ (Det finns en skillnad mellan prioritering av faktorer och agentproblematik)

För faktorerna *trustworthiness of the management team* och *personal interest in the market* förkastas nollhypotesen med 95 % signifikansnivå. Detta visar att gruppen som har låg agentproblematik inte prioriterar de icke-finansiella faktorerna *trustworthiness of the management team* lika högt som de som har hög agentproblematik. Liknande visar det att gruppen som har låg agentproblematik inte prioriterar den icke-finansiella faktorn *personal interest in the specific market* lika högt som de som har hög agentproblematik. För resterande faktorer kan inte nollhypotesen förkastas.

Hypotes skillnad av gruppen finansiell och icke-finansiell:

$H_0: m_1 = m_2$ (Ingen skillnad mellan grupperna finansiell och icke-finansiell)

$H_1: m_1 \neq m_2$ (Det finns en skillnad mellan grupperna finansiell och icke-finansiell)

Nollhypotesen kan inte förkastas, då det inte finns en signifikant skillnad mellan de två grupperna när de är indelade (1) prioriterar finansiella faktorer och (2) prioriterar icke-finansiella faktorer.

ANALYS

Nedan kommer valda faktorer att analyseras var för sig där lämplig teori och tidigare forskning är kopplad till det funna resultatet. Inledningsvis analyseras faktorernas korrelation till agentproblematik (se tabell 1) samt en skillnad i grupperna med låg respektive hög agentproblematik (se tabell 2) i de faktorer där signifikans kunde uppnås. Analysen avslutas med reflektion av resultatet genom ett T-Test (se tabell 3) där prioritering av icke-finansiella eller finansiella faktorer analyseras.

Trustworthiness of the management team. Denna faktor visade sig vara den allra viktigaste för de utvalda affärsänglarna. Detta stämmer överens med Sudeks (2007) studie om affärsänglar i Kalifornien, USA, som även den visade att trovärdighet hos entreprenören är det viktigaste kriteriet vid en investering. Vår hypotes var att en hög tillit mellan affärsängel och entreprenör skulle innebära minskad agentproblematik. Ingen signifikant korrelation mellan variablerna *trustworthiness of the management team* och *agentproblematik* hittades. Däremot kunde signifikans urskiljas i vårt T-Test (se tabell 2) där faktorer sattes i relation till agentproblematik. På faktorn *trustworthiness of the management team* var resultatet att de affärsänglarna med högre agentproblematik, i genomsnitt även värdesätter trovärdighet hos entreprenören. Detta går emot rapportens hypotes. En anledning till varför affärsänglar som värdesätter faktorn trovärdighet hos entreprenören högst också har hög agentproblematik kan bero på att sambandet går åt andra hållet. Att istället för att *agentproblematik* är den beroende variabeln och *trustworthiness of the management team* är den oberoende, kan förhållandet vara

det motsatta. Desto högre agentproblematik man har, desto högre kommer man även att värdesätta trovärdighet hos entreprenören i framtida investeringar. Mason och Stark (2004) menar att agentrisken utgör en stor risk för affärsänglar vid investeringar. Detta beror bland annat på att kontrakt mellan affärsänglar och entreprenörer är informella och enkla i sin utformning, vilket i enlighet med Eisenhardt (1989) ökar risken för agentkostnader och *adverse selection*. Eftersom kompletta kontrakt inte existerar måste därför en affärsängel skydda sig på andra sätt från agentproblematik. En affärsängel som har haft hög agentproblematik kommer med stor sannolikhet att arbeta aktivt för att minska risken att detta ska hända igen. I enlighet med vår undersökning kommer därför affärsänglar med hög agentproblematik att värdesätta trovärdighet högre än affärsänglar med låg agentproblematik.

The enthusiasm of the management team. I enlighet med Sudek (2007) visade sig entusiasmen hos entreprenören även i vår studie vara ett av de viktigaste kriterierna för en affärsängel, då faktorn blev rankad som den näst viktigaste. Hypotesen var att även denna variabel skulle ha en negativ korrelation med agentproblematik, vilket vi inte kunde påvisas. En anledning till att det inte kunde påvisas något samband mellan variablerna *the enthusiasm of the management team* och *agentproblematik* kan förklaras av Van Osnabrugge och Robinsons (2000) uttalande, som menar att affärsänglar inkluderar subjektiva faktorer såsom magkänsla i sina investeringar. En entreprenör som är duktig på att tala och presentera sin idé, skulle möjligen kunna öka risken för *adverse selection*, i form av svårighet att bedöma den faktiska kunskapen som entreprenören har. Eftersom variablerna inte är korrelerade är det dock svårt att säga mer än att denna faktor i sig inte har något samband med *agentproblematik*. Trots detta är faktorn något som de flesta affärsänglar värdesätter.

Personal interest in working with entrepreneurs. Korrelationen mellan *personal interest of working with entrepreneurs* och *agentproblematik* visade sig vara nästintill obefintlig. Faktorn rankades som den femte viktigaste i undersökningen med ett relativt högt medelvärde.

Stewardshipteorin kan tillämpas som en förklaring till affärsänglars personliga intresse av att arbeta med entreprenörer, då denna teori menar att människor drivs av att utmana och förverkliga sig själva (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). En anledning till varför denna faktor inte visade sig vara negativt korrelerad till *agentproblematik* kan förklaras av att affärsänglar, som agerar mer enligt stewardshipteorin än agentteorin, inte uppfattar agentkostnader på samma sätt. En affärsängel som är intresserad av att arbeta med en entreprenör och bidra med sina erfarenheter och kunskaper, kommer möjligen inte att uppfatta övervakningen av entreprenören som en kostnad. Eftersom det är i affärsängelns personliga intresse att leda entreprenören, finns det därmed en möjlighet att denne inte uppfattar kontrollen av entreprenören som en agentteoretisk kostnad. Detta kan således ha haft inverkan på resultatet i studien då affärsänglar kan ha haft hög grad av kontroll i relationer till entreprenörer, men att affärsänglarna i denna studie inte kopplar detta till agentteorins definition av agentkostnader.

Personal interest in the specific market. Capizzi (2014) menade att ett personligt intresse för marknaden är en anledning till varför man som affärsängel väljer att investera. I denna studie blev faktorn rankad som nummer sex. Genomsnittet är dock relativt högt, vilket tyder på att det personliga intresset för marknaden är betydelsefullt vid en investering. Jensen och Meckling (1976) ansåg att agentproblematik i en relation kan minska om principal och agent har liknande intressen. Ingen korrelation kunde påvisas, däremot kunde en signifikant skillnad hittas vid utförande av T-test (se tabell 2) och med 99 % signifikansnivå kunde en positiv korrelation påvisas mellan faktorn och *differ in objectives*. T-Testet visade att de affärsänglar som har låg agentproblematik också prioriterar *personal interest in the specific market* lägre än resterande affärsänglar. Detta går emot vår hypotes, då vi förväntade oss att *personal interest in the specific market* skulle minska agentproblematik. Utifrån stewardshipteorin arbetar en steward som bäst när denne ges auktoritet och lite övervakning. Möjligheten för att en agent ska agera som en steward ökar om entreprenören identifierar sig med organisationen (Davis, Schoorman &

Donaldson, 1997). I en relation mellan affärsängel och entreprenör är detta ett incitament till varför en entreprenör med stor sannolikhet snarare borde agera som en steward istället för en agent. Om affärsängeln har ett stort eget intresse av marknaden kan denne möjligen känna behov av att övervaka och dirigera stewarden, vilket enligt stewardshipteorin blir en form av självuppfyllande profetia. Stewarden kommer då att börja bete sig som en agent snarare än en steward (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Det är även sannolikt att en affärsängel som investerar i en marknad som denne känner sig familjär med, kommer att vilja ha mer att säga till om i företaget. Detta skulle kunna vara en möjlig förklaring till varför faktorn *personal interest in the specific market* är korrelerad till *differ in objectives* och varför de som prioriterar faktorn även också har högre genomsnitt av *agentproblematik*.

Financial return on investment. Den finansiella avkastningen hos en investering vara den tredje viktigaste faktorn för affärsänglarna. Sudeks (2007) undersökning visade även vikten av denna, då faktorn blev rankad som nummer 7 av 27 faktorer. I enlighet med Mason och Stark (2004) förväntade vi oss att kapitalvinsten skulle vara av stor betydelse, vilket vår studie bekräftade genom affärsänglarnas prioritering av faktorer. Vidare menar Mason och Stark (2004) att kapitalvinsten måste samverka med andra icke-finansiella faktorer för att affärsänglar ska genomföra investeringar. Vårt resultat påvisar en obefintlig korrelation mellan *agentproblematik* och faktorn *financial return on investment*. Anledning till varför resultatet inte visar någon signifikant korrelation kan vara det faktum att båda parter i en relation värderar den finansiella avkastningen till skillnad från vad Eisenhardt (1989) menar. Agentproblematiken (i detta fall *differ in objectives*) behöver då inte vara hög bara för att principalen prioriterar denna faktor. Detta för att entreprenören i ett ungt företag ofta är delägare i företaget (Robehmed, 2013). Det blir därför lika viktigt för agenten att se till den finansiella avkastningen som för principalen. Detta är ett argument till varför en entreprenör med stor sannolikhet agerar som en steward, som till skillnad från en agent, ser till hela organisationen

och innehar ett mer kollektivistiskt tänk. En steward nyttomaximerar genom att agera för organisationens bästa, vilket i detta fall kan beskriva en situation där den finansiella avkastningen är viktig för samtliga i relationen. Att principal och steward har liknande intressen, förhindrar då *differ in objectives* och kan därmed vara en förklaring till att signifikans inte uppnåddes i resultatet (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

Growth potential of the market. Tillväxtpotentialen hos marknaden visade sig vara den fjärde viktigaste faktorn för affärsänglarna vid investering med ett relativt högt genomsnitt. Även Sudeks (2007) undersökning visade att denna faktor var viktig. Vidare fann vi korrelationen mellan *growth potential of the market* och *agentproblematik* nästintill obefintlig och utan signifikans. Detta stämmer således inte överens med vår hypotes, då vi trodde oss finna en positiv korrelation mellan *agentproblematik* och denna faktor. Vi förväntade oss att de som prioriterade *growth potential of the market* skulle vara mer drivna av snabb finansiell vinning och opportunist och att prioritering av denna faktor då skulle tyda på en mer kortsiktig relation, vilket enligt Eisenhardt (1989) även leder till högre informationsasymmetri. Eftersom affärsänglar själva noggrant studerar både entreprenören och marknaden innan investering är sannolikheten stor att deras syn på marknaden liknar entreprenörens. Anledning till att detta inte var korrelerat kan då bero på att denna faktor även är viktig för entreprenören, som då istället möjligen agerar som en steward snarare än en agent (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

Former success of the management team. Denna faktor blev rankad som nummer sju i vår undersökning. I Sudeks (2007) undersökning blev samma faktor rankad som det näst viktigaste. Vi definierade *former success of the management team* som en finansiell faktor, mer precis som agentens förmåga att driva ett framgångsrikt företag. Vi förväntade oss därför en positiv korrelation mellan *former success of the management team* och *agentproblematik*. Då statistiskt säkerställd korrelation saknas finns det ingen anledning att tro att denna faktor

samverkar med agentproblematik. En anledning till varför denna faktor inte ansågs viktig i denna undersökning kan vara det faktum att affärsänglar många gånger har tidigare erfarenhet i den bransch som de investerar i. Således kommer man som affärsängel att få vara med och bidra med tidigare kunskap och erfarenhet i relationen till entreprenören (Capizzi, 2014). Detta kan då vara en förklaring till varför faktorn *former success of the management team* inte ansågs viktig i denna undersökning.

Holding of patents. Denna faktor visade sig vara den minst viktiga i vår studie, med absolut lägst genomsnitt. Även i Sudeks (2007) studie rankades patent lågt. Att denna faktor visade sig vara minst viktig kan bero på att kopplingen till framtida ekonomiska vinster inte framkom för respondenterna. Detta kan bero på skifte i utveckling av olika branscher där patent inte är möjligt eller för trögrörligt att inneha. Eftersom vi definierade patent som en väg till framtida ekonomisk vinning, var indikationen för denna faktorn ett opportunistiskt beteende hos affärsängeln. Således förväntade vi oss att detta skulle öka *agentproblematik*. Det som vi kom fram till var att det inte finns en statistiskt säkerställd korrelation mellan variablerna *holding of patents* och *agentproblematik*, då den svaga positiva korrelationen som hittades inte var statistiskt säkerställd.

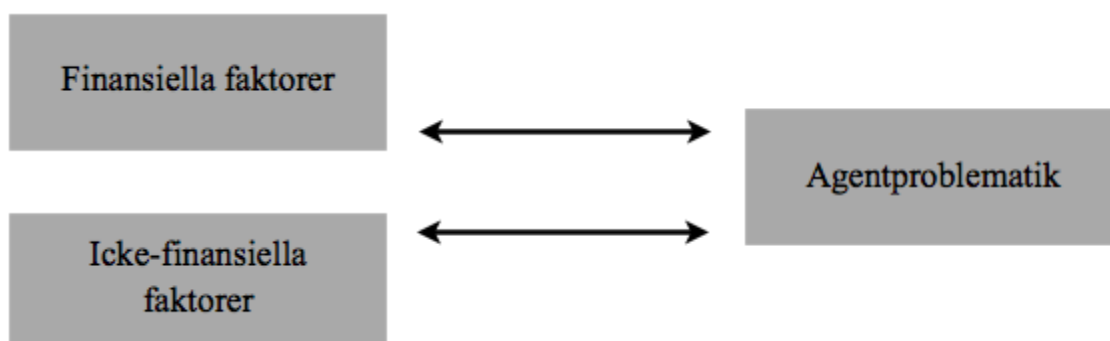
Prioritering av icke-finansiella eller finansiella faktorer

T-Testet som utfördes (se tabell 3) visade inte på någon statistisk säkerställd skillnad i grupp 1 (prioritering av finansiella faktorer) och grupp 2 (prioritering av icke-finansiella faktorer) i medelvärden vad gäller agentproblematik. Hypotesen var att de som har låg agentproblematik skulle hamna i den grupp som framförallt prioriterade icke-finansiella faktorer. Som T-Testet visar på är resultatet istället motsatt från hypotesen, det vill säga att de affärsänglar som prioriterar finansiella faktorer är den grupp som har lägst agentproblematik. Eftersom T-Testet inte är statistiskt säkerställt går det dock inte att säga om detta beror på slumpen eller inte. Då ingen signifikant skillnad hittades blir därför slutsatsen att det inte finns

något samband mellan prioriteringar av finansiella eller icke-finansiella faktorer och agentproblematik. Detta tyder på att agentproblematik mellan en affärsängel och en entreprenör inte samverkar med affärsängelns prioritering av faktorer. Liksom Landströms (1995) resultat finns det däremot anledning att tro att relationen mellan en affärsängel och en entreprenör är högst personlig och svår att förutspå.

SLUTSATS OCH DISKUSSION

Vilka faktorer är viktiga för affärsänglar vid investeringar och vilket samband finns i relationen till entreprenörer ur ett agentteoretiskt perspektiv?



Slutsats

Enligt undersökningen värdesätter affärsänglar först och främst *trustworthiness of the management team* sedan *enthusiasm of the management team* och först som tredje faktor kommer *financial return on investment*. Relationen mellan affärsängel och entreprenör är utifrån undersökningen högst personlig och har inget samband med affärsänglars val av faktorer, då det i de flesta fall inte hittades någon signifikant korrelation mellan agentproblematik och valda faktorer. Det går inte heller att påvisa någon skillnad i agentproblematik mellan finansiella faktorer och icke-finansiella faktorer i undersökningen. Vi kan dock se att faktorn *trustworthiness of the management team* har en positiv korrelation till *hidden information* och att *personal interest in the specific market* har en positiv korrelation till *agentproblematik*. Då detta endast är ett samband och vi inte kan säkerställa ett orsak-verkan-

förhållande kan slutsats inte dras om vilken variabel som påverkar den andra, utan endast att sambandet finns. T-Testerna indikerar även att signifikant skillnad finns mellan hur grupperna låg eller hög agentproblematik prioriterar de två faktorerna. Även i genomförandet av detta test är det faktorerna *trustworthiness of the management team* och *personal interest in the specific market* som har signifikans. Det kan därför vara intressant för framtida forskning att utforska dessa variabler djupare.

Diskussion

I studien analyserades åtta olika faktorer till investeringar för affärsänglar. Utöver detta finns det en mängd andra faktorer som man hade kunnat analysera. Om andra faktorer hade valts är det möjligt att ett annat resultat hade uppnåtts. För att nu 20 år senare vidareutveckla undersökningen från Landström (1995) hade det varit intressant att göra en ännu större och mer utvecklad studie än denna. Detta för att kunna ta upp fler aspekter och på så vis få en bredare syn av det förändrade startup-klimatet. En annan möjlig utveckling på studien hade varit att studera skillnader i finansiella och icke-finansiella faktorer ytterligare. Denna studie påvisar inte någon skillnad mellan dessa, vilket kan bero på att definitionen finansiella faktorer mot icke-finansiella faktorer är för snävt dragen eller att andra faktorer borde ha undersökts.

Affärsänglar har enligt Mason och Stark (2004) ett intresse av att få vara med och spela en entreprenörsroll (vilket även visade sig vara viktigt enligt vår undersökning) och lägger därför stor vikt vid personkemin mellan affärsängel och entreprenör. Vidare kan det därför vara intressant att undersöka om detta karakteriserar en klassisk principal-agent-relation eller en principal-steward relation, då båda parter har ett informellt utbyte av tjänster och gentjänster. I förhållande till detta karakteriseras en principal-steward-relation av att människor, istället för att endast vara ute efter ekonomiskt utbyte, motiveras av inre faktorer såsom självuppfyllelse och chans att utvecklas (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Detta beskriver faktorer som passar bra in på sådana faktorer som motiverar en affärsängel (Capizzi, 2014). Möjligheten för

att en agent ska agera som en steward ökar om entreprenören identifierar sig med organisationen (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Att detta är fallet för en entreprenör är högst troligt då denna har varit med och grundat organisationen. Utifrån detta finns det därför anledning att tro att både affärsängel och entreprenör har incitament att bete sig som en steward snarare än en principal eller agent. Affärsänglar har på så sätt en skyldighet mot entreprenörer att bidra med kunskap och erfarenhet medan entreprenörer har en skyldighet mot affärsänglar att ge dessa finansiell avkastning samt även chansen att få spela en entreprenörsroll och uppnå självuppfyllelse.

Inför fortsatt forskning inom ämnet kan det vara intressant att använda sig av en annan forskningsmetod för att kunna hitta kausala samband då denna forskningsmetod kan ge antydning till samband mellan variabler, men inte säkerställa en kausalitet. Genom att använda sig av kvalitativ analys med intervjuer med ett flertal investerare samt entreprenörer hade man kunnat förstå relationen mellan dessa på ett annat sätt. Detta i kombination med subjektiviteten i enkätundersökningen gör att resultatet för det utvalda stickprovet inte kan generaliseras till en större grupp. Dock visade studien att många affärsänglar tänker lika i de mätta faktorerna, vilket indikerar att resultatet inte hade behövt skilja sig åt om man hade använt liknande forskningsdesign även med andra respondenter.

En rekommendation inför liknande enkätundersökning är att utforma en pilotundersökning. En pilotundersökning hade kunnat leda till en säkerställning av att utrymme inte lämnas för tolkning hos respondenten. Med hjälp av en pilotundersökning hade det även varit möjligt att undersöka det optimala sättet att utforma frågorna på. Dels för att säkerställa att samtliga respondenter uppfattar frågorna på liknande sätt samt för att ta bort frågor som inte är relevanta för syftet.

Trots försök att säkerställa att samtliga i urvalsgruppen bestod av affärsänglar var det en del som inte identifierade sig som detta. Vad detta kan bero på kan ha en del förklaringar;

respondenterna ser inte att vara en affärsängel som deras huvudsyssla, respondenterna är inte bekanta med begreppet, respondenterna ser inte på relationen på det sätt som teorin beskriver eller kan det även vara det faktum att respondenterna har registrerat sig på hemsidan Sweden Angel Investors med ambitionen att i framtiden kunna agera som en affärsängel. Då dessa respondenter enligt vår metod inte uppfyllde kraven, kunde vi inte ha med dem i undersökningen. Inför vidare forskning kan det vara intressant att jämföra skillnaden mellan formella och informella investerare utifrån ett principal-agent-perspektiv.

Vidare kan vi se att det finns en del problem bakom agentteorin och dess få men specifika karaktärsdrag som identifierar en principal och en agent, då dessa inte passar in i alla relationer. Till skillnad från andra studier har fokus legat på principalens värderingar, istället för agentens. Teorin kan även ses på andra sätt än den klassiska agentteorin och det är således möjligt att andra utgår från teorin på ett annat vis. Till exempel kan man se entreprenören som principal och affärsängeln som agent, då även affärsängeln kan bidra med kunskap. För vidare forskning hade det varit intressant att analysera detta förhållande och se vad en principal och agent måste bidra med i förhållandet för att det ska karakteriseras av agentteorin. Slutligen hade det även varit intressant att se om relationen mellan affärsängel och entreprenör kan klassas som en principal-agent-relation eller om den istället kan klassas som en principal-steward-relation.

REFERENSER

Akademisk litteratur

Bryman, A. & Bell, E. 2005. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Författarna och Liber AB.

Bryman, A. & Cramer, D. 2011. *Quantitative data analysis with IBM SPSS17, 18 and 19*. Routedledge Taylor and Francis Group.

Van Osnabrugge, M. Robinson, R. J. 2000. *Angel investing: matching start-up funds with start-up companies (The guide for entrepreneurs, individual investors and venture capitalists)*. Harvard Business School, Jossey-Bass Inc.

Wahlgren, L. 2005. *SPSS Steg för steg*. Upplaga 1. Studentlitteratur, Lund.

Journalartiklar

Argerich, J. Hormiga, E. & Valls-Pasola, J. 2013. Financial services support for entrepreneurial projects: Key issues in the business angels investment decision process. *Service Industries Journal*, 33(9-10): 806-819.

Capizzi, V. 2014. The returns of business angels' investments and their major determinants. *Eastern Piedmont University*. SDA Bocconi.

Davis, J. H. Schoorman, F. D. & Donaldson, L. 1997. Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, 22(1): 20-47.

Eisenhardt, K. 1989. Agency theory: An assessment and review. *Acadamy of Management Review*, Stanford University. 14(1): 47-74.

Haines, G. H. Jr. Madill, J. J. & Riding, A. R. 2003. Informal investments in Canada: Financing small business growth. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 16(3-4): 13-40.

Holmström, B. 1979. Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, The RAND Corporation. 10(1): 74-91.

Jensen, C. M. & Meckling, H. W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. North-Holland Publishing Company. University of Rochester, Rochester, USA. 3: 305-360.

Landström, H. 1995. A pilot study on the investment decision-making behavior of informal investors in Sweden. *Journal of Small Business Management*, 33(3): 67–76.

Maslow, A. H. 1970. *Motivation and personality*. New York, Harper & Row.

Mason, C. & Stark, M. 2004. What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International Small Business Journal*. SAGE Publications, London, Thousand Oaks and New Delhi. 22(3): 227-248.

Maxwell, L. A. Scott, A. J. & Lévesque, M. 2011. Business Angel Early Stage Decision Making. *Journal of Business Venturing*. 26: 212–225.

McColgan, P. 2001. Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective. *Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, Glasgow*.

McGregor, D. 1957. The human side of enterprise. *The Management Review*, 46(11): 22–28.

Popović, M., Kuzmanović, M., Gušavac, B. A. 2012. The agency dilemma: information asymmetry in the "Principal-Agent" problem. *Management Journal for Theory and Practice Management*. Belgrade University, Faculty of Organizational Sciences. 2012(62).

Shleifer, A. & Vishny, R. W. 1989. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*. 25(1): 123-139.

Sudek, R. 2007. Angel Investment Criteria. *Journal of Small Business Strategy*. Claremont Graduate University. 17(2).

Elektroniska källor

Ekonomifakta. 2016. Antal företag i Sverige. *SCB:s Databas*. 19 januari 2016. Tillgänglig online: <http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Foretagande/Naringslivet/Antal-foretag-i-Sverige/> [Hämtad 26 april 2016]

Regeringskansliet. 2015. *Di Digital Debatt*. 2 september 2015. Tillgänglig online: <http://www.regeringen.se/debattartiklar/2015/09/stockholm-ska-bli-varldens-basta-startupstad>[Hämtad 26 maj 2016]

Robehmed, N. 2013. What is a startup?. *Forbes*. 16 december 2013. Tillgänglig online: <http://www.forbes.com/sites/nalierobehmed/2013/12/16/what-is-a-startup/#7018f3694c63> [Hämtad 28 maj 2016]

Swedish Angel Investors. 2016. *Angellist*. Tillgänglig online: <https://angel.co/sweden/investors> [Hämtad 26 april 2016]

BILAGOR

Bilaga 1. Enkät

Block 1

1. Do you identify yourself as a Business Angel
 Yes No
2. Gender
 Male Female
3. Have you or are you interested in investing in Sweden?
 Yes No

Block 2

Rank the factors that you consider the most when doing an investment.

1, Personal interest of working with entrepreneurs
 Not important 1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. Very important

2, Financial return on investment
 Not important 1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. Very important

3. The enthusiasm of the management team
 Not important 1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. Very important

4. Trustworthiness of the management team
 Not important 1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. Very important

5. Growth potential of the market
 Not important 1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. Very important

6. Former success of the management team
 Not important 1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. Very important

7. Holding of patents
 Not important 1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. Very important

8. Personal interest in the specific market
 Not important 1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. Very important

Block 3

1, Have you ever felt that you have not been able to take part of all the information that you have wanted in the invested company?
 Never 1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. Often

2, Have you ever felt that you have had to control/monitor the management team of the company you invested in so that they wouldn't do something you didn't approve of?
 Never 1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. Often

3. Have you ever experienced a difference in business objectives between yourself and the management team of the company that you invested in?
 Never 1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. Often