

# Avenyer av drömmar: Statens roll i den framtida **kapitalförsörjningen**

**Denna rapport sammanfattar forskning** och andra studier kring kapitalförsörjning och statliga interventioner för att underlätta små- och medelstora företags finansieringssituation. En slutsats i rapporten är ett det krävs en förståelse och större fokus på efterfrågan, dvs. entreprenörens perspektiv och finansiella beslutsfattande när interventioner utformas.

Dnr: 2013/014

Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser  
Studentplan 3, 831 40 Östersund  
Telefon: 010 447 44 00  
Fax: 010 447 44 01  
E-post: [info@tillvaxtanalys.se](mailto:info@tillvaxtanalys.se)  
[www.tillvaxtanalys.se](http://www.tillvaxtanalys.se)

För ytterligare information kontakta: Björn Falkenhall  
Telefon: 010 447 44 33  
E-post: [bjorn.falkenhall@tillvaxtanalys.se](mailto:bjorn.falkenhall@tillvaxtanalys.se)

## Förord

Det politiska intresset för att främja företagande, entreprenörskap och ekonomisk tillväxt är stort liksom kapitalförsörjningens betydelse i detta sammanhang. Intresset från samhällets sida att underlätta små- och medelstora företags finansieringssituation är dock långtifrån nytt.

Staten kan ha skäl att stimulera företagandet då det ger upphov till positiva spridningseffekter, till exempel sysselsättning, innovationer och strukturomvandling. Ett annat argument är marknadsmisslyckanden, som ofta beror på informationsasymmetrier, alltså ojämn information och bristande kommunikation mellan finansiär och företagare. Om finansiären vet mindre än företagaren om affärsidén kan det leda till en osäkerhet som gör att investeringarna helt uteblir eller begränsas till följd av högre räntor och avkastningskrav. Det finns alltså argument för statliga interventioner, men det gäller att lösa rätt problem på rätt sätt.

I rapporten framkommer emellertid att statliga interventioner på venture capital (VC)-marknaden haft svårt att nå framgång. De goda exempel som ändå kan identifieras visar att kontexten och kunskapsutbytet mellan aktörerna är betydelsefullt. Även långsiktigheten i statens interventioner betonas, och vikten av att satsa på kontinuerliga insatser snarare än på specifika finansiella gap. Gruppen nya och små företag är vidare väldigt heterogen, exempelvis vad gäller vilka resurser de har tillgång till och sätten de startas på. Olikskatterna gör att det är svårt att utforma generella statliga interventioner.

En slutsats i rapporten är att det krävs en förståelse och större fokus på efterfrågan, dvs. entreprenörens perspektiv och finansiella beslutsfattande när interventioner utformas. En annan är att i större utsträckning utnyttja den kunskap som finns kring entreprenörskapet och dess finansiering, och inte söka efter best practice som kan kopieras i en ny kontext.

Rapporten, som innehåller en förtjänstfull genomgång av forskningsfältet, är författad av Hans Landström, professor i företagsekonomi med inriktning mot entreprenörskap vid Sten K. Johnson Centre for Entrepreneurship, Lunds universitet.

En kortare version av rapporten ingår även som två kapitel i boken Tillväxtfakta 2016: Perspektiv på kapitalförsörjning – en antologi om företagets finansiering och statens roll.

Östersund, mars 2017

Björn Falkenhall  
T.f. avdelningschef, Entreprenörskap och näringsliv  
Tillväxtanalys



## Innehåll

<b>Sammanfattning .....</b>	<b>7</b>
<b>Summary .....</b>	<b>9</b>
<b>1 Introduktion .....</b>	<b>11</b>
1.1 Uppdraget och syftet med rapporten .....	11
1.2 Bakgrund .....	12
1.3 Nya och små företags betydelse .....	12
1.4 Finansieringsproblematiken i nya och växande företag .....	14
1.4.1 Finansiella begränsningar i möjligheterna att starta och driva företag .....	14
1.4.2 Marknadsmislyckanden .....	14
1.5 Statliga finansiella interventioner .....	15
1.6 Rapportens upplägg .....	16
<b>2 Statens roll i företags kapitalförsörjning och dess konsekvenser .....</b>	<b>17</b>
2.1 Varför skall staten intressera sig för kapitalförsörjningen i nya och små företag? .....	17
2.1.1 Interventioner för att stimulera positiva spridningseffekter .....	17
2.1.2 Interventioner för att lösa marknadsmislyckanden .....	18
2.2 Orsaker till marknadsmislyckanden .....	19
2.3 Finansiella gap .....	21
2.3.1 Såddkapitalgap .....	21
2.3.2 Regionala finansiella gap .....	22
2.4 Problem med statens interventioner .....	23
2.4.1 Lösa rätt problem på rätt sätt .....	23
2.4.2 Snedvridningseffekter av statliga interventioner .....	23
2.5 Vad kan vi lära av detta kapitel? .....	24
<b>3 Internationella erfarenheter .....</b>	<b>25</b>
3.1 En historisk återblick över statliga interventioner .....	25
3.2 Olika finansiella marknader .....	26
3.3 Statliga interventioner – internationella exempel .....	28
3.3.1 Lånegarantisystem .....	29
3.3.2 Venture Capital .....	29
3.3.3 Affärsänglar .....	33
3.4 Vad kan vi lära av detta kapitel? .....	36
<b>4 Den svenska diskussionen och förslagen .....</b>	<b>38</b>
4.1 De statliga interventionerna i Sverige .....	38
4.1.1 Historik .....	38
4.1.2 Det befintliga systemet .....	40
4.1.3 Statens kapitalförsörjning i framtiden .....	40
4.2 Statens roll i de nya och små företagens kapitalförsörjning: Vad vet vi från tidigare studier och rapporter? .....	41
4.2.1 Rapporter från Tillväxtanalys .....	41
4.2.2 Statens offentliga utredningar (SOU) .....	42
4.2.3 Rapporter från intresseorganisationer .....	42
4.2.4 Övriga rapporter .....	44
4.2.5 Sammanfattning – den finansiella kontexten .....	46
4.3 Förslag på statliga interventioner i tidigare rapporter .....	46
4.3.1 Indirekta och kontextpåverkande förslag .....	47
4.3.2 Skatteincitament .....	47
4.3.3 Den statliga finansiella strukturen för kapitalförsörjning .....	48
4.3.4 Öka kapitalförsörjningen från privata aktörer .....	49
4.3.5 Sammanfattning – de finansiella lösningarna .....	49
4.4 Kommentarer till den nya statliga kapitalförsörjningsstrukturen .....	50
4.5 Vad kan vi lära av detta kapitel? .....	51
<b>5 Finansiellt beteende – entreprenörens perspektiv .....</b>	<b>53</b>
5.1 Resursproblem i nya och små företag .....	53
5.1.1 Nackdelar med att vara ung och liten .....	53
5.1.2 Antagandet om det stora kapitalbehovet .....	54
5.1.3 Kapitalbehovet i nya och små företag .....	55

5.1.4	Bankernas betydelse för finansieringen av nya och små företag .....	56
5.2	Nya och små företag – en heterogen grupp .....	57
5.2.1	Heterogeniteten i företagandet.....	57
5.2.2	Olika kategorier av nya och små företag.....	59
5.2.3	Antagandet om det stora kapitalbehovet är en realitet för många företag.....	60
5.3	Vad kan vi lära av detta kapitel?.....	62
<b>6</b>	<b>Finansiellt beteende – teoretiska förklaringar.....</b>	<b>63</b>
6.1	Nya och små företags finansiella beteende – finansiella teorier.....	63
6.1.1	Avvägningsteorin ( <i>trade-off theory</i> ).....	63
6.1.2	Hackordningsteorin ( <i>pecking order theory</i> ).....	64
6.1.3	Signalteorin .....	66
6.2	Nya och små företags finansiella beteende – resursbaserade teorier.....	67
6.2.1	RBV:s grunder .....	67
6.2.2	Företagaren som en central resurs .....	68
6.3	Nya och små företags finansiella beteende – teorier avseende entreprenörens beteende .....	69
6.3.1	Mål- respektive medel-rationalitet ( <i>causation vs effectuation</i> ).....	69
6.3.2	<i>Financial bootstrapping</i> – alternativa metoder till extern finansiering.....	71
6.4	Vad kan vi lära av detta kapitel?.....	72
<b>7</b>	<b>Slutsatser och förslag.....</b>	<b>73</b>
7.1	Några avslutande kommentarer .....	74
	<b>Referenser.....</b>	<b>75</b>

## Sammanfattning

Det finns två huvudargument för att staten bör intervensera på kapitalmarknaden för nya och små företag:

- för att stimulera positiva spridningseffekter
- för att lösa marknadsmisslyckanden.

Staten kan ha ett intresse av att stimulera företagandet då det ger upphov till positiva spridningseffekter, till exempel sysselsättning, innovationer och strukturomvandling. Det förefaller som om statens roll som ”katalysator” i dessa sammanhang skulle vara störst när aktiviteterna startas upp och marknaden är omogen.

Marknadsmisslyckanden beror ofta på informationsasymmetrier, alltså ojämn information och bristande kommunikation mellan finansiär och företagare. Om finansiären vet mindre än företagaren om affärsidén kan det leda till en osäkerhet som gör att investeringarna uteblir eller begränsas till följd av högre räntor och avkastningskrav.

Marknadslösningar kan ibland leda till delvisa misslyckanden – finansiella gap. Det kan handla om brist på kapital i tidiga utvecklingsfaser eller svårigheter för företag i vissa regioner att få finansiering.

Det finns alltså argument för statliga interventioner, men det gäller att lösa rätt problem på rätt sätt. Annars kan statens egna insatser leda till oönskade effekter, exempelvis hålla ineffektiva företag vid liv eller tränga undan privata aktörer.

Internationella erfarenheter visar att statliga interventioner tenderar att ha ett utbudsfokus – det antas att det är bristen på kapital på marknaden som utgör problemet. Efterfrågesidan har inte tilldragit sig lika stort intresse.

I Sverige finns sedan länge en struktur av statliga aktörer som tillhandahåller kapital till nya och små företag, ofta i form av riskkapital. Men, det är kanske så att det inte finns tillräckligt många företag med rätt tillväxtpotential för riskkapitalinvesteringar? Alla företagare vill heller inte finansiera sitt företag med externt kapital, exempelvis på grund av skäl som oberoende och kontroll.

Statliga interventioner på venture capital (VC)-marknaden har emellertid haft svårt att nå framgång. De goda exempel som ändå kan identifieras visar att kontexten och kunskapsutbytet mellan aktörerna är betydelsefullt. Även långsiktigheten i statens interventioner betonas, och vikten av att satsa på kontinuerliga insatser snarare än på specifika finansiella gap.

Det finns enligt Landström ett behov att ändra perspektivet för nya policyåtgärder inom kapitalförsörjningsområdet. Utgångspunkten bör snarare vara brist på kunskap och efterfrågan än brist på kapital. För att utforma rätt statliga interventioner behöver vi bättre förstå företagens finansiella beteende och beslutsfattande.

Man antar ofta att nya företag behöver stora mängder kapital från VC-investerare och affärsänglar, men det stämmer inte alltid. De flesta företag är små levebrödsföretag som varken vill eller kan attrahera riskkapital. Flera framgångsrika IT- och tjänsteföretag har också startats med lite kapital. Det ska dock betonas att det finns ett antal nya och små företag som behöver en stor mängd kapital för sin etablering och utveckling, inte minst en del teknikbaserade och tillväxtorienterade företag.

För de flesta små och nya företag är internt kapital viktigare än externt. Den externa finansiering som dominerar är banklån. Många små företag använder också alternativa metoder till extern finansiering, så kallad *bootstrapping*.

Gruppen nya och små företag är väldigt heterogen, exempelvis vad gäller vilka resurser de har tillgång till och sätten de startas på. Olikheterna gör att det är svårt att utforma generella statliga interventioner. Men det finns också likheter som innebär att vissa kategorier av företag, exempelvis familjeföretag, kan förväntas dela liknande finansiella problem.

Några rekommendationer för den framtida policydiskussionen:

- Det är viktigt att skapa en miljö (kontext) där såväl företagandet som en väl fungerande finansiell marknad kan utvecklas och frodas.
- Kunskap och lärande är centralt. Vi behöver bra företagare med kunskap om extern finansiering, och vi behöver finansiärer med bättre kunskap om att investera i nya och små företag. Interventioner som fokuserar på lärandet blir därmed viktiga.
- Statliga finansieringsinsatser behöver vara mer förankrade i dagens företagande och de resursbehov som dessa företag efterfrågar.

Landström avslutar med att formulera ett antal utgångspunkter för en diskussion om framtida policyåtgärder för finansiering av nya och små företag. Hans huvudbudskap är att det krävs en förståelse för entreprenörens perspektiv och finansiella beslutsfattande när statliga interventioner utformas – om vi vill att de ska få verklig betydelse för företagens utveckling.

Av detta följer ett starkare fokus än tidigare på dels företagarens perspektiv, dennes beteende och finansiella beslutsfattande, och inte på utbudet av kapital och investerarnas bevekelsegrunder, dels den kunskap som finns kring entreprenörskapet och dess finansiering, och inte ett sökande efter best practice som kan kopieras i en ny kontext.



## Summary

There are two main arguments why the government should intervene in the capital market for new and small companies:

- to stimulate positive spill-over effects
- to resolve market failures.

The government can have an interest in stimulating enterprise as it gives rise to positive spill-over effects, for example employment, innovations and structural change. It seems that the government's role as "catalyst" in these contexts should be greatest when the activities are set up and the market is immature.

Market failures are often due to information asymmetries, in other words, imbalanced information and a lack of communication between financiers and business proprietors. If the financier knows less than the proprietor about the business concept, it can lead to uncertainty resulting in investments not being made or being limited as a consequence of higher interest rates and yield requirements.

Market solutions can sometimes lead to partial failures – financial gaps. It might entail a lack of capital in early phases of development or difficulties for businesses in certain regions to obtain financing.

There are consequently arguments in favour of government interventions, but it is important to resolve the right problem in the right way. Otherwise, the government's own initiatives can lead to undesired effects, for example, keeping inefficient companies afloat or crowding out private actors.

International experience shows that government interventions tend to focus on supply – it is assumed that it is the shortage of capital in the market which constitutes the problem. The demand side has not attracted equally great interest.

In Sweden there has long been a structure of government actors which supply capital to new and small companies, often in the form of venture capital. However, it might be the case that there are insufficient companies with the right growth potential for venture capital investments? Neither do all business proprietors want to finance their companies with external capital, for reasons such as independence and control.

It has, however, been difficult for government interventions in the VC market to achieve success. The good examples that can nevertheless be identified show that the context and the exchange of knowledge between the actors are significant. The long-term nature of the government's interventions is also emphasised, and the importance of focusing on continuous initiatives rather than on specific financial gaps.

According to Landström, there is a need to change the perspective for new policy measures within the area of capital supply. The point of departure should be the lack of knowledge and demand rather than the lack of capital. To formulate the right government interventions, we need to have a better understanding of entrepreneurs' financial behaviour and decision-making.

It is often assumed that new enterprises need large amounts of capital from VC-investors and business angels, but that isn't always correct. The majority of businesses are small livelihood companies which neither want to nor can attract venture capital. Numerous

successful IT and service companies have also been set up with small amounts of capital. However, it should be stressed that there are a number of new and small businesses which need a large amount of capital for their establishment and development, not least some technology-based and growth-oriented companies.

For most small and new companies, internal capital is more important than external. The predominant form of external finance is bank loans. Many small businesses also use alternative methods for external financing, so-called bootstrapping.

The group of new and small companies is extremely heterogeneous, for example in terms of which resources they have access to and the way they are set up. The differences mean that it is hard to formulate general government interventions. But there are also similarities which mean that certain categories of company, for example, family businesses, can be expected to share similar financial problems.

Some recommendations for the future policy discussion:

- It is important to create an environment (context) where both entrepreneurial activity and a properly functioning financial market can be developed and flourish.
- Knowledge and learning are central. We need good entrepreneurs with knowledge about external financing, and we need financiers with better knowledge about investing in new and small companies. Interventions which focus on learning are thus important.
- Government financing initiatives need to be more anchored in today's enterprise and the resource requirements that these companies demand.

Landström concludes by formulating a number of starting points for a discussion of future policy measures for financing new and small companies. His main message is that understanding of the entrepreneur's perspective and financial decision-making is required when government interventions are formulated – if we want them to have real significance for companies' development.

This results in a stronger focus than previously, partly on the business proprietor's perspective, his or her behaviour and financial decision-making, and not on the supply of capital and the investors' motives, partly on the knowledge which is available surrounding entrepreneurship and its financing, and not a search for best practice that can be copied into a new context.

# 1 Introduktion

## 1.1 Uppdraget och syftet med rapporten

Hösten 2015 fick jag i uppdrag av Tillväxtanalys att kritiskt reflektera över statens roll i de nya och små företagens kapitalförsörjning, det vill säga att se bakåt och reflektera över på vilket sätt statens interventioner har fungerat, men även att se framåt och diskutera hur staten skulle kunna stödja de nya och små företagens kapitalförsörjning i framtiden. När jag fick uppdraget var jag tveksam – det var länge sedan jag engagerade mig i policydiskussionen kring de nya och små företagens kapitalförsörjning och jag kände mig ganska ”ringrostig” i detta avseende. Uppdraget har emellertid varit oerhört stimulerande: det har inneburit att jag fått möjlighet att uppdatera mig i den policydebatt som förts de senaste åren, men även att sammanställa lite av den kunskap som jag erhållit under närmare 35-års forskning i ämnet, och utifrån denna kunskap försöka se kapitalförsörjningen till de nya och små företagen på ett nytt sätt.

Statens interventioner i kapitalförsörjningen till nya och små företag har länge varit föremål för ett stort antal utvärderingar, empiriska beskrivningar och rapporter med förslag på olika interventioner. Detta gäller både internationellt och i Sverige – studier kan sägas finnas i överflöd, och min bedömning är därför att det inte finns något behov av att i denna rapport ytterligare spåda på antalet empiriska studier. Istället vill jag försöka sammanställa de studier som redan gjorts och dra lärdomar av dessa.

De studier som gjorts har främst tagit utgångspunkt i utbudet av kapital och då framförallt i form av företagens ägarkapital – ett stort intresse har därför fokuserats på olika former av riskkapital, allt ifrån venture capital till affärsänglar. Mot denna bakgrund har jag i denna rapport tagit en annan utgångspunkt. Eftersom jag betraktar mig som entreprenörskaps- och småföretagsforskare ämnar jag i rapporten att betrakta finansieringsproblematiken i nya och små företag utifrån entreprenörens perspektiv och diskutera efterfrågan på kapital i unga och växande företag med utgångspunkt från vår kunskap om entreprenörens beteende och finansiella beslutsfattande. I rapporten tänker jag därför diskutera följande frågeställningar:

- (1) Vad är problematiken med statliga interventioner för att stimulera kapitalförsörjningen i nya och små företag?
- (2) Vilka erfarenheter kan dras av tidigare statliga interventioner såväl internationellt som i Sverige?
- (3) Hur ser finansieringsproblematiken ut, sett utifrån företagarens perspektiv och hur kan vi förstå företagarens finansiella beteende?
- (4) Sett utifrån ett företagarperspektiv, vilka statliga interventioner skulle kunna föreslås för att ytterligare förstärka de nya och små företagens finansiella situation?

Jag skall också erkänna att det finns ett pedagogiskt syfte med rapporten. Många utredningar har genomförts under åren, och det finns en mängd olika empiriska studier och rapporter, vilket inneburit att vår kunskap med avseende på statens interventioner är väldigt fragmenterad. Det finns således ett behov av att samla upp denna kunskap och strukturera den på ett översiktligt och förhoppningsvis förståeligt sätt. Det har också varit viktigt för mig att på ett mer detaljerat sätt presentera den kunskap vi har om företagens kapitalbehov och kunskapen om företagarens finansiella beteende.

## 1.2 Bakgrund

År 2009 presenterade Josh Lerner en bok med titeln *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do About It*. I boken diskuterade han de resultat som åstadkommit av statliga interventioner på riskkapitalmarknaderna runt om i världen. Han konstaterade att förväntningarna på de statliga interventionerna ofta hade varit stora, men resultaten i de flesta fall en besvikelse. Det har således visat sig svårt för staten att verkligen kunna åstadkomma några positiva resultat när det gäller att stimulera företagandet och utvecklingen av riskkapitalmarknaderna.

Utan att göra några anspråk på att presentera några slutliga lösningar avseende statens roll i den framtida kapitalförsörjningen vill jag i denna rapport lyfta fram orsakerna till de svårigheter som föreligger avseende finansieringen av nya och små företag. I syfte att försöka dra erfarenheter från de statliga interventioner som gjorts såväl internationellt som i Sverige kommer jag också att presentera och diskutera de interventioner som introducerats i syfte att förstärka kapitalförsörjningen i nya och små företag. Mitt huvudsakliga bidrag i rapporten är emellertid att jag vill vända på diskussionen kring de nya och små företagens kapitalförsörjningsproblematik – från att se problemet som ett kapitalproblem och ett utbudsproblem till att se det som ett kunskapsproblem och ett efterfrågeproblem. Det är således viktigt att förstå företagarens beteende och finansiella beslutsfattande. Först när man har en sådan förståelse och kunskap kan adekvata statliga interventioner utformas.

I detta inledande kapital vill jag lägga grunden för den fortsatta diskussionen i rapporten. Jag gör detta genom att inledningsvis diskutera de nya och små företagens betydelse, deras behov av finansiella resurser, samt statens intresse av att intervensera på den finansiella marknaden för att stödja kapitaltillförseln i dessa företag.

## 1.3 Nya och små företags betydelse

Under de senaste decennierna har policymakers runt om i världen alltmer intresserat sig för de nya och små företagen i ekonomin. Etableringen och tillväxten av nya företag har i många fall betraktats som en ”magisk” lösning på allomfattande samhällsproblem (Shane, 2009; Storey och Greene, 2010), och de nya och små företagen har förväntats uppvisa en rad fördelar. Företagen förväntas exempelvis:

- skapa sysselsättning
- bidra till den ekonomiska utvecklingen och strukturomvandlingen i ett samhälle
- sprida ny kunskap i samhället (*knowledge spillovers*), utmana befintliga och ofta ineffektiva företag, och skapa nya branscher
- skapa en hållbarhet, bidra till ökade valmöjligheter och variation för konsumenten, ha en lokal förankring och stå för ett socialt engagemang
- bidra till integrationen i samhället – många invandrare från andra länder har starka entreprenöriella drivkrafter.

Många av dessa antaganden om de nya och små företagens betydelse har också belagts i flera studier (se t.ex. sammanställningar av forskningsresultaten i Storey, 1994, och Storey och Greene, 2010). Men studierna är inte entydiga och vi behöver en mer nyanserad bild av de nya och små företagens betydelse i ekonomin, dvs. de förväntningar som politiker

och policymakers har om företagandet kan i många fall ifrågasättas och behöver nyanseras. Det finns exempelvis starka belägg för att nya och små företag inte alltid har de positiva effekter som många tror (Shane, 2008, 2009; Nightingale och Coad, 2014, 2016). Många nya och små företag är exempelvis inte särskilt innovativa eller långlivade, och företagen skapar inte heller alltid särskilt många nya arbetstillfällen. Om de genererar sysselsättning är dessa arbeten ofta av lägre kvalitet och av tillfällig karaktär, mindre produktiva och lönen är oftast lägre än i mer etablerade företag. Dessutom tenderar företagen att uppvisa en lägre lönsamhet och produktivitet. Slutsatsen skulle således vara att de flesta företagare tenderar att starta relativt marginella verksamheter som antingen misslyckas eller uppvisar begränsade sysselsättningseffekter och bidrar marginellt till den ekonomiska utvecklingen i ett samhälle. Det är alltså inte alla företag som uppvisar några stora positiva samhällseffekter, samtidigt som det alltid går att hävda att det är de många små förändringarna som tillsammans skapar förändring i ett samhälle.

Det förefaller således som det är ett litet antal nya företag som kommer att bli framgångsrika och växa, och som kommer att ha en stark positiv effekt på antalet nya arbetstillfällen, skapandet av innovationer och dynamiken i ekonomin (Storey, 1994; Van Praag och Versloot, 2007; Mason m.fl., 2009; Henrekson och Johansson, 2010). Mot en sådan bakgrund är det naturligtvis attraktivt för policymakers att koncentrera sina insatser på att stimulera högteknologiska sektorer, såsom FoU-aktiviteter, avknopningsföretag från universitet och högskolor, samt teknikbaserade företag (Lerner, 2010). Men inte heller detta är en enkel uppgift:

- Tillväxtorienterade företag finns överallt. De tenderar att finnas i en rad olika branscher och det finns inte någon självklar koppling mellan FoU och företagstillväxt (Stam och Wennberg, 2009). Dessutom har den industriella strukturen förändrats över tiden vilket skapar en större spridning av tillväxtföretagen med avseende på branscher men även ålder, företagsstorlek och ägande än tidigare (Mason och Brown, 2013).
- Tillväxtorienterade företag är svåra att identifiera på förhand. *Pick-the-winners* i tidiga skeden av företagets utveckling har oftast betraktats som mycket svårt – om det överhuvudtaget alls är möjligt – och det kanske i än högre utsträckning gäller för tjänstemän i offentliga myndigheter. I detta sammanhang menar dock Shane (2009) att det är fullt möjligt för tjänstemän i offentliga myndigheter att identifiera dessa företag, förutsatt att tjänstemännen samarbetar med venture capital-investerare och affärsänglar – vilket naturligtvis förutsätter att det föreligger en välutvecklad venture capital-marknad med kompetenta och erfarna venture capital-investerare och affärsänglar. Om inte detta finns kan Shane's slutsatser ifrågasättas.

Resonemanget leder till slutsatsen att det inte heller nödvändigtvis är framgångsrikt att ensidigt fokusera statens insatser på de tillväxtorienterade företagen. Även om dessa företag är viktiga för sysselsättning och dynamik så finns ett ömsesidigt förhållande mellan kvantitet och kvalitet i företagandet (Davidsson och Henrekson, 2002; Mason och Brown, 2013). Vi behöver många nya företag för att generera tillväxtföretag – eller för att göra en analogi till idrottsvärlden: Vi behöver en breddidrott för att generera en stark elitidrott, samtidigt som vi behöver en elit för att stimulera en bredd, och båda behöver stödjas. Vi kan således konstatera att samhällets insatser för att stödja nya och små företag i samhället varken är en självklar eller enkel uppgift.

## 1.4 Finansieringsproblematiken i nya och växande företag

I sin nobelföreläsning 2006 poängterade nobelpristagaren Edmund Phelps betydelsen av entreprenöriella aktiviteter för samhällsutvecklingen, och inte minst nödvändigheten av en väl utvecklad kapitalmarknad för att stödja nya och små företag i ett samhälle. I många länder saknas emellertid en väl fungerande kapitalmarknad för nya och små företag, och det råder dessutom en förmögenhetsfördelning i samhället som gör att enbart ett begränsat antal människor har finansiella möjligheter att starta och driva nya företag.

### 1.4.1 Finansiella begränsningar i möjligheterna att starta och driva företag

Kapitaltillgången begränsar således människors företagande – något som identifierades redan av David Evans och Boyan Jovanovic i sin välkända artikel *An estimated model under entrepreneurial choice* (1989) i vilken de pekade på att mer talangfulla entreprenörer tenderar att söka mer kapital för att starta sina företag än mindre talangfulla entreprenörer. Bankerna tenderar emellertid att begränsa sin långgivning i förhållande till entreprenörens förmögenhet, alltså de säkerheter som entreprenören kan tillhandahålla. Konsekvensen av ett sådant resonemang blir att mindre talangfulla men förmögna individer inte kommer att uppleva några kreditrestriktioner för sitt företagande, medan fattiga men talangfulla entreprenörer kommer att uppleva stora svårigheter – en konsekvens som förefaller långt ifrån önskvärd. Empiriskt visade Evans och Jovanovic att en ökning i familjens tillgångar var relaterad till en ökad sannolikhet till entreprenöriell verksamhet. Detta samband mellan förmögenhet och företagande har sedermera bekräftats i en rad empiriska studier (Evans och Leighton, 1989; Blanchflower och Oswald, 1998; Holtz-Eakin och Rosen, 2005). Exempelvis baserat på amerikanska data visade Hurst och Lusardi (2004) ett positivt samband mellan förmögenhet och företagande hos de fem rikaste procenten av befolkningen, medan motsvarande studie i Sverige, med en betydligt mer omfattande kreditransonering, uppvisade ett positivt samband för huvudparten av förmögenhetsfördelningen i samhället (Nykvist, 2008).

Resonemanget får till följd att individens förmögenhet blir mer betydelsefull för entreprenörer som startar nya företag i branscher som kräver stora initiala resurser. Det får också till följd att den entreprenöriella verksamheten får en geografisk snedfördelning i så måtto att bostadspriserna får betydelse för möjligheterna att få bankkrediter (bostaden kan användas som säkerhet), och de som bor i regioner med höga bostadspriser kan förväntas starta företag i större utsträckning än de som bor i regioner där bostadspriserna är lägre - ett förhållande som har stor bäring på de svenska förhållandena med stora skillnader i fastighetspriser.

Det ska dock sägas att Evans och Jovanovics resultat har diskuterats. Blanchflower och Oswald (1998) menar exempelvis att orsakerna till att förmögna startar fler företag snarare är att barn ärver ett företag, eller att den som tänker starta ett företag tenderar att ackumulera en förmögenhet för att kunna göra detta. Resultaten har även diskuterats av Cressy (1996) som menar att det i första hand är individens "humankapital" som påverkar möjligheterna att få bankmedel och inte individens förmögenhet.

### 1.4.2 Marknadsmislyckanden

Nu är det inte enbart individens förmögenhet som avgör företagarens möjligheter att få tillräckligt med kapital för att starta och driva sitt företag. Mycket av företagandet präglas av stor osäkerhet och dessutom kan kvalitén i företagandet vara svår att bedöma för en

utomstående finansiär – det finns ofta en informationsasymmetri mellan företagaren och finansiären. Detta gäller inte minst i verksamheter som kännetecknas av ett nyskapande och ett stort kunskapsinnehåll, i tidiga skeden av företagets utveckling, och verksamheter med långa ledtider (exempelvis clean-tech och läkemedel). I situationer av stora osäkerheter och hög informationsasymmetri finns alltid en risk att informationen dessutom miss-tolkas och genererar ännu mer osäkerhet för finansiärerna.

Dessa situationer av osäkerhet och informationsasymmetrier tenderar att generera olika former av ”agentproblem” som uppstår mellan två parter när deras intressen inte alltid överensstämmer med varandra och när parterna har en tendens att prioritera sina egna intressen före motpartens. För finansiären innebär detta att kostnaderna för att identifiera potentiellt intressanta företag, att utvärdera dem samt att genomföra och följa upp investeringen blir förhållandevis höga. En osäkerhet och informationsasymmetri är således sällan en bra grund för ett positivt finansieringsbeslut, och det finns stor risk att marknadens aktörer inte på ett adekvat sätt lyckas finansiera nya och små företag, utan istället investerar i branscher och företag som är lättare att bedöma och som har en lägre risk och högre förväntad avkastning.

Denna problematik riskerar att skapa marknadsmisslyckanden som innebär att det finns lönsamma investeringsmöjligheter för finansiärerna, men på grund av den höga osäkerheten och informationsasymmetrin blir investeringarna aldrig av (Murray, 2007). Marknadens aktörer kommer således att tillhandahålla mindre kapital än vad som vore lönsamhetsmässigt motiverat, och det är i dessa situationer av marknadsmisslyckanden som statliga interventioner för att öka kapitaltillförseln till nya och små företag skulle kunna motiveras.

## 1.5 Statliga finansiella interventioner

Det är bland annat dessa marknadsmisslyckanden som gjort att politiker och policymakers intresserat sig för kapitalförsörjningen i nya och små företag. Bristen på kapital i nya och små företag har oftast ansetts vara en av de stora orsakerna till att den entreprenöriella verksamheten i ett samhälle hämmas och företag misslyckas, samt till att så få företag utvecklas till tillväxtföretag (Cassar, 2004). Finansieringens betydelse för etableringen av nya företag, överlevnad och företagstillväxt är dokumenterad sedan länge (se t.ex. Brüderl m.fl., 1992; Cooper m.fl., 1994). Mot denna bakgrund är det således högst rimligt att staten intresserar sig för finansieringsproblematiken i nya och växande företag. Som framgick av Lerner's bok *Boulevard of Broken Dreams* (2009) har det emellertid visat sig svårt att hitta de rätta interventionerna som underlättar finansieringen av nya och växande företag. Det förefaller vara så att för varje lyckad statlig intervention finns ett otal misslyckade satsningar – som har kostat skattebetalarna stora belopp.

De interventioner som har genomförts runt om i världen har visat några gemensamma kännetecken:

- Många interventioner har fokuserat på utbudet av finansiering, dvs. interventionerna har i många fall gått ut på att öka mängden kapital till de nya och små företagen.
- Insatserna har främst inriktats mot ägarkapitaltillförseln i företagen, och då har främst olika former av venture capital (VC) och affärsängeltkapital kommit i fokus.
- Många interventioner har präglats av en kopieringsmentalitet, där ”best practice” har en tendens att spridas till andra länder utan att egentligen ta hänsyn till kontextuella skillnader.

Vi kan således konstatera att finansieringsproblematiken är central för statens interventioner för att stödja nya och små företag, samtidigt som det har visat sig mycket svårt för policymakers att utforma interventioner som verkligen kan lösa och underlätta finansieringsproblematiken i företagen. Det finns således ett behov att se de statliga insatserna på ett nytt sätt!

## **1.6 Rapportens upplägg**

Denna rapport innefattar sju kapitel. Efter detta introducerande kapital kommer jag i nästa kapitel 2 att diskutera varför staten skall vara aktiv i kapitalförsörjningen till nya och små företag, samt de problem som kan uppstå när staten tar en aktiv roll i kapitalförsörjningen. I kapitel 3 presenterar jag en del interventioner som genomförts på det internationella planet, medan kapitel 4 tar sin utgångspunkt i de statliga interventioner som gjorts i Sverige och de erfarenheter som kan dras av dessa insatser. Kapitel 5 och 6 tar sin utgångspunkt i vår kunskap om företagens kapitalbehov och företagarens finansiella beteende. Det är således dessa båda kapitel som lägger grunden för mitt entreprenörskapsperspektiv. I kapitel 5 diskuteras de nya och små företagens karaktär, dels avseende heterogeniteten i företagandet men även kapitalbehovet i olika typer av företag. Kapitel 6 fokuserar på olika teoretiska utgångspunkter som gör att vi bättre kan förstå företagarnas finansiella beteende. Utifrån kunskaperna i kapitel 5 och 6 innehåller kapitel 7 några förslag på statliga interventioner för att stimulera kapitalförsörjningen i nya och små företag.



## 2 Statens roll i företags kapitalförsörjning och dess konsekvenser

### 2.1 Varför skall staten intressera sig för kapitalförsörjningen i nya och små företag?

I detta kapitel kommer jag att diskutera varför staten ska intressera sig för att stimulera entreprenörskap och underlätta kapitalförsörjningen i nya och små företag. Ett skäl är att renodlade marknadslösningar kan komma att hämma önskade samhällsekonomiska konsekvenser av ett ökat entreprenörskap, eftersom privata aktörer gör andra bedömningar och tar andra beslut än de som kan förväntas vara optimala för samhället. För det enskilda företaget kan det dessutom vara svårt att skaffa extern finansiering till starten och utvecklingen av företaget. Det beror på att kvaliteten på en affärsidé i företaget och entreprenörens förmåga att transformera idén till ett framgångsrikt företag många gånger kan vara svår att bedöma för en extern finansiär. Om finansiärerna inte kan göra en adekvat risk- och avkastningsbedömning kommer de naturligtvis att handla på ett för dem rationellt sätt, och utifrån sina utgångspunkter investera i branscher och företag som har en lägre risk och högre förväntad avkastning. Denna bedömning leder naturligtvis till negativa konsekvenser för finansieringen av en del nya och små företag.

Vi kan således identifiera två huvudskäl till varför staten skall intervensera på kapitalmarknaden för nya och små företag (Svensson, 2014):

- för att stimulera positiva spridningseffekter
- för att lösa marknadsmisslyckanden i finansieringen av nya och små företag.

Vid marknadsmisslyckanden är det naturligtvis inte fråga om att marknaden fullständigt misslyckas med att finansiera alla nya och små företag, utan oftast är det delar av marknaden som inte får den finansiering som behövs. I kapitlet skall jag diskutera två finansiella gap, dels ”såddkapitalgap” som innebär en brist på externt kapital i tidiga faser i företagets utveckling, dels ”regionala finansiella gap” som uppstår till följd av att den finansiella marknaden är olika effektiv i olika regioner. Av resonemanget i kapitlet framgår att det finns flera argument som talar för att staten ska intervensera på den finansiella marknaden för nya och små företag. Samtidigt är detta inte någon lätt uppgift och i kapitlet kommer jag även att diskutera några av de svårigheter som föreligger vid sådana interventioner.

#### 2.1.1 Interventioner för att stimulera positiva spridningseffekter

Lerner (2009) menar att det kan finnas positiva spridningseffekter i en region eller ett samhälle om man lyckas få igång en innovativ och entreprenöriell verksamhet. Det skulle således finnas ett intresse från statens sida att stimulera denna typ av aktiviteter eftersom insatserna ger en samhällelig avkastning. Dessa spridningseffekter kommer dock inte att finnas med i det enskilda företagens investeringskalkyler, vilket innebär att företaget kommer att investera i mindre omfattning än vad som är samhällsekonomiskt motiverat.

Vilka belägg finns då för att statliga interventioner i innovation och entreprenörskap skulle kunna generera ett samhällsekonomiskt mervärde? När det gäller satsningar på FoU och innovationer är beläggen relativt starka – genom spridningseffekter kommer FoU-satsningar i ett företag även andra företag till godo (Jaffe, 1986) och detta är ett faktum

som varit känt sedan länge (Abramowitz, 1956; Solow, 1957). När det gäller satsningar på entreprenörskap så är beläggen betydligt svagare (Shane, 2008, 2009; Nightingale och Coad, 2014, 2016). Ett resonemang presenteras emellertid av Lerner (2009) som menar att entreprenöriella spridningseffekter är mest sannolika och störst när aktiviteterna startas upp, men när verksamheten nått en viss kritisk massa – vilket naturligtvis kan ta lång tid – kan marknadens aktörer själva utveckla den fortsatta dynamiken. Slutsatsen skulle således vara att staten har en viktig roll att spela som katalysator, dvs. att initiera entreprenöriella aktiviteter, men därefter blir dess roll mer begränsad.

### 2.1.2 Interventioner för att lösa marknadsmisslyckanden

Finansieringen av företag sker på en kapitalmarknad och denna marknad består av olika aktörer, exempelvis privatpersoner, banker, venture capital-investerare och affärsänglar. Förutsättningarna för att aktörerna på marknaden ska allokera kapitalet till olika typer av företag på ett effektivt sätt är att marknadsmekanismerna (prismekanismerna) fungerar, vilket bland annat innebär att aktörerna är välinformerade, att de fattar ekonomiskt rationella beslut, att det råder en konkurrens bland aktörerna på marknaden, samt att det inte finns några hinder (barriärer) för kapitalallokeringen till företagen (Storey och Greene, 2010).

Nu vet vi att verkligheten inte överensstämmer med dessa förutsättningar – inte minst när det gäller finansieringen av nya och små företag. Exempelvis präglas nya och små företag av följande (Ang, 1991, 1992):

- (1.) entreprenören i företaget drivs inte alltid enbart av en ekonomisk rationalitet utan tenderar att uppvisa andra drivkrafter och fattar i hög grad emotionella beslut, är ofta överoptimistisk och saknar ibland affärserfarenhet, och det föreligger en stark integration mellan företagets ekonomi och företagarens ekonomi.
- (2.) marknaden för såväl ägar- som lånekapital till nya och små företag är sällan effektiv – utbudet av kapital är begränsat jämfört med kapitalutbudet för större etablerade företag, de relativa transaktions- och kontrollkostnaderna är oftast höga för finansiärerna, vilket gör att kapitalet blir förhållandevis dyrt för företagaren.
- (3.) det föreligger många gånger stora informationsasymmetrier mellan entreprenören och aktörerna på den finansiella marknaden, vilket leder till svårigheter för finansiärerna att göra en adekvat bedömning av företagarens och företagets kvalitet.

En konsekvens är av att många finansiärer kan känna en tveksamhet över att finansiera en del nya och små företag, och denna tveksamhet kan förväntas öka baserat på: (1) den osäkerhet om framtiden som präglar många nya och små företag; (2) en informationsasymmetri mellan entreprenören och finansiären; (3) de agentproblem som kan uppstå mellan entreprenören och finansiären som en konsekvens av informationsasymmetrin; samt (4) de relativa sök-, transaktions- och kontrollkostnader som uppstår vid investeringar och långivning till små belopp. Dessa problem riskerar att skapa marknadsmisslyckanden, dvs. det finns lönsamma investeringsmöjligheter för finansiärerna men på grund av ineffektiviteten och/eller informationsbristen på marknaden blir investeringarna aldrig av (Murray, 2007). Finansiärerna kommer således att tillhandahålla mindre kapital än vad som skulle vara motiverat utifrån lönsamhetsmöjligheterna.

En slutsats är därmed att marknadsmekanismerna inte alltid kan lösa de nya och små företagens kapitalproblem på ett effektivt sätt – och detta är också ett av de grundläggande argumenten för att staten ska intervensera på marknaden. Eftersom diskussionen kring

marknadsmislyckanden är central för att förstå motiven bakom statens interventioner, men även utgör underlag för de förslag som kan utvecklas för att förbättra statens interventioner, ska jag diskutera dessa förhållanden mer i detalj.

## 2.2 Orsaker till marknadsmislyckanden

Många nya och små verksamheter präglas av en hög osäkerhet – det kan gälla teknisk, marknadsmässig eller ledningsmässig osäkerhet – och vi vet dessutom att en stor andel av de nystartade företagen inte kommer att överleva sin egen femårsdag. Nu kännetecknas naturligtvis inte alla nya (eller små) företag av hög osäkerhet, snarare tvärtom. Vi kan förvänta oss att osäkerheten är störst i verksamheter som präglas av (a) ett nyskapande, till exempel i form av nya produkter, innovationer eller affärsidéer som inte prövats tidigare, (b) företag som präglas av stort kunskapsinnehåll, (c) företag i tidiga skeden av sin utveckling, samt (d) verksamheter med långa ledtider, såsom företag inom clean-tech och läkemedelsindustrin. Konsekvensen av en inneboende osäkerhet i verksamheterna gör att externa finansörer tenderar att undvika att finansiera dessa företag, och det finns en risk att det uppstår en brist på kapital i de mest osäkra (riskfyllda) verksamheterna.

En annan grundläggande orsak till att vissa nya och små företag har svårt att finansiera sin verksamhet med externt kapital är den informationsasymmetri som kan föreligga mellan företagaren och externa finansörer, dvs. att informationen är ojämnt fördelad mellan parterna. I allmänhet antas att företagaren har mer och bättre information om sitt företag än externa finansörer, och i vissa fall kan företagaren vara ovillig att dela med sig av informationen. Informationsasymmetrin är dock dubbelriktad. I vissa fall kan det vara så att finansören har betydligt mer information än företagaren om branschen och framgångsfaktorer i relaterade företag. Finansören kan också ha betydligt mer ledningserfarenhet än företagaren, och finansören vet betydligt mer om investeringsprocessen än företagaren.

Förmågan att hantera informationsasymmetrin är något som tenderar att särskilja goda från finansörer från dåliga, men sett över ett längre tidsperspektiv, över de senaste 20 åren, är det sannolikt att risken för informationsasymmetrier har ökat. En ökad geografisk koncentration på den finansiella marknaden samt en minskad användning av ”relationsbaserad” finansiering (Berger och Udell, 1998) har gjort att många finansörer har kommit längre ifrån sina kunder med en ökad informationsasymmetri som konsekvens. Misslyckanden i kommunikationen mellan företagaren och investeraren innebär en risk att informationen misstolkas och tenderar att skapa en ökad osäkerhet bland finansörerna – en osäkerhet som sällan är en bra grund för ett positivt finansieringsbeslut.

Om vi nyanserar diskussionen något kan vi säga att informationsasymmetrin består av dels ”dold information” mellan parterna, som exempelvis uppstår då företagaren har mer information om sin affärsidé än vad investeraren har, dels ”dolda åtgärder” från någon av parterna, som exempelvis uppstår när investeraren inte kan observera att företagaren verkligen arbetar på det sätt som överenskommits. Dold information och dolda åtgärder leder till olika former av ”agentproblem”. Resonemang kring agentproblem har länge utgjort en av de centrala förklaringarna till varför finansieringsproblem uppstår i nya och små företag (Landström, 1993). I sin ursprungliga form (Jensen och Meckling, 1976) uppstår agentproblem då ägandet separeras från ledningen av företaget. Eftersom ägarens (principalens) och ledningens (agentens) intressen inte alltid sammanfaller, och båda försöker maximera sin egen nytta, uppstår olika former av agentproblem. Detta innebär att finansierarnas kostnader för att söka, utvärdera och genomföra investeringen blir höga, och att marknaden riskerar att misslyckas med att finansiera en rad nya och små företag.

Informationsasymmetrier till följd av att företagaren tenderar att dölja information för externa finansiärer (dold information) skapar risk för vad som kallas ett ”negativt urval” (*adverse selection*), medan situationer då någon av parterna döljer sitt agerande för den andra parten (dolda åtgärder) tenderar att ge upphov till ett ”moraliskt vågspel” (*moral hazard*).

I finansieringssammanhang uppstår ett negativt urval främst som ett problem i samband med investeringsbeslutet. Finansiärer med begränsad information om företaget – stor informationsasymmetri – får svårt att urskilja bra företag från de dåliga. För att kompensera för denna osäkerhet kommer finansiären att höja räntenivån och avkastningskraven, vilket får till följd att de bra företagen tenderar att söka andra finansieringsalternativ. Till slut uppstår en marknad där enbart de sämsta eller mest övervärderade projekten kommer att genomföras – ett negativt urval av projekt. Vi kan även tala om en annan typ av negativt urval (Storey and Greene, 2010) eftersom företagare som är mindre övertygade om att företaget kommer att lyckas tenderar att söka externt ägarkapital från venture capital-investerare och affärsänglar i syfte att dela risken med någon annan. Samtidigt kommer företagare som är mer övertygade om att de kommer att lyckas däremot tendera att vara tveksamma till att söka externt ägarkapital – de vill inte dela framgången med någon annan.

Risken för ett moraliskt vågspel (*moral hazard*) uppstår främst efter investeringstillfället – då en part inte fullt ut kan observera den andra partens handlingar och då dessa handlingar kan påverka utfallet av investeringen. Vi talar om dolda åtgärder som exempelvis innebär att företagaren missbrukar eller felallokerar de externa resurser som de fått till förmån för sina egna intressen. Om företagaren tenderar att bete sig på ett opålitligt sätt kommer detta att orsaka kostnader för finansiären för att följa upp och kontrollera entreprenörens beteende. Om vi talar om små investeringsbelopp kan den relativa kostnaden för att följa upp entreprenörens beteende betraktas som alltför hög för att motivera en investering – och finansiären avstår från att göra investeringen.

Slutligen kan finansiärer vara tveksamma till nya och små företag till följd av de relativt höga sök-, transaktions- och kontrollkostnader som uppstår vid finansieringen av små belopp. Finansiärernas kostnader för att söka nya investeringsobjekt, att utvärdera och genomföra investeringen, samt kontrollera agerandet i de företag i vilka man investerat kräver omfattande insatser från finansiärernas sida, och dessa kostnader kan betraktas som fasta och delvis oberoende av investeringens storlek. När dessa kostnader är höga i förhållande till investeringens storlek – och därmed i relativa termer höga – blir det inte lönsamt att göra investeringen. Konsekvensen blir att många finansiärer tenderar att vända små investeringar ryggen och istället investera större belopp i större och etablerade företag (som innebär relativt sett lägre kostnader). Det finns således en risk att marknaden misslyckas med att finansiera en rad nya och små företag med små kapitalbehov.

Utifrån ovanstående resonemang kan vi konstatera att det finns en stor risk att marknadens aktörer inte på ett adekvat sätt lyckas finansiera nya och små företag, och att det därmed finns argument för staten att intervensera på marknaden för att stödja finansieringen av nya och små företag. Det skall dock framhållas att synen på statens interventioner till följd av marknadsmisslyckanden kan ifrågasättas. Exempelvis kan man förvänta sig att företrädare för den så kallade Österrikiska skolan inom nationalekonomin kommer till en annan slutsats. I enlighet med denna tankegång är det själva förmågan att generera och nyttiggöra ny information som utgör grunden för det marknadsekonomiska systemet. Denna information är dock inte tillgänglig för alla – tvärtom – företag bygger sin konkurrenskraft

på att de har ett informationsövertag gentemot sina konkurrenter, vilket innebär att informationsineffektiviteter och asymmetrier utgör utgångspunkten för nya marknads-möjligheter. Med en sådan utgångspunkt är således informationsasymmetrier en förutsättning för att marknadsekonomin skall fungera.

## 2.3 Finansiella gap

Nu är det naturligtvis svårt att hävda att marknaden misslyckas med finansieringen av alla nya och små företag. I allmänhet kan vi tala om ”delvisa misslyckaden” när delar av marknaden lämnas med bristfällig finansiering. Diskussionen kring finansiella gap är inte ny. Begreppet myntades i en engelsk statlig utredning redan 1931, den så kallade Macmillan-rapporten, som studerade tillgången på externt kapital för små företag i England. Sedan dess har begreppet brukats och missbrukats i policydiskussioner runt om i världen:

- Det finansiella gapet har kontinuerligt betraktats som ett utbudsproblem (brist på kapital) och använts som argument för statliga interventioner för att öka utbudet av kapital till nya och små företag. Men redan den så kallade Bolton-rapporten (1971) pekade på att det finansiella gapet snarare är att betrakta som ett kunskapsgap där företagarna inte har kunskap om de finansiella möjligheter som finns tillgängliga, och om de känner till dem, så vet företagarna inte hur de skall förhålla sig till dem.
- Det har funnits en tendens att basera uppskattningar av det finansiella gapet på subjektiva uppskattningar av företagarna själva, medan objektiva bedömningar i stort sett saknas. Det kommer alltid att finnas företagare som upplever att de har ett större behov av kapital än de har tillgång till, dvs. det kommer alltid att finnas ett subjektivt finansieringsgap – mer eller mindre oberoende av kvalitén på deras verksamhet. De empiriska beläggen för finansiella gap är således ofta svaga och de försök som har gjorts att kvantifiera de finansiella gapen har oftast fallit på brister på tillförlitliga data.
- Utbudet och efterfrågan på kapital tenderar dessutom att variera kraftigt över tiden och dessutom skilja sig åt i olika kontexter. Exempelvis kan vi konstatera att den finansiella krisen 2007/08 skapade stora svårigheter – finansiella gap – för många nya och små företag att få finansiering från banker, och inflödet av kapital till VC-marknaden minskade också dramatiskt, vilket skapade brist på såväl låne- som ägarkapital för nya och små företag. Situationen har idag förbättrats och de finansiella gap som identifierades för några år sedan ser förmodligen annorlunda ut idag.

Vi bör således vara försiktiga när vi diskuterar finansiella gap. Samtidigt förefaller de finansiella gapen och bristen på kapital i nya och små företag vara ett ständigt pågående debattämne i media, understött av många lobbyorganisationer. Denna debatt har sällan varit särskilt väl underbyggd eller nyanserad varken när det gäller finansieringsgapets orsaker eller konsekvenser, exempelvis när det gäller vilka företag som objektivt sett inkluderas i ett finansiellt gap. Den diskussion som förs avseende finansiella gap berör i huvudsak två olika typer av gap: ett såddkapitalgap och ett regionalt kapitalgap. Nedan diskuterar jag dessa gap lite mer ingående.

### 2.3.1 Såddkapitalgap

Under det senaste decenniet har vi kunna observera en förskjutning av det institutionella riskkapitalet mot mer och mer mogna investeringar – där avkastningen är högre och osäkerheten mindre. Det har också funnits en tendens att affärsänglar, som tidigare

investerat i tidiga såddfasen följt efter i denna utveckling. Inte minst gäller detta på ett antal mer mogna affärsängelmarknader såsom USA och Storbritannien, där affärsängelmarknaderna delvis omorganiserats och vi finner idag fler syndikat av affärsänglar och affärsängelgrupper, vilket inneburit att marknaderna alltmer professionaliserats. Konsekvensen av denna förändring av den privata riskkapitalmarknaden har blivit att det uppstått en brist på kapital i tidiga utvecklingsfaser, ett så kallat såddkapitalgap.

I USA utmynnade detta i början av 2000-talet i två olika såddkapitalgap (Sohl, 2003): det initiala såddkapitalgapet och ett tidigt tillväxtkapitalgap. Det *initiala såddkapitalgapet* berör framförallt företag som inledningsvis, på olika sätt, har använt företagarens egna medel samt olika former av informella finansieringskällor, men där företagen fortfarande, på grund av informationsasymmetrier mellan företagaren och externa finansiärer, har svårt att attrahera externt kapital från exempelvis affärsänglar. Det *tidiga tillväxtkapitalgapet* uppstår då företagen växer och då företagarens finansiering tillsammans med resurser från informella källor och från affärsänglar inte är tillräckliga för att klara företagets tillväxt, men där företagen ännu inte är redo för institutionellt venture capital (VC). Detta finansieringsgap beror mindre på problematiken med informationsasymmetri utan mer på en kapitalbrist på marknaden – VC är enbart en finansieringskälla för ett väldigt litet antal entreprenöriella företag med en extrem tillväxtpotential.

I Sverige har såddkapitalgapet diskuterats i olika utredningar och rapporter. Exempelvis pekade man i SOU 2015:64 på att det förefaller finnas ett finansieringsgap i mycket tidiga utvecklingsfaser, ett finansieringsbehov i kapitalintervallet 5–50 miljoner SEK, samt ett behov av en förbättrad tillgång till lånekapital till små och medelstora företag. I en rapport från Tillväxtanalys (Tillväxtanalys, 2010:01) hänvisas till en studie av konsultföretaget Sweco Eurofutures AB som under 2007 och 2008, dvs. före den finansiella krisens fulla genomslag, gjorde en studie av finansieringsgapet i Sverige, och fann att det fanns ett gap mellan såddfasen och nästa steg i företagets utveckling där det kommersiella kapitalet på allvar träder in – främst i intervallet från 1–2 miljoner SEK upp till 10–20 miljoner SEK.

### 2.3.2 Regionala finansiella gap

Det är intressant att notera två trender som utvecklats under de senaste decennierna. Å ena sidan förefaller företagandet vara tämligen geografiskt jämnt fördelat – nya företag startas överallt (även om karaktären på företagen skiljer sig åt mellan olika regioner), och även växande företag tycks vara lokaliserade överallt, även om tillväxtföretag tenderar att vara överrepresenterade i storstadsområden. Å andra sidan förefaller många finansiella institutioner, såsom banker och institutionella venture capital-aktörer, att i ökad utsträckning koncentrera sin verksamhet till större orter och teknologiska centra. Detta innebär att regionala finansiella gap uppstår som gör det svårt för nya och växande företag på landsbygden och perifera delar av landet att finansiera sin verksamhet.

Den finansiella marknaden är således mer eller mindre effektiv i olika delar av landet, och beroende på var i landet företaget är beläget kan det vara olika svårt att få finansiering. Exempelvis kan man förvänta sig att utbudet av kapital är mer omfattande, differentierat och kvalificerat i storstäder och teknologiska centra, jämfört med mindre orter på landsbygden. Backman (2015) har exempelvis visat att tillgången till ett bankkontor på orten kan bidra till ett ökat företagande, genom att kreditprövningen av nya företag ofta kräver en relationsorienterad kreditprövning med personliga kontakter mellan entreprenören och kredithandläggaren på banken. Dessutom skapar en kännedom om lokala förhållanden en möjlighet att lättare bedöma affärsidéns hållbarhet. Kerr och Nanda

(2009) menar även att det är betydelsefullt med en lokal konkurrens (exempelvis med flera banker på den lokala marknaden) för att skapa konkurrensmässiga villkor för (potentiella) entreprenörer. Till detta skall läggas stora skillnader i finansiell förmögenhet i olika delar av landet och detsamma gäller utvecklingen av fastighetspriserna (Bornefalk, 2014). Såväl förmögenhet som fastighetspriser kan förväntas öka möjligheterna att finansiera företagandet genom egna medel, men även med fastigheten som säkerhet för lån.

## 2.4 Problem med statens interventioner

Vi kan således konstatera att det finns flera argument för att staten ska intervensera på den finansiella marknaden för nya och små företag. Detta är dock inte någon enkel uppgift och i detta avsnitt diskuterar jag några av svårigheterna, dels att lösa rätt problem på rätt sätt, dels de snedvridningseffekter som kan uppstå då staten intervenserar på marknaden.

### 2.4.1 Lösa rätt problem på rätt sätt

Utgångspunkten för statens interventioner är naturligtvis att staten lyckas lösa ”rätt” problem, alltså lösa problemen för de nya och små företag som i en objektiv mening behöver kapital men som har svårigheter att finansiera sin verksamhet. Detta är en grannliga uppgift eftersom det är svårt att identifiera företagen och dessutom är det en begränsad andel av de nya och små företagen som har, eller kommer att få stor betydelse för utvecklingen i ekonomin.

Förutom att lösa rätt problem gäller det även att lösa problemen på rätt sätt – det finns alltid en risk att statens interventioner styrs av andra överväganden än finansieringsproblematiken i de nya och små företagen. Exempelvis finns en risk att interventionerna drivs av andra politiska ambitioner, såsom arbetsmarknads- och regionalpolitiska överväganden. Christer Olofsson pekade redan i början av 1980-talet (1983) på att de då genomförda regionala riskkapitalsatsningarna i Sverige snarare tenderade att drivas av regionalpolitiska mål, såsom sysselsättningsproblematiken i regionen, än affärsmässiga överväganden och affärsmässig kompetens i riskkapitalbolagen. Det finns även en risk att interventionerna tenderar att bli administrativa lösningar snarare än att stimulera de aktörer som påverkas av åtgärderna. Det gäller således att utforma interventionerna på ett sätt som motiverar såväl finansörerna, exempelvis med avseende på avkastningskrav och inventeringshorisont, som företagarna, exempelvis incitament som är resultatbaserade och hanterar olika former av agentproblem.

### 2.4.2 Snedvridningseffekter av statliga interventioner

De statliga interventionerna får inte alltid de förväntade effekterna utan en rad snedvridningseffekter kan uppstå, och i detta sammanhang talar vi om:

- *Additionalitetseffekter*, som indikerar i vilken omfattning det är sannolikt att en viss aktivitet skulle ske även utan de statliga interventionerna. Ett exempel är hur många av de riskkapitalinvesteringar som gjorts med statliga skattesubventioner som skulle ha genomförts även utan statliga interventioner. Detta innebär att desto färre av investeringarna som genomförts om staten inte hade intervenerat, desto större är interventionens additionalitet.
- *Undanträngningseffekter* (negativa additionalitetseffekter), dvs. det skulle ha genomförts fler investeringar utan de statliga interventionerna. Exempelvis gör interventionerna att de privata aktörernas investeringar reduceras och därmed skulle det gjorts fler investeringar om inte staten intervenerat.

- *Substitutseffekter*, där statliga interventioner riskerar att hålla mindre effektiva företag vid liv och därmed kan slå ut effektiva företag som inte har tillgång till interventionerna. När sedan interventionerna upphör finns alltid en risk att de mindre effektiva företagen slås ut.
- *Flytta-problemen-effekter*, som innebär att interventioner i en fas eller i en bransch riskerar att leda till att problem uppstår i en annan fas eller i en annan bransch. Exempelvis kan interventioner som löser det finansiella gapet i såddfasen, skapa ett gap i senare faser eftersom fler företag går vidare till senare utvecklingsfaser där finansieringskapaciteten inte har anpassats till den ökade efterfrågan.
- *Kontinuitetseffekter*, dvs. det finns en tendens att statens interventioner hela tiden adderas till varandra och skapar en omfattande och fragmenterad struktur, men sällan görs mer nyanserade och kritiska analyser om interventionernas bidrag och framgång. Det gör det svårt att avbryta och avsluta de interventioner som en gång startats.

## 2.5 Vad kan vi lära av detta kapitel?

Utifrån det förda resonemanget i föreliggande kapitel kan vi dra några lärdomar som kan vara värda att föra med till det fortsatta resonemanget i rapporten:

- Grundorsakerna till de finansiella svårigheter som en del företagare i nya och små företag upplever har sin grund i den osäkerhet och informationsasymmetri som finns i vissa, men långt ifrån alla nya och små företag. De finansiella problem som uppstår i tidiga utvecklingsfaser har sin grund i denna osäkerhet och informationsasymmetri, medan finansieringsproblematiken i senare faser mer baseras på brist på kapital – en viktig kapitalkälla är VC som är extremt selektivt i sina investeringar.
- Den regionala aspekten i kapitalförsörjningen är viktig att beakta – nya och växande företag tycks finnas överallt, medan institutionella finansiärer tenderar att geografiskt koncentrera sina verksamheter till större orter och teknologiska centra. Den finansiella marknaden för nya och små företag förefaller således vara mer eller mindre effektiv i olika delar av landet.

Resonemanget i kapitlet leder fram till några aspekter som bör övervägas då förslag utformas för att förbättra statens interventioner i framtiden:

- Det gäller att minska den upplevda osäkerheten och informationsasymmetrin i finansieringssituationen. Detta kan naturligtvis göras på många olika sätt men tre förhållanden förefaller viktiga:
  - Öka kunskapen hos såväl företagarna som finansiärerna.
  - Stärka relationen/närheten mellan företagare och finansiär för en tydligare relationsorienterad finansiering.
  - Identifiera finansieringsformer med lägre transaktions- och agentkostnader.



### 3 Internationella erfarenheter

Runt om i världen, och inte minst i Europa, har statliga interventioner introducerats i syfte att stimulera finansieringen av nya och små företag. Över tiden har de statliga interventionerna förändrats till sitt innehåll, och i detta avsnitt gör jag en kortfattad historisk återblick på utvecklingen av de statliga interventionerna internationellt. I detta kapitel skall jag presentera och diskutera några av de erfarenheter som kan dras utifrån de internationella insatserna. Eftersom det funnits en tendens bland politiker och policy-makers att söka någon form av *best practice* bland de instrument som introducerats i olika länder och sedan kopiera dessa i ett annat land, vill jag inleda kapitlet med att peka på skillnaderna i kontexten mellan olika länder – de finansiella marknaderna i olika länder tenderar att skilja sig åt. Huvudparten av kapitlet inriktas emellertid på att redovisa och diskutera de olika statliga interventioner som genomförts i olika länder. Inledningsvis görs en historisk återblick över de statliga interventionerna vid olika tidpunkter, och denna redovisning följs av några exempel på statliga interventioner i syfte att stimulera kapitalförsörjningen i nya och små företag. Avslutningsvis dras några lärdomar för det fortsatta arbetet från de internationella beskrivningarna.

#### 3.1 En historisk återblick över statliga interventioner

De nya och små företagen kom på den politiska agendan under 1970- och 1980-talen (Landström, 2010). I USA och flera länder i Europa började man söka instrument för att stimulera företagandet och i detta avseende blev företagets kapitalförsörjning föremål för ett stort intresse. Under 1980-talet kom många statliga interventioner att fokusera på att förbättra förutsättningarna för företagets lånefinansiering. Bankerna hade svårt att skilja ”goda” låntagare från ”sämre” låntagare, och en lösning var att kräva säkerheter av företagarna som kompensation för banken om något skulle gå fel. Många entreprenörer och nya företag hade svårt att tillhandahålla dessa säkerheter, och logiken bakom introduktionen av olika statliga interventioner vid denna tidpunkt var att många nya och små företag nekades lånefinansiering på grund av bristen på säkerheter, och därför var det naturligt att staten inriktade sina interventioner på olika former av lånegarantisystem.

En erfarenhet var emellertid att dessa interventioner inte var till stor nytta för de företag som gjorde stora investeringar i FoU, dvs. teknikbaserade företag som istället behövde riskkapital. I syfte att tillfredsställa behovet av kapital i de allt fler teknikbaserade företag som började växa fram i Europa under 1980-talet introducerades ett flertal statliga interventioner med syfte att stimulera den institutionella VC-marknaden. Jämfört med den amerikanska VC-marknaden fanns stor brist på VC i många europeiska länder. De legala och skattemässiga reglerna skiftade i olika länder och i många fall var VC-marknaden starkt beroende av bankfinansiering – många VC-företag var dotterbolag till de stora bankerna (Da Rin m.fl., 2006). En rad statliga stimulansåtgärder introducerades därför i Europa. Vi kan se att dessa interventioner tenderade att utvecklas över tiden, från (1) att staten etablerade egna VC-fonder (se exempelvis Olofsson, 1983), till (2) ett starkare deltagande från den privata marknaden genom att staten anställde privata VC-aktörer för drift av de statliga fonderna samt så småningom (3) olika former av saminvesterande VC-fonder.

En generell observation är att sedan mitten av 1990-talet har de statliga interventionerna i Storbritannien – den ledande nationen i att introducera dessa – och med en viss eftersläpning i övriga europeiska länder, breddats avsevärt: från ett fokus på lånegarantier och

den institutionella VC-marknaden, till att även inkludera den informella riskkapitalmarknaden (exempelvis affärsänglar). Genom stimulanser av den informella riskkapitalmarknaden kan man även tillgodose kapitalbehovet i mindre kapitalkrävande företag (såsom olika IT-baserade företag och tjänstekonsulter). De statliga interventionerna på den informella riskkapitalmarknaden motiverades främst av två förhållanden; (1) i de flesta europeiska länder är antalet affärsänglar alltför få, och det finns ett behov av att introducera olika interventioner i syfte att stimulera befintliga och potentiella affärsänglar att göra fler investeringar, samt (2) den informella riskkapitalmarknaden är i hög utsträckning ineffektiv. Gaston (1989, sid 4) beskrev den informella riskkapitalmarknaden som en ”enorm kurragömmalek där alla bär ögonbindlar” – det fanns således ett behov av att stimulera utvecklingen av olika former av marknadsförmedlare (i form av olika affärsängelnätverk) för att underlätta kommunikationen mellan parterna. Interventionerna på den informella riskkapitalmarknaden har emellertid förändrats över tiden: från olika skatteinitiativ (exempelvis skatteförmåner till privatpersoner som investerade i nya och små företag), till statligt stöd till olika former av affärsängelnätverk, och under senare år ett stort intresse för olika former av *co-investment initiatives* (hybridfonder) där statligt kapital matchar investeringar som görs av VC-aktörer och affärsänglar.

### 3.2 Olika finansiella marknader

När företagare väljer att finansiera sina företag är det inte enbart en fråga om individuella och företagsmässiga överväganden. Finansieringen av nya och små företag påverkas av kontexten, exempelvis karaktären på den finansiella marknaden i landet. Detta får till följd att nya och små företag i en del länder tenderar att finansiera sig mer med ägarkapital och venture capital, medan företag i andra länder är mer beroende av lånekapital och bankfinansiering. Även om jag här poängterar skillnaderna i de finansiella systemen och dess konsekvenser för finansiering av nya och små företag, är det viktigt att påpeka att oberoende av de kontextuella skillnaderna så tenderar banker och lånekapital att vara viktiga kapitalkällor för nya och små företag i alla länder – oavsett finansiellt system.

De finansiella marknaderna tenderar således att se olika ut i olika länder (Zyman, 1983; Black och Gilson, 1998) och vi kan skilja mellan tre olika finansiella system för nya och små företag:

- Ägarbaserade finansiella system, där venture capital-investerare och affärsänglar spelar en avgörande roll för finansiering av nya och små företag, med USA som typexempel. Dessa finansiella marknader tenderar att vara välutvecklade med hög transparens och bra rättsligt skydd för investerare.
- Lånebaserade finansiella system, där banker dominerar kapitaltillförseln till nya och små företag, och vi kan exempelvis finna dessa marknader i många tysktalande länder såsom Tyskland och Österrike. I många fall kännetecknas dessa marknader av en lägre transparens och sämre rättsskydd för investerare, men där relationen mellan företagen och bankerna är starkare och mer långsiktiga. På lånebaserade marknader tenderar också skattesystemet att favorisera lån, och företag med materiella tillgångar och god lönsamhet (för att löpande kunna betala räntor och amorteringar) får ett försprång, vilket således kan tänkas påverka karaktären på de företag som etableras och drivs på marknaden.
- Bidragsbaserade finansiella system, där bidrag och subventionerade lån från statliga och regionala institutioner spelar en viktig roll för företag i tidiga skeden av

utvecklingen. I denna typ av system kan vi kanske se Sverige och Frankrike som något av föregångsländer.

Utvecklingen av de finansiella systemen är delvis beroende på den historiska utvecklingen av den finansiella marknaden i landet, delvis beroende på det rättsystem som tillämpas, exempelvis när det gäller aktieägarskydd, konkurslagar och arbetsmarknadsregler. Generellt sett kan vi skilja mellan (1) det kontinentaleuropeiska rättsystemet som bygger på den gamla romerska rätten och som därmed baseras på lagar, och i allmänhet ger denna rättsordning ett sämre skydd för investerare och långivare, samt (2) det Anglo-saxiska rättsystemet som baseras på tidigare domstolsavgöranden och som i allmänhet ger investerare ett starkare skydd. Självklart finns stora variationer inom rättsystemen mellan de enskilda länderna, exempelvis uppvisar de skandinaviska länderna en egen rättstradition som har sin grund i det kontinentaleuropeiska systemet, men där vi även ser inflytande från Anglo-saxisk rätt (Bornefalk, 2014).

Det finansiella systemet för nya och små företag uppvisar även en historisk utveckling i respektive land som gör att det ibland finns gått om kapital på marknaden medan det vid andra tidpunkter föreligger stora begränsningar i kapitalförsörjningen för nya och små företag. Nedan skall jag ge några exempel på historiska förändringar i olika länder som påverkat finansieringsförutsättningarna för nya och små företag:

- Venture capital-marknaden tenderar att uppvisa ett cykliskt mönster (Kaplan och Lerner, 2010). Perioder av dålig avkastning på marknaden leder till ett minskat inflöde av kapital till venture capital-marknaden och mindre konkurrens mellan venture capital-aktörerna, vilket leder till att investerarna tenderar att betala mindre för potentiella portföljföretag. Med lägre konkurrens och lägre priser finns en möjlighet att öka lönsamheten på marknaden, och därmed ökar också investerarnas intresse – inflödet av kapital ökar, konkurrensen ökar och priserna på potentiella portföljföretag ökar, vilket på sikt leder till en minskad lönsamhet på marknaden. Det finns således cykliska mönster som gör att vid vissa tidpunkter kommer det att finnas mycket riskkapital för nya och små företag medan det vid andra tidpunkter är svårare för företagen att skaffa riskkapital.
- Förändringar i olika regler och lagar har visat sig ha stor betydelse för tillgången på kapital till nya och små företag. Det mest kända exemplet är förmodligen förändringarna i reglerna för det amerikanska pensionssystemet (1979) som innebar att de amerikanska pensionsfonderna tilläts att investera i högrisktillgångar såsom VC-fonder, och som tillsammans med en sänkning av kapitalbeskattningen (från 49 till 28 procent), bidrog till att antalet venture capital-företag i USA ökade från cirka 200 med ett sammanlagt kapital på 2,9 miljarder USD år 1979, till närmare 700 företag och ett kapital på 30 miljarder USD år 1989 (Timmons och Sapienza, 1992). I Sverige utgör avregleringen av den svenska bankmarknaden i mitten av 1980-talet ett annat exempel på regeländringar som öppnade upp för en ökad kapitaltillgång för nya och små företag.
- Finansiella kriser och svårigheter i olika delar av finanssektorn påverkar naturligtvis också utbudet av kapital till de nya och små företagen. Finanskrisen 2007/08 och de ökade kraven på lånereserver i bankerna som följde i finanskrisens spår minskade dramatiskt det tillgängliga kapitalet för långivning till nya och små företag. Cowling m.fl. (2012) visade exempelvis att under den finansiella krisen tenderade bankerna att använda företagens storlek som ett primärt bedömningskriterium, vilket gjorde att nya

och små företag fick stora svårigheter att få tillgång till bankfinansiering under flera år framöver.

- Förändringar på marknaden över tiden påverkar naturligtvis inte enbart utbudssidan av kapital. Vid exempelvis konjunkturnedgångar i ekonomin påverkas även efterfrågan på kapital då det går sämre för företagen, men lågkonjunktur leder även till att det blir mer riskfyllt att driva företag (fler företag läggs ner och går i konkurs) och därmed ökar även riskerna för banker och investerare med en hämmad kredit- och investeringsvilja som följd.

Det finns många belegg för att den finansiella marknads karaktär, och då framförallt ett ägarbaserat system, skapar förutsättningar för en tillväxt i ekonomin (Black och Gilson, 1998; Kortum och Lerner, 2000; Jeng och Wells, 2000). På företagsnivån är däremot läget mer oklart. Det kan betraktas som självklart att ett effektivt finansiellt system är viktigt för att göra effektiva finansiella transaktioner, för att sprida riskerna och mobilisera sparande. Därmed kan det också hävdas att företag som är beroende av externt kapital kommer att tjäna på att vara lokaliserade i länder med välutvecklade finansiella marknader. Dessutom kan ägarkapital betraktas som en fördelaktigare kapitalkälla för många nya och små företag jämfört med lånekapital (Amit m.fl., 1998). Ägarkapital har fördelen att dela riskerna i företagandet, det kräver inte garantier, ökar inte trycket på likvida medel i företagen, och fokuserar på investeringens potentiella ”uppsida”, dvs. företagets framgång och tillväxt (Carpenter och Petersen, 2002). Lånefinansiering fokuserar däremot på långivningens potentiella ”nedsida” och kräver regelbunden betalning av ränta och amorteringar (Berger och Udell, 1998).

Det tycks således finnas vissa fördelar med ägarbaserade finansiella system. Empiriskt är dock inte beleggen övertygande. En rad studier har exempelvis gjorts för att jämföra företagens kapitalstruktur i olika länder (Rajan och Zingales, 1995; Prasad m.fl., 1996; Park, 1998; Hall m.fl., 2004) och resultaten är skiftande – det är svårt att finna några konsistenta skillnader mellan länderna. Förklaringen kan vara att kapitalstrukturen varierar från land till land och inte enbart beroende av det finansiella systemets karaktär, utan även på företagsstrukturen i landet, ägarstrukturen i företagen, exempelvis med avseende på andelen familjeföretag eller synen på risk och osäkerhet i samhället.

Det tycks emellertid finnas skillnader när det gäller sättet att göra investeringar i olika länder. Exempelvis har Bertoni m.fl. (2015) visat att investeringsmönstren bland venture capital-investerare skiljer sig markant åt mellan USA och Europa. Det förefaller finnas ett europeiskt investeringsmönster som karaktäriseras av ett mindre risktagande och en tendens att välja mer etablerade och större företag i expansionsfas, och dessutom förefaller det geografiska avståndet mellan portföljföretag och venture capitalister vara mindre betydelsefullt vid venture capital-investeringar i Europa. Däremot tycks lokaliseringen vara mer betydelsefull för affärsänglar i Europa – europeiska affärsänglar tenderar att investera mer lokalt än deras motsvarigheter i USA.

### **3.3 Statliga interventioner – internationella exempel**

I föreliggande avsnitt skall jag presentera ett antal internationella exempel på statliga interventioner för att stimulera kapitaltillförseln till nya och små företag. Genomgången följer den historiska beskrivningen av de statliga interventionerna med en start i olika lånegarantisystem, följt av interventioner riktade till VC-marknaden och slutligen affärsänglar. Vi kan konstatera att många statliga interventioner har varit mer eller mindre

misslyckade, men i avsnittet vill jag även lyfta fram några exempel på interventioner som inom respektive område har betraktats som framgångsrika.

### 3.3.1 Lånegarantisystem

Olika former av lånegarantisystem har introducerats i en rad länder, exempelvis USA, Storbritannien, Kanada, Belgien, Frankrike, Tyskland och Österrike (OECD, 2013). Omfattningen och villkoren varierar mellan länderna, men den grundläggande funktionen för lånegarantierna är att staten på ett eller annat sätt ger en garanti till bankerna i de fall företaget misslyckas med att återbetala lånet. För denna garanti betalar företaget en premie, antingen i form av en avgift, eller en högre ränta för lånet, eller både en avgift och en högre ränta. Förhoppningen är att de svårigheter som många företagare upplever som inte kan tillhandahålla egna säkerheter, ska mildras genom att de får en lånegaranti från staten som innebär möjligheter att erhålla ett lån från banken.

Erfarenheterna från olika länder som introducerat olika lånegarantisystem är emellertid mycket varierande (OECD, 2013). I många fall har systemen kritiserats (Jarvis, 2006) på grund av att det är alltför många företag som har tvingats utnyttja de statliga garantierna och kostnaderna för skattebetalarna har därmed blivit höga. Kritik har även riktats mot att systemen i en del fall varit dyra för såväl företagen som bankerna eftersom systemen krävt ganska omfattande administration, och i många fall har även lånegarantierna uppfattats som en ”sista utväg”. Det finns också en risk att garantierna lockar till sig mer riskfyllda låntagare som inte tidigare fått lån, och att långivarna tenderar att göra mindre noggranna bedömningar i långivningen (Lelarge m.fl., 2010). Det finns dock ett antal exempel på lånegarantier som har betraktats som framgångsrika, och lånegarantierna i Kanada brukar betraktas som lyckade exempel på lånegarantisystem.

#### *Ett framgångsrikt exempel*

*Small Business Loan Act* (SBLA) introducerades i Kanada redan 1961 men regelsystemet ändrades 1993. Systemet har ett relativt traditionellt upplägg. Garantierna omfattar maximalt 90 procent av lånebeloppet, med ett maximalt lånebelopp på 250 000 CAD, och för detta betalar företagen en räntepremie på maximalt 1,75 procent. I den utvärdering som Riding och Haines har gjort (2001) visade det sig att programmet varit mycket effektivt mätt i termer av jobbskapande med mycket låga kostnader för de arbetstillfällen som skapats (cirka 2 000 CAD år 2000). Antalet uteblivna betalningar var relativt begränsade men ökade i tidiga faser och med storleken på lånen, samt var större i vissa branscher.

### 3.3.2 Venture Capital

Venture Capital har av många betraktats som en viktig drivkraft för ekonomisk utveckling, och en viktig finansieringskälla för innovation och tillväxtorienterade företag. Historiskt kan vi också finna en rad exempel på företag som tidigt finansierats via VC och som sedermera blivit världsledande företag, exempelvis Apple, eBay, Google och Genentech. I många fall har dessa kända exempel rötter i USA och USA betraktas också som den mest framgångsrika VC-marknaden globalt. Man skall också komma ihåg att VC har ett ursprung i en amerikansk tradition och en finansiell marknad som i hög grad präglas av ett ägarkapitalbaserat finansiellt system – man skulle kunna säga att VC baseras på en framgångsrik amerikansk affärsmodell. Däremot har VC inte alltid visat sig lika framgångsrik i andra kontexter och det har många gånger visat sig svårt att överföra den amerikanska VC-modellen till andra länder. VC-marknaderna i andra länder är oftast väsentligt mindre i antalet VC-företag och i kapitalvolym, samt uppvisar sällan samma

framgångar som i USA, delvis beroende på sämre utvecklade exitmarknader (Landström och Mason, 2012).

Via statliga interventioner har många länder försökt replikera den amerikanska framgången och de olika interventionerna kan sammanfattas på följande sätt:

### *Regler och lagar*

Framgången för VC kan delvis hänföras till det legala systemet i ett land (La Porta m.fl., 1998), exempelvis med avseende på i vilken utsträckning lagstiftningen tenderar att skydda investeraren och om sådana lagar efterlevs. Dessutom spelar regelsystemet en avgörande roll, och vi kan finna många exempel på hur förändringar i regelsystemet påverkat förutsättningarna för VC. Det exempel på regelförändring som jag nämnde tidigare avseende de amerikanska pensionsfondernas möjligheter att investera i VC-fonder 1979 är kanske det mest kända exemplet på en sådan regelförändring, som skapade ett uppsving och ett enormt inflöde av kapital på den amerikanska VC-marknaden (Gompers och Lerner, 1999).

### *Skattesystemet*

Ett lands skattesystem kan påverka VC-marknaden på olika sätt, antingen med avseende på utbudet av kapital, dvs. skatter som ökar avkastningen på VC-investeringarna och därmed intresset för marknaden, eller efterfrågan på kapital genom att öka antalet individer som vill bli företagare eller som vill arbeta för att företaget ska växa. Genom en låg kapitalvinstbeskattning kan venture capital-investerarnas avkastning öka, medan en låg bolagsbeskattning ökar avkastningen för såväl investerare som företagare. När det gäller statliga interventioner för att stimulera marknaden via olika skatteincitament är dock inte resultaten helt entydiga. Exempelvis pekade Poterba (1989) på att skattesänkningar för VC inte nämnvärt påverkade utbudet av kapital eftersom en stor andel av venture capital-investerarna redan hade någon form av skattebefrielse.

### *Utveckling av en aktiv aktiemarknad*

En aktiv aktiemarknad är viktigt för att skapa goda exitförutsättningar för gjorda VC-investeringar. Black och Gilson (1998) hävdar till och med att förutsättningen för en dynamisk VC-marknad är en aktiv aktiemarknad. I samma anda visar en studie av Da Rin m.fl. (2006) att starten av en ny aktiemarknad för nya och växande företag har den största positiva betydelsen för såväl skapandet av nya företag i ett samhälle, som för att öka andelen högteknologiska företag.

### *Involvering i VC-fonder*

I Europa har det varit vanligt att staten lanserat statliga VC-fonder, dvs. fonder som ägts och drivits av statliga organisationer (Grilli och Murtinu, 2014). Dessa fonder kan vi genom åren finna i många länder såsom Belgien, Frankrike, Italien, Spanien och Finland, och tidigare har vi även haft denna typ av VC-fonder i Sverige. Syftet är att fonderna skall spela en kompletterande roll på marknaden genom att göra direkta investeringar i nya och små företag för att härigenom lösa olika typer av finansiella gap som uppstått på marknaden. Dessa interventioner har dock i många fall misslyckats (Mason och Harrison, 1995; 2003). Exempelvis har det visat sig att många av dessa fonder uppvisar brister när det gäller kompetensen att investera i tidiga skeden av företags utveckling, och investeringarna tenderar därför att ”driva iväg” och göras i mer etablerade företag (där investerarna har en större erfarenhet). VC-fonderna har även i många fall varit alltför små

för att få någon finansiell betydelse på marknaden – investeringar kan enbart göras i ett begränsat antal företag och fonderna har inte möjlighet att göra nödvändiga följdinvesteringar. Dessutom är de statliga VC-fonderna inte alltid styrda av enbart finansiella mål, utan påverkas många gånger av en politisk agenda som innefattar såväl regional- som sysselsättningspolitiska överväganden. Slutligen kan hävdas att fonderna många gånger tenderar att bortse från begränsningar på efterfrågesidan, dvs. antalet företag med hög avkastningspotential är många gånger väldigt få och efterfrågan på VC (i en specifik region) är därför förmodligen ganska liten. Detta begränsar VC-fondens flöde av potentiella investeringar och tenderar att skapa ett investeringsflöde av en tämligen dålig kvalitet – det kan till och med vara så att efterfrågan på VC kan vara lägre i vissa regioner (som stimuleras med hjälp av statliga VC-interventioner) som domineras av levebröds- och familjeföretag med mindre förståelse för externt ägarkapital.

Det finns således starka argument för att vara kritisk till direkta statliga VC-fonder, och olika empiriska studier (t.ex. Grilli och Murtinu, 2014; Betoni och Tykvová, 2015) har också visat att dessa fonder har en försumbar betydelse för utvecklingen i de företag i vilka de investerar – i stort sett oberoende av vilka mått man använder för att mäta företagets utveckling. De nedslående resultaten när det gäller statliga VC-interventioner och insikten om betydelsen av en industriell kunskap och erfarenhet har gjort att de statliga interventionerna förändrats över åren. Idag inriktas interventionerna i huvudsak på olika lösningar där statlig finansiering på olika sätt syndikeras med privat-VC, och där de privata investerarna blir *lead investors* i investeringen, antingen i form av olika fond-i-fond lösningar eller genom olika saminvesteringsfonder. Fortfarande är framgången i dessa interventioner väldigt varierande, och till viss del beroende av hur incitamentsstrukturerna utformats i systemet (Murray, 2007).

Det har i hög utsträckning betraktats som utmanande att utforma framgångsrika interventioner för att stimulera VC-marknaden – utvärderingarna av olika interventioner uppvisar varierande resultat och inte sällan visar de att programmen haft svårt att uppfylla (de alltför höga) förväntningarna. Det förefaller således finnas ett stort antal program som har varit mindre effektiva sett ur skattebetalarnas perspektiv. Några goda exempel kan dock identifieras.

### *Några framgångsrika exempel*

*Small Business Investment Research Program* (SBIR) introducerades av den federala regeringen i USA redan 1982. Programmet syftade till att stimulera efterfrågan på riskkapital i teknikbaserade företag i USA. Programmet inkluderade elva federala myndigheter som avsatte en andel av sin FoU-budget för att bevilja medel till små företag i enligt med följande kriterier; företagen måste vara självständigt ägda företag med mindre än 500 anställda, och majoriteten i företagen ägda av amerikanska medborgare eller permanent boende i USA. De potentiella företagen bedömdes i huvudsak utifrån företagets tekniska meriter snarare än en bedömning av dess kommersiella potential. Kapital tillhandahölls till relativt små belopp i två faser:

- Fas 1: Mindre än 100 000 USD för att utvärdera genomförbarheten i projektet.
- Fas 2: Cirka hälften av de företag som gavs medel i fas 1 fick bidrag i fas 2 till ett belopp om maximalt 750 000 USD. Staten gavs varken något ägande eller några immateriella rättigheter i de företag som beviljades medel.

Lerner (1999) har utvärderat de långsiktiga effekterna av SBIR-programmet och konstaterar att de företag som beviljades medel i programmet inte skiljde sig på något signifikant sätt från ett matchat urval av företag när det gällde andelen VC i företagen innan företagen beviljades de statliga medlen, men efter att man erhållit det statliga kapitalet var det betydligt mer troligt att man skulle få riskkapital från privata venture capital-investerare. Dessutom uppvisade de företag som beviljats medel en betydligt bättre tillväxt när det gäller försäljning och antalet anställda jämfört med jämförelsegruppen. Lerner's resultat är dock inte enhetliga för samtliga företag som beviljats medel i programmet – den främsta utvecklingen kunde identifieras för de företag som fanns i regioner med en mer omfattande VC-aktivitet, samt företag som var verksamma i högteknologiska branscher. Den slutsats som Lerner gör i sin utvärdering av SBIR-programmet är att detta spelade en viktig roll som katalysator i högteknologiska sektorer och hade en ”certifierande” roll, som innebar att de informationsasymmetrier som investerarna upplevde tenderade att reduceras (Lerner, 2002).

*Yozma program* introducerades av den israeliska staten 1993 som investerade 100 miljoner USD, av vilka 20 miljoner USD satsades i direktinvesteringar i unga teknikbaserade företag, medan 80 miljoner USD satsades i en fond-i-fond lösning med en matchande privat finansiering, dvs. en saminvesteringsfond. Totalt startades tio saminvesteringsfonder med ett totalt kapital på 20-25 miljoner USD vardera, varav 40 procent kom från den israeliska staten och 60 procent från utländska investerare. De privata investerarna gavs möjlighet att köpa ut den statliga andelen efter fem år.

Yozma-programmet har utvärderats ett flertal gånger och betraktas som ett framgångsrikt policy-drivet program. Avnimelech och Teubal (2006) menar exempelvis att Yozma har haft en avgörande inverkan på såväl det israeliska IT-klustret som den israeliska VC-marknaden. Genom Yozma fonderna skapades en kritisk massa av VC-investeringar i Israel. Ett annat exempel på framgången är att nio av de tio saminvesteringsfonderna köptes ut av de privata aktörerna. Ett annat kännetecknande drag var ett starkt fokus på lärande, dels i form av ett handlingsorienterat lärande, dels att få lärdomar från amerikanska venture capital-aktörer. Det ska dock noteras att i början av 1990-talet gjorde den israeliska staten flera interventioner för att stärka industrin i landet, dock inte alla lika framgångsrika. När det gäller framgången med Yozma kan förklaringarna finnas i den kontextuella situationen för Israel vid tidpunkten för introduktionen av programmet, exempelvis en framgångsrik fredsprocess som skapade stabilitet, en hög invandring av högutbildad arbetskraft från Ryssland och ett intresse för investeringar i Israel från USA. (Avnimelech och Harel, 2012). Yozma introducerades således vid rätt tid på rätt plats.

*Innovation Investment Fund (IIF)* introducerades i Australien 1997 och fokuserade på ett partnerskap mellan staten och privata aktörer på riskkapitalmarknaden. Den australiensiska staten genomförde ett urval av privata aktörer som ledde till att fem IIF etablerades 1998, och ytterligare fyra IIF valdes ut och etablerades 2001. De nio IIF erhöll en tio-årig licens och ett statligt kapital på 220 miljoner AUD som sedermera måste matchas med privata medel i förhållandet 2:1. Andra element i överenskommelsen mellan staten och de godkända privata fonderna var (Cumming, 2006): (1) investeringarna skulle i normalfallet göras i form av ägarkapital i små teknikbaserade företag, (2) minst 60 procent av kapitalet måste investeras inom en tidsperiod av 5 år, (3) det mottagande företaget fick inte erhålla ett större belopp än vad som motsvarar 4 miljoner AUD eller 10 procent av fondens totala kapital, och (4) de fonder som etablerats inom ramen för programmet hade en tio-årig livstid varefter de måste stängas. De företag som erhöll medel måste ha till syfte att kommersialisera resultatet av deras FoU-aktiviteter, vara ett företag i sådd-, start-up, tidig



utveckling eller tillväxtfas, ha huvudparten av antalet anställda och sina tillgångar i Australien vid tidpunkten för investeringen i företaget, samt en årlig genomsnittlig inkomst över de senaste två åren som inte översteg 4 miljoner AUD per år och en inkomst som inte översteg 5 miljoner AUD under något av åren.

Programmet har utvärderats av Cumming (2006) och hans bedömning är att programmet har underlättat riskkapitalinvesteringar i företag som befinner sig i tidiga utvecklingsfaser samt i teknikbaserade företag. IIF-fonderna har också lyckats tillföra kompetens till de företag i vilka de investerat. Programmet har på ett påtagligt sätt främjat utvecklingen av VC i Australien och på ett tydligt sätt bidragit till finansieringen av nya företag. Till detta kommer att IIF-fonderna har utvecklat en expertis och kompetens när det gäller finansieringen av nya företag. Eftersom IIF-fonderna har ansenliga resurser till förfogande har de också möjlighet att följa med de företag i vilka de investerat i ytterligare finansieringsrundor. De tenderar även att uppvisa ett mindre antal portföljföretag per investeringsansvarig än många andra VC-fonder, och portföljföretagen uppvisar ett bättre genomsnittligt resultat än jämförbara portföljföretag. Däremot tycks inte portföljföretagen i IIF-fonderna uppvisa några signifikanta skillnader när det gäller resultatet av en exit.

### 3.3.3 Affärsänglar

Affärsänglar har länge betraktats som en lösning på finansieringsproblemen i nya och små företag, och i många länder, inte minst i Storbritannien, kan vi finna en arsenal av statliga interventioner för att på olika sätt stimulera denna marknad. Argumenten bakom detta intresse är flera; (1) affärsänglar tenderar att ha en annan kostnadsstruktur jämfört med institutionella VC-företag som gör att transaktionskostnaderna är lägre och affärsänglarna kan därmed göra investeringar till lägre belopp, (2) de ansvarar enbart för sig själva och behöver inte något godkännande för en investering från någon styrelse vilket, tillsammans med en begränsad *due diligence* gör beslutet att investera betydligt snabbare, (3) de investerar ofta i sektorer och i tekniker inom vilka de har erfarenhet, och kan därför betraktas som kunniga och erfarna inom området och kan därmed tillföra sin kompetens, erfarenhet och sitt nätverk till de företag i vilka de investerar, (4) risk-avkastningsöverbägandena är mindre utpräglade bland affärsänglar jämfört med institutionella venture-investerare, och (5) affärsänglar tenderar att ha en geografisk spridning som kan bidra till att minska de regionala finansiella gapen (Aernoudt m.fl., 2007).

Över tiden har en rad statliga interventioner introducerats, framförallt inriktade på att lösa två dominerande marknadsproblem; bristen på antalet affärsänglar i ett samhälle, och marknadens ineffektivitet. För att öka antalet affärsänglar har insatserna inriktats på att förbättra förhållandet mellan risk och avkastning för affärsänglarna, exempelvis genom olika former av skatteinterventioner – antingen genom att reducera investeringskostnaden via skattelättnader då affärsängeln gör investeringen (*front-end*), eller genom förmånliga skatter då affärsängeln avslutar investeringen (*back-end*). Det vill säga skattereduktioner på vinsten av framgångsrika investeringar, och i vissa fall kan affärsänglar även få skattereduktioner då man gör förluster på sina investeringar. I syfte att öka effektiviteten på marknaden har en rad statliga interventioner fokuserat på att stödja olika former av affärsängelnätverk, som gör det möjligt för entreprenörer och affärsänglar att mötas och börja kommunicera. I många fall har dessa stimulanser kompletterats med olika utbildningsprogram för entreprenörer som söker kapital och för de affärsänglar som gör sin första investering i nya och små företag.

I tabell 1 ges en översikt över ett antal vanligt förekommande statliga interventioner på affärsängemarknaden; dess syften, fördelar och nackdelar samt effekterna av de genomförda interventionerna.

Tabell 1 Statliga interventioner på affärsängemarknaden

Intervention	Kännetecken	Fördelar	Nackdelar	Effekter
Skatte- incitament  Syfte att öka antalet investeringar på marknaden	Skattereduktion för individer som gör investeringar i nya och små företag; (1) skattereduktion vid investeringstillfället, (2) minskad kapitalbeskattnings då vinst görs på investeringen, eller (3) skatteavdrag då investeringen genererar en förlust för affärsängeln.	+ Förstärker förhållandet mellan risk och avkastning genom att kompensera för affärsängels risk. + Affärsänglar kan förväntas vara känsliga för skattenivån. + Visar en hög additionalitet – investeringarna skulle inte gjorts utan skatteförmånen.	- Riskerar att stimulera "fel" investerares och attrahera "ointelligent kapital" i form av passiva investerares som enbart vill komma åt skatteförmånerna. - Kan snedvrیدا resursallokeringen på marknaden genom att vissa investeringar favoriseras (inte p.g.a. att de är mer produktiva utan för att de ges skatteförmåner). - Kan ifrågasättas politiskt att ge skatteförmåner till förmögna individer i samhället.	Det finns begränsade belegg för att skatteincitament skulle ha positiva effekter, exempelvis när det gäller påverkan på sysselsättning, företagens resultat och tillväxt, och inte heller på skatteintäkterna i förhållande till utgifterna (Carpentier och Suret, 2016).
Affärsängel- nätverk  Syfte att förbättra effektiviteten på marknaden genom att förbättra informationsflödet mellan aktörerna och göra det möjligt för entreprenörer och affärsänglar att mötas	Oftast arbetar dessa nätverk på en lokal eller en regional marknad och använder sig av olika "matchnings- instrument" – från utskick av investerings- information till "pitchmöten" och/eller databaserade instrument.	+ Ökar medvetenheten avseende affärsängel- marknaden. + Minskar informations- asymmetrin på marknaden. + Låga administrativa kostnader för samhället, och kostnaden per arbetstillfälle har i de flesta studier visat sig låg.	- Riskerar att dra till sig mindre kvalificerade affärsänglar. - Många affärsängelnätverk uppvisar en brist på kritisk massa av såväl affärsänglar som investerings- möjligheter. - Många affärsänglar tenderar att investera individuellt (i Sverige). - Få affärsängel- nätverk överlever utan offentligt finansiellt stöd.	Framgången är beroende av en kritisk massa av affärsänglar och entreprenörer, nätverkets resurser, handlingskraften i matchningen och i utbildning och rådgivning, samt förtroendet för affärsängelnätverket.

Med utgångspunkt i de positiva erfarenheterna som erhållits i Skottland genom introduktionen av *Scottish Co-Investment Fund* (SCIF) har det under senare år blivit populärt att introducera olika former av saminvesteringsfonder, där privat finansiering från

affärsänglar matchas med statens kapital. Härigenom kan de privata investeringarna växlas upp med statligt kapital, och få det statliga kapitalet att investeras på marknadsmässiga villkor. Eftersom saminvesteringsfonderna drivs av de privata aktörerna ger det även en urvalseffekt för de statliga aktörerna att välja ut de företag som är värda att investera i. En förhoppning är således att man härigenom kan sålla bort de företag som med stor sannolikhet kan förväntas misslyckas, medan investeringar kan göras i de företag som för en privat aktör skulle vara tveksamma. De företag som har stor sannolikhet att lyckas skulle de privata aktörerna förmodligen investera i oavsett det statliga kapitalet.

### *Några framgångsrika exempel*

Det är framförallt i Storbritannien som politiker och policymakers laborerat med olika statliga interventioner för att stimulera affärsängelnmarknaden, och de flesta utvärderingarna har också genomförts i Storbritannien. Utvärderingarna visar att det är några av interventionerna som visat sig relativt framgångsrika: *Enterprise Investment Scheme* (EIS) och *Scottish Co-Investment Fund* (SCIF).

EIS introducerades i Storbritannien 1994 i syfte att uppmuntra privatpersoner att investera i onoterade företag. EIS föregicks av flera liknande initiativ under 1980-talet som av olika skäl blev mindre framgångsrika. Inom ramen för EIS erbjuds privatpersoner skatterabatter på såväl inkomst- som kapitalbeskattningen. Investeraren får ett avdrag i inkomstbeskattningen på motsvarande 30 procent av investeringsbeloppet, med ett maximalt investeringsbelopp per person och år på 1 miljon GBP. Dessutom föreligger ingen kapitalbeskattning av vinster på aktierna förutsatt att de ägts i mer än tre år, och om aktierna avyttras med förlust kan förlusten kvittas mot andra kapitalvinster under samma år. Det finns dock vissa begränsningar i investeringarna, exempelvis får en individ inte äga mer än 30 procent av aktierna i bolaget, men även begränsningar i de företag som kvalificerar för EIS, företaget får inte ha mer än 250 anställda, kapitalet från EIS måste användas i företaget inom 24 månader och företaget får inte vara börsnoterat.

En utvärdering som gjorts av Cowling m.fl. (2008) visade en hel del positiva effekter. Företagen som deltagit i programmen har förstärkts i termer av omsättning, antal anställda och i materiella tillgångar, och detta gäller framför allt de större och äldre företagen i programmet. Dock uppvisade företagen inte någon nämnvärd produktivitetsförbättring jämfört med kontrollgruppen, och inte heller någon högre överlevnadsgrad (snarare tvärtom).

SCIF etablerades som en saminvesteringsfond i Skottland 2003 med ett kapital på 48 miljoner GBP, varav cirka hälften av finansieringen kom från den Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF). SCIF arbetar via ett antal godkända privata investeringspartners. Både affärsänglar, affärsängelnätverk (som stod för cirka tre fjärdedelar av det privata investeringsbeloppet) och venture capital-investerare (som investerade cirka en fjärdedel av det privata kapitalet) är involverade i programmet. Varje investeringspartner har ett bestämt belopp till sitt förfogande baserat på en förväntad investeringskapacitet som kan användas för att ”skala upp” den egna investeringen. SCIF kännetecknas av att fonden till fullo följer de privata investerarnas investeringsbeslut så länge de ligger inom ramen för de generella investeringskriterier som formulerats av *Scottish Enterprise*. Vid en investering sker denna på lika villkor med beloppsgränser på mellan 100 000 upp till 1 miljon GBP.

Utvärderingar av Hayton m.fl. (2008) pekar på att SCIF har hjälpt till att utveckla den lokala finansiella marknaden för nya och små företag. Förutom ökningen av kapitalet i

tidiga faser var kompetensutvecklingen hos aktörerna en central aspekt i programmet. Utvärderarna uppmärksammar dock ett potentiellt problem med undanträngningseffekter i systemet. Det är främst affärsängelnätverken som upplevt en positiv effekt av SCIF genom att de getts möjlighet att växla upp sina investeringar. Investeringarna är i huvudsak gjorda i relativt tidiga skeden av företagets utveckling. Däremot tenderar investeringarna att vara geografiskt snedfördelade med en överrepresentation i Glasgow och Edinburgh, och det har tagit lång tid för fonderna att göra investeringarna – det har således inte funnits tillräckligt många intressanta företag. Det har även funnits indikationer på att portfölj-företagen haft en positiv utveckling med avseende på omsättning och antalet anställda (Tillväxtanalys, 2010:01). I utvärderingen av Tillväxtanalys (2011:05) pekar utvärderaren på att framgången med SCIF delvis kan förklaras med den långa tradition man har i Storbritannien med olika former av skattelättnader för privatpersoners investeringar i nya och små företag (i form av EIS och *Venture Capital Trust*) samt de insatser som gjorts för att stimulera olika former av affärsängelnätverk. Härigenom fanns redan en kontext, kunskap och erfarenhet som kan betraktas som en förutsättning för programmets framgång.

### 3.4 Vad kan vi lära av detta kapitel?

De internationella erfarenheterna ger många lärdomar som kan föras vidare till diskussionen om statens roll i den framtida kapitalförsörjningen av nya och små företag. Det är några aspekter som jag särskilt vill lyfta fram:

- Utgångspunkten för de statliga interventionerna har i många fall varit ett antagande om ett utbudsproblem (det finns för lite kapital på marknaden för vissa företag), men oftast visar utvärderingarna att det mer är fråga om ett efterfrågeproblem – det finns för få bra företag med hög tillväxtpotential som på grund av brist på kapital inte kan växa (se även Tillväxtanalys, 2010:01). Med ett fokus på utbudet av kapital har emellertid de statliga interventionernas karaktär förändrats över tiden, bland annat baserat på företagandets karaktär och vilka nya och små företag som staten vill stödja genom sina interventioner. Denna anpassning av interventionernas karaktär är viktig för den framtida policydiskussionen. Företagandet ser annorlunda ut idag än vad det gjorde för ett antal decennier sedan och det ställer krav på nya former av statliga interventioner. Det tycks dock inte gå att identifiera några nya ”smarta” statliga interventioner, utan de som använts i olika länder är väl kända via olika rapporter och utvärderingar. Det som förefaller betydelsefullt för framgången är överensstämmelsen med kontexten, statens uthållighet, och programmets fokus på ett långsiktigt lärande bland de olika aktörerna.
- Kontexten spelar stor roll. Förklaringarna till varför flera av interventionerna i olika länder lyckas eller misslyckas går att hänföra till kontextens karaktär – om interventionerna har introducerats vid rätt tid och rätt plats. I detta sammanhang tenderar också olika interventioner vara relaterade till varandra. Exempelvis kan framgången i de skotska saminvesteringsfonderna (SCIF) till en del förklaras med att Skottland (Storbritannien) sedan länge stimulerat affärsängelnätverken och skapat en relativt mogen marknad för affärsänglar och affärsängelgrupper.
- Interventioner på VC-marknaden har visat sig svåra att genomföra och framgången har i de flesta fall uteblivit. Framgångarna på den amerikanska VC-marknaden baseras oftast på en lång erfarenhet och kunskap bland VC-aktörerna – vi ska också komma ihåg att framgångsexemplen ofta är hämtade från en liten grupp topp-finansiärer i USA – och denna kunskap och erfarenhet är svår att kopiera till andra kontexter.

- De framgångsrika interventioner som kan identifieras på det internationella planet lyfter ofta fram lärandet och erfarenhetsutbytet i programmen som centralt för framgången. Lärandet avspeglar exempelvis i kopplingen mellan offentliga aktörer och privata finansiärer såsom affärsänglar och VC-aktörer, men även genom ett internationellt lärande och erfarenhetsutbyte. Privata finansiärer har en betydligt större kunskap och längre erfarenhet än statliga aktörer och denna insikt har kommit till uttryck i den popularitet som olika samfinansieringsfonder fått under det senaste decenniet. Under lång tid har de finansiella aktörerna sällan haft internationella utblickar men även här har man successivt insett betydelsen av lärande från utländska aktörer. Men mycket skulle kunna göras för att stärka kunskapen och lärandet i systemet.
- Långsiktigheten i statens interventioner är viktig att beakta, men även de statliga VC-fondernas möjligheter att kunna göra följdinvesteringar över en längre tidsperiod i portföljföretagens utveckling. Ett långsiktigt arbete från statens sida att intervensera på marknaden skapar ett lärande och en successiv uppbyggnad av en effektiv finansiell struktur. I många fall har statens interventioner varit inriktade på specifika finansieringsgap i företagens utveckling. Att starta ett företag och få det att växa tar lång tid som kräver uthållighet från finansiärernas sida, medan fokuseringen på specifika finansieringsgap skapar en kortsiktighet i företagens finansiering. Ett växande företag behöver successivt mer kapital – det finns inte ett utan flera finansieringsgap – och behöver kontinuerlig kapitaltillförsel.

## 4 Den svenska diskussionen och förslagen

De statliga interventionerna för finansieringen av nya och små företag i Sverige har genom åren utsatts för en omfattande utredningsverksamhet – finansieringsproblematiken i nya och små företag är förmodligen ett av de mest utredda policyområdena inom näringslivet. I föreliggande kapital skall jag försöka dra lärdomar utifrån ett antal studier och utredningar som genomförts i Sverige sedan 2010. De rapporter som presenteras i detta kapitel är med all säkerhet inte de enda som publicerats under senare år men de avspeglar en del av den kunskap som presenterats av Tillväxtanalys, statliga utredningar, olika policyorganisationer och enskilda forskare. Rapporterna ger därmed en uppfattning om såväl fakta om de nya och små företagens finansieringsproblematik, som en politisk uppfattning om vartåt man vill styra det statliga kapitalförsörjningssystemet.

### 4.1 De statliga interventionerna i Sverige

Den svenska staten har under många decennier spelat en viktig roll för att stimulera kapitaltillförseln till nya och små företag, inte minst genom åtgärder för att skapa en vital riskkapitalmarknad. Åtgärderna har varit både i form av direkta åtgärder där staten engagerat sig direkt på marknaden som en aktiv aktör, exempelvis genom etableringen av statligt ägda VC-bolag, och i form av indirekta åtgärder som syftar till en stödjande miljö för både utbudet och efterfrågan på kapital, exempelvis genom olika former av skatteincitament och regelförändringar. Nedan skall jag göra en kortfattad genomgång av de statliga interventionerna genom åren, samt presentera den befintliga strukturen och de förändringar som aviserats avseende statens kapitalförsörjning till nya och små företag.

#### 4.1.1 Historik

Statens intresse för en aktiv industripolitik ökade i omfattning med tillväxten i industrin under 1950-talet – vilket inledningsvis kom till uttryck i en minskad åtstramning av kreditmarknaden snarare än en utbyggnad av det statliga stödsystemet. Den snabba industrialiseringen under 1950- och 1960-talen medförde en omflyttning från landsbygden till städerna vilket uppfattades som en utarmning av landsbygden. En konsekvens blev därför en introduktion av en omfattande lokaliserings- och regionalpolitik i Sverige under 1960-talet.

I ingången av 1970-talet möttes Sverige (och många andra länder) av en rad ekonomiska bakslag – oljekriser, lågkonjunktur med tre stora devalveringar i Sverige som följd. Under krisåren ökade mängden statliga stöd för att rädda enskilda företag, inte minst en rad stora företag inom ett antal krisbranscher som stål- och varvsindustrin – det var de ”statliga företagsinterventionernas decennium” och syftet var i huvudsak att minska de sysselsättningsmässiga effekterna av kriserna. Under 1970-talet identifierades också behovet av riskkapital för nya och småföretag. Den så kallade Nordenfalkska utredningen (1980) visade på behovet av riskkapital för de nya och små företagen, och utredningen hämtade mycket inspiration från den amerikanska VC-marknaden. Utredningen föll i god jord och under 1980-talet bidrog staten till en utveckling av den svenska riskkapitalmarknaden för nya och små företag. För att nämna några av de etableringar inom riskkapitalområdet som gjordes (Tillväxtfakta 2015):

1968 Styrelsen för Teknisk Utveckling (STU) etablerades för att koordinera det statliga stödet till teknisk och industriell FoU.

- 1970 Svetab (Svenska Industrietableringsaktiebolaget) etablerades för att stödja etableringen av nya företag.
- 1973 Företagskapital AB etablerades av staten tillsammans med affärsbankerna i Sverige som det första VC-bolaget i Sverige.
- 1979 Industrifonden etablerades av staten i syfte att finansiera projekt inom svensk industri.
- 1982 Etableringen av en OTC-marknad för handel med aktier i små företag utan formell börsnotering.

Under 1970- och 1980-talen etablerades även ett 30-tal regionala investmentbolag och staten var delägare i många av dessa – totalt satsades 187 miljoner SEK i bolagen. Några av dessa bolag kan nämnas, såsom: NJA Invest (1976), Dala Invest och Oxelösund Invest (1978), AC Invest, Malmöhus Invest, Start Invest och Z Invest (1979), Landskrona Finans och Stråssa Invest (1981), Malmfältens Finans (1983), Bothnia Invest (1984), Uddevala Invest (1985), Blekingen, Sorbinvest och AB Kranen (1986), Söderhamn Invest (1987), Rödkallen (1988), Bergslagens Teknikutveckling (1989), Troponor Invest och AB Skeppsankaret (1990).

Även om en rad insatser gjordes från statens sida för att förstärka kapitalförsörjningen i nya och små företag, präglades 1980-talet av en genomgripande avreglering av den finansiella sektorn i Sverige. Avregleringen inleddes redan på 1970-talet men de viktigaste avregleringarna i form av avregleringen av utlåningsräntan och utlåningstaket genomfördes på 1980-talet. Avregleringarna utlöste en kraftig utlåningsexpansion till såväl nya och små företag som till privatpersoner, och bidrog till den finansiella krisen i Sverige i början av 1990-talet. Konsekvensen blev att den finansiella krisen och de makroekonomiska frågorna kom att stå i centrum för statens interventioner under början av 1990-talet. Med Sveriges EU-medlemskap (1995) ändrades förutsättningarna för stöden, men de regionala stöden stod fortfarande högt på agendan.

Ytterligare en riskkapitalsatsning drevs igenom av det populistiska riksdagspartiet Ny Demokrati, och baserat på medel från löntagarfonderna beslutade staten 1992 att tillföra riskkapitalmarknaden 6,5 miljarder SEK som överfördes till holdingbolagen Atle AB och AB Bure som i sin tur investerade i sex regionala investmentbolag. Utöver dessa satsningar kan följande nämnas:

- 1994 Teknikbrostiftelserna som etablerades i syfte att främja samarbetet mellan näringslivet och akademien. Teknikbrostiftelserna har sedermera konsoliderats i Innovationsbron, som en del av Almi Företagspartner AB.
- 1996 6:e AP-fondens uppdrag förändrades och fonden gavs möjlighet att investera i onoterade företag och även göra investeringar i andra riskkapitalfonder. Härigenom har 6:e AP fonden blivit en av de största investeringarna på den svenska VC-marknaden.
- 1996 En skattelättnad för privatpersoner som investerade i nya och små företag introducerades. Initiativet blev dock tämligen kortlivat och avvecklades efter ett år.

Under 2000-talet kom ytterligare en vändning då statens interventioner i allt större utsträckning kom att fokusera på utvecklingen av innovationer och teknikbaserade företag.

Företagsstöden, som tidigare hade varit inriktade på att dämpa fallet för företag i nedgång eller erbjuda kompensation till företag i avlägsna delar av landet, kom nu i större utsträckning att få karaktären av tillväxtpolitiska instrument. Dessutom skapades en myndighetsorganisation i form av Vinnova, Nutek och Tillväxtanalys för att i olika avseenden stödja denna utveckling.

#### 4.1.2 Det befintliga systemet

Över åren har en ganska omfattande och fragmenterad stödstruktur utvecklats, och i dag innefattar de statliga interventionerna en rad olika aktörer inom ramen för Näringsdepartementets ansvarsområde, såsom:

- Almi Företagspartner AB (Almi Invest AB, Almi Innovationsbron AB, samt 16 regionala dotterbolag)
- Norrlandsfonden (Partnerinvest Övre Norrland AB, Artic Business Incubator AB, Norrsådd Holding AB)
- Industrifonden
- Fouriertransform AB
- Inlandsinnovation AB

Myndigheter och organisationer som ger stöd till företag:

- Vinnova
- Energimyndigheten
- Tillväxtverket, Jordbruksverket och Business Sweden
- Rise AB (statens ägarbolag för industriforskningsinstitutet)

Förutom aktörer inom Näringsdepartementets ansvar tillkommer en rad verksamheter som styrs av andra departement, såsom Finansdepartementet och Utbildningsdepartementet.

Till dessa hör exempelvis:

- 6:e AP-fonden (myndighet under Finansdepartementet)
- Holdingbolag vid universitet och högskolor samt Chalmers Capital, KTH Seed Capital, Luminova AB, och Uminova AB (som ligger under Utbildningsdepartementets ansvarsområde).

#### 4.1.3 Statens kapitalförsörjning i framtiden

I mars 2016 (SOU 2015:64) presenterades ett förslag på en ny statlig paraplyorganisation med fokus på kapitalförsörjningen till nya och små företag – Fondinvest AB. I förslaget ingår flera olika instrument för att stärka kapitalförsörjningen i nya och små företag, såsom ett fond-i-fond upplägg (Fondinvest investerar i privata VC-företag vilket kräver privat medfinansiering och där investeringarna förvaltas av de privata aktörerna), en lånegarantifond, en demoanläggningsfond, en ”grön” fond, och en mikrofond. I förslaget ingår även en omstrukturering av antalet statliga aktörer genom en successiv avveckling av Fouriertransform och Inlandsinnovation. Härigenom är tanken att skapa en bättre överblick över de statliga aktörerna på marknaden. I Prop. 2015/16:110 har regeringen gått vidare med förslagen i form av en statlig paraplyorganisation – ett nationellt utvecklingsbolag – som



skall investera i privata VC-bolag i Sverige, men även innefatta en demoanläggningsfond. Däremot har man valt att inte gå vidare med att införa något lånegarantisystem.

Till detta kommer att EUs strukturfonder under perioden 2014–2020 kommer att delfinansiera tre olika VC-satsningar som innebär att närmare 2,5 mdr SEK i offentliga medel tillförs den svenska marknaden: regionala VC-fonder med medfinansiering från offentliga svenska aktörer och privata medfinansiärer (som utgör en fortsättning på det tidigare programmet som genomfördes under 2007 - 2013); en grön fond (som också blir en saminvesteringsfond) med syfte att investera i små och medelstora företag som arbetar med koldioxidreducerande affärsidéer; samt en nationell holdingfond som arbetar i en fond-i-fond struktur där fonden tillsammans med privata finansiärer avser investera i tre nystartade VC-fonder.

## **4.2 Statens roll i de nya och små företagens kapitalförsörjning: Vad vet vi från tidigare studier och rapporter?**

Finansieringsproblematiken i nya och små företag samt statens roll i kapitalförsörjningen är ett av de mest utredda policyområdena i Sverige – studier saknas inte. Rapporterna fokuserar på delvis olika kategorier av nya och små företag, vilket gör att rapporterna enbart kan sägas ge en ”fläckvis” bild av kapitaltillförseln i nya och småföretag, men samtidigt en ganska entydig bild av finansieringssituationen. Flera av rapporterna är skrivna av olika intresseorganisationer och kan delvis betraktas som partsinlagor. I de kommande avsnitten skall jag sammanfatta några av de resultat som presenteras i de olika rapporterna.

### **4.2.1 Rapporter från Tillväxtanalys**

Under perioden 2009–2014 har 2,5 miljarder SEK från strukturfondsmedel satsats i nya och små företag. Syftet har varit att öka det regionala utbudet av ägarkapital. Halva summan kommer från privata aktörer medan den andra hälften delas lika mellan medel från den europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF) och regionala offentliga medfinansiärer i Sverige, exempelvis Almi Invest, Innovationsbron och Norrlandsfonden. Tillväxtanalys fick i uppdrag att utvärdera de statliga insatserna i denna satsning. Utvärderingen har lett fram till ett antal rapporter (Tillväxtanalys, 2010:01; 2011:05; 2013:08) som bland annat belyser de internationella erfarenheterna av olika statliga interventioner avseende venture capital, affärsänglar och hybridfonder. Eftersom rapporterna i huvudsak redovisar en rad internationella erfarenheter från statliga interventioner, är beskrivningarna av den svenska marknaden begränsade.

Tillväxtanalys har även i andra sammanhang intresserat sig för kapitalförsörjning till små och medelstora företag, och i en rad rapporter (Tillväxtanalys Working Paper 2011:32; Rapport 2012:10; Statistik 2014:05; PM 2015:11) har myndigheten fördjupat sig i olika aspekter av riskkapitalförsörjningens utveckling i Sverige, och några av beskrivningarna kan sammanfattas på följande sätt:

- Till följd av den finansiella krisen och en svag konjunktur minskade de totala riskkapitalinvesteringarna (som inkluderar VC och buyout-investeringar) dramatiskt under perioden 2008-2012, men ökade något under år 2013. Det var främst de privata investeringarna som minskade kraftigt medan de statliga riskkapitalinvesteringarna närmast fyrdubblades under perioden. Riskkapitalet tenderade att förflyttas till mindre riskabla utvecklingsfaser. Den största andelen av det investerade kapitalet investerades inom life science (främst i form av återinvesteringar) och IT (främst i form av

nyinvesteringar). Investeringar i clean-tech uppvisade samma utveckling som marknaden i övrigt, men innefattar några specifika karaktäristika, såsom att: avkastningen inte var högre än inom andra branscher, clean-tech var i större utsträckning än många andra områden beroende av politikens inriktning, och associeras med kapitalintensiva och långsiktiga investeringar som ofta är kostsamma att skala upp – allt bidrar till att clean-tech blir mindre attraktivt för privata investerare. (Tillväxtanalys 2012:10; 2014:05)

#### 4.2.2 Statens offentliga utredningar (SOU)

De små och medelstora företagens kapitalförsörjning har varit föremål för en rad statliga utredningar genom årens lopp, och under senare år har statens kapitalförsörjning varit föremål för två utredningar: SOU 2008:121 (Innovationer och företagande – Sverige framtid), och SOU 2015:64 (En fondstruktur för innovation och tillväxt). Utgångspunkten för utredningarna är en problembeskrivning där man identifierar behovet av nya och växande företag, samtidigt som banker och andra privata finansiella aktörer tenderar att investera i allt senare utvecklingskedan. Det ökande finansiella gapet gör det enligt utredningarna motiverat med statliga interventioner för att främja de små och medelstora företagens kapitalförsörjning.

Båda utredningarna utgår i huvudsak från studier och beskrivningar som gjorts i tidigare rapporter. Från dessa beskrivningar är det ett antal förhållanden som lyfts fram i utredningarna:

- I SOU 2008:121 läggs stor vikt vid de nya och små företagens behov av kapital – dessa beskrivningar är gjorda före finanskrisen 2007/08. I utredningen konstateras att majoriteten av nya företag finansieras via egna resurser, följt av banklån. I de fall entreprenören attraherar externt ägarkapital så är det främst släkt och vänner som åsyftas. Det är också få entreprenörer som upplever att de har svårt att finansiera sin verksamhet – det rör sig om 10–20 procent av företagen (beroende på studie) – och de entreprenörer som upplever det svårast att erhålla externt kapital är lågutbildade, unga, kvinnor och entreprenörer med utländsk bakgrund. Det framgår också att det föreligger regionala skillnader i kapitalförsörjningen, där entreprenörer i glesbygd upplever brist på såväl låne- som ägarkapital. Orsaken till detta är främst en låg värdering av fast egendom i glesbygden som begränsar företagarnas möjligheter att lämna säkerheter vid banklån och kraven på personlig borgen ökar.
- I SOU 2015:64 konstaterar man att Sverige i ett internationellt perspektiv har en god försörjning av företagsfinansiering och en god tillgång på kapital. Emellertid behövs ett förstärkt finansieringsstöd i mycket tidiga faser i form av bidrag, lån och ägarkapital, finansieringsinsatser i kapitalintervallet 5–50 miljoner SEK, samt åtgärder för att förbättra tillgången till lånekapital till små och medelstora företag.

#### 4.2.3 Rapporter från intresseorganisationer

En rad intresseorganisationer har under senare år engagerat sig i debatten kring statens roll i företagens kapitalförsörjning. Bland dessa hör Svenskt Näringsliv som presenterat flera utredningar och förslag i ämnet. Svenskt Näringsliv (2011, se även Timbro, 2014) fokuserar på stödet till innovativa företag och entreprenörer, och den beskrivning som görs av situationen i Sverige kan sammanfattas på följande sätt: det finns en problematik med att ställa avkastningskrav på statliga fonder eftersom detta driver investeringarna mot senare faser och gör att fonderna misslyckas med att finansiera tidiga utvecklingsfaser –

denna trend mot investeringar i senare faser har ökat över tiden och riskerar att skapa utträngningseffekter. Det är egentligen enbart Innovationsbron och Almis Innovationslån som fokuserar på FoU-intensiva företag i tidiga faser, medan övriga statliga interventioner i många fall kan betraktas som förtäckta industri- och regionalstöd. Det är svårt att visa att statliga bidrag ger någon additionalitetseffekt och bidragen riskerar att locka lycksökare och ”ansökningsexperter”.

I Svenskt Näringsliv (2012) uppmärksammas det faktum att externt kapital ofta spelar en relativt liten roll för kapitalförsörjningen i små och nystartade företag, och i rapporten belyses den roll som entreprenörens och företagens egna kapital spelar för företagens utveckling – bristen på eget kapital från entreprenören kan därför utgöra ett hinder för etableringen av nya företag och hindra tillväxten i företagen. Rapporten baseras på en empirisk studie som visar att den överlägset viktigaste finansieringskällan i nystartade företag utgörs av entreprenörens egna kapital, följt av banklån, medan övriga finansieringskällor, inklusive, lån från familj, vänner och bekanta, inte förefaller vara särskilt viktiga i nystartade företag. I växande företag förefaller vinster från företaget utgöra den viktigaste finansieringskällan, följt av banklån och personligt sparande. Den slutsats som görs av dessa beskrivningar är att förmögenhetsbildningen i Sverige utgör en väsentlig ingrediens för att skapa goda förutsättningar för nya och växande företag. Det som kännetecknar den svenska förmögenhetsbildningen är att den ligger i paritet med de rikaste industriländerna, men i en internationell jämförelse är förmögenhetsfördelningen i Sverige mycket ojämn, med en kraftig förmögenhetsansamling i toppen av fördelningen. Det innebär att det är en mycket begränsad krets av människor i Sverige som har möjlighet att satsa eget kapital i en start av ett företag eller i tillväxten av ett befintligt företag. Samtidigt kan förväntas att den sneda förmögenhetsfördelningen skulle skapa goda förutsättningar för att stimulera en ökning av antalet affärsänglar och riskkapitalister i samhället.

Slutligen tar Svenskt Näringsliv (2013) utgångspunkt i den ekonomisk-politiska debatten där bristen på kapital (utbudet av kapital) framstår som ett väsentligt hinder för såväl nya som växande företag, samtidigt som forskningen visar att efterfrågan på externt kapital oftast inte är särskilt stort i nya och små företag. Den empiriska studien i rapporten verifierar detta. Hela 90 procent av företagarna i studien uppger att oberoende och kontroll utgör viktiga motiv till företagandet samt att personliga medel och internt genererade medel utgör de viktigaste kapitalkällorna i företagen, medan nya externa delägare är viktiga för att finansiera en potentiell tillväxt i företagen. I rapporten talas om ”kapitalbristens paradox” – det föreligger en god tillgång på externt riskkapital, samtidigt som företagarna avstår tillväxtmöjligheter på grund av bristen på internt genererade medel och egna medel.

Även Företagarna (2015) har engagerat sig i kapitalförsörjningsdebatten och genomfört en empirisk studie bland sina medlemmar. I överensstämmelse med övriga studier så visar Företagarna att ägarens kapital och de internt genererade medlen i företagen utgör den dominerande kapitalkällan i företagen, med banken som en annan viktig finansieringskälla. Däremot upplever en betydligt större andel av företagarna i studien att bristen på extern finansiering utgör ett tillväxthinder, och över hälften av företagarna uppger att det är ganska eller mycket svårt att finansiera såväl investeringar som löpande verksamhet i företagen. Den slutsats som dras i rapporten är att den finansiella krisen 2007/08 har inneburit att det blivit svårare för företagen att finansiera sin verksamhet.

#### 4.2.4 Övriga rapporter

En rad olika organisationer har engagerat sig i diskussionen kring statens kapitalförsörjning till små och medelstora företag, och föreslagit olika åtgärder för att förbättra den finansiella situationen för de nya och små företagen. I det följande ska jag redovisa några av de studier som genomförts av Riksrevisionen (2014), Expertgruppen för Studier i Offentlig ekonomi (ESO), samt Tillväxtverket och Entreprenörskapsforum.

Riksrevisionen har bland annat till uppgift att granska statliga insatser inom olika fackområden, och i skriften Statens insatser för riskkapitalförsörjning – i senaste laget (Riksrevisionen, 2014) gör man en utvärdering av de statliga insatserna inom riskkapitalområdet och ställer frågan: Lever staten upp till de målsättningar som regeringen uttryckt i propositioner och andra skrivelser? Riksrevisionen konstaterar att riktlinjerna inte alltid är helt entydiga. Det föreligger ofta en inneboende målkonflikt i regeringens riktlinjer. Å ena sidan skall avkastningskraven sättas på en låg nivå, men å andra sidan skall det statliga ägarkapitalet verka på lika villkor som privata aktörer, vilket i praktiken leder till marknadsmässiga avkastningsmål i enskilda investeringar och en drift mot mer mogna investeringsfaser där de privata aktörerna är mest aktiva. I utvärderingen av statens insatser konstaterar Riksrevisionen att (1) staten under senare år gjort stora insatser på riskkapitalområdet, uppskattningsvis cirka 10 miljarder SEK (exklusive 6:e AP-fondens investeringar på riskkapitalmarknaden), och sättet att finansiera de statliga aktörerna gör att likviditeten i systemet är mycket stor, (2) det mesta av kapitalet investeras i senare utvecklingsfaser medan en försvinnande liten andel (cirka 0,2 procent av kapitalet) investeras i såddfasen – riskkapitalet styrs inte till de tidiga investeringsfaserna utan allokeras istället till vissa geografiska områden och sektorer, och (3) de statliga insatserna är fragmenterade och svåröverskådliga. Slutsatsen av Riksrevisionens utvärdering är att de statliga riskkapitalinsatserna inte når de övergripande målsättningarna som regeringen uttryckt i propositioner och andra skrifter till Riksdagen.

I ett antal rapporter under senare år har ett större fokus lagts på behovet av kapital i små och medelstora företag (och inte på tillgången). En sådan rapport har presenterats av Anders Bornefalk i en studie till ESO med titeln Kapital på krita? En ESO-rapport om företagandets finansiering (2014), där han diskuterar förändringarna på den finansiella marknaden för nya och små företag under perioden 1998–2010, och fokuserar framförallt på utvecklingen under finanskrisen 2007/08 och den efterföljande lågkonjunkturen. I studien konstaterar Bornefalk att företagen under perioden 1998 till 2010 minskade sin skuldsättningsgrad och andelen som utnyttjade banklån minskade, vilket innebar att den relativa betydelsen av ägarkapital och internt genererade vinstmedel ökade.

I samband med finanskrisen 2007–2009 blev det dessutom svårare för nystartade företag att kvalificera sig för banklån, medan de större företagen gavs möjlighet att öka sin upplåning. Förklaringen till utvecklingen (med mindre andel banklån och mer ägarkapital) är såväl konjunkturell som strukturell. Exempelvis ökade kraven på bankernas kapitaltäckning och dessutom försämrades bankernas förmånsrätter vid konkurser. Finanskrisen innebar även att företagets framtid blev mer osäker med en försiktigare utlåning och högre räntor som följd. Genom skattereformer och en låginflationspolitik under de senaste åren har skuldsättningen i företagen gjorts mindre förmånlig och dessutom har sänkta inkomst- och egendomsskatter gjort det möjligt att bygga upp ett eget sparande för eget och andras företagande, som gör att ägarkapital föredras före lånefinansiering. Bornefalk konstaterar även att de företag som har ambitionen att växa tenderar att ha en lägre lönsamhet och blir därmed beroende av extern finansiering, inte

minst bankfinansiering, dvs. växande företag tenderar således att påverkas av de ökade svårigheterna att få bankfinansiering. I rapporten lyfts även den sneda förmögenhetsfördelningen i Sverige fram som en orsak till att nyföretagandet stagnerat och blivit mindre jämt fördelat. Förmögenhetsfördelningen gör även att det är vissa typer av nya företag som etableras – personer i toppen av förmögenhetsfördelningen tenderar att starta företag för att uppnå olika typer av privata fördelar, såsom frihet och kontroll, men bidrar sällan till det samlade välståndet, sysselsättningen och tillväxten i samhället. Samtidigt kan inte entreprenörer med begränsade förmögenheter driva sina företag på ett effektivt sätt (på grund av finansiella begränsningar) och därmed minskar dessa företags samhällsnytta.

Tillväxtverket har under en följd av år i olika studier följt näringslivets utveckling och företagarnas upplevelser av förutsättningarna för att bedriva verksamhet i Sverige. Utgångspunkten i rapporten *Förutsättningar för konkurrenskraftiga företag: Företagens villkor och verklighet (2014)* är att de svenska företagens konkurrenskraft i ett internationellt perspektiv kan betraktas som god – Sverige befinner sig i ett internationellt toppskikt. Den empiriska studien i rapporten fokuserar på de små och medelstora företagens tillväxt. Studien visar en god tillväxtvilja i företagen, exempelvis vill 70 procent av företagarna växa i termer av omsättning eller antal anställda, med den högsta tillväxtviljan i de större företagen. Tillväxthindren upplevs i huvudsak vara konkurrens från andra företag, tillgång till lämplig arbetskraft och lagar och myndighetsregler, medan tillgången på extern finansiering kommer förhållandevis långt ner i rangordning. Det är främst när det gäller utvecklingen av innovationer och vid internationalisering av företagen som brist på finansiering upplevs vara ett hinder för utvecklingen.

Slutligen har Anna Söderblom och Mikael Samuelsson i en rapport med titeln *Source of Capital for Innovative Startup Firms: An Empirical Study of the Swedish Situation (2014)* studerat de projekt som sökt bidrag från Vinnovas finansieringsprogram Vinn nu – det rör sig således om nya innovativa företag. Resultatet visar att en tredjedel av entreprenörerna inte använder sig av någon form av externa finansiella medel, utan utvecklar sina företag enbart med hjälp av egna medel och internt genererade medel (cirka 40 procent av företagen finansieras helt eller delvis av grundaren). En intressant notering i rapporten är att i förhållande till andra länder tycks svenska innovativa företag i begränsad utsträckning använda kapitaltillskott från familj och vänner, dessutom är bankfinansiering en tämligen ovanlig finansiering medan offentlig finansiering är mer vanligt förekommande. Få företagare använder affärsänglar och ännu färre använder venture capital-investerare som finansiärer. I förhållande till flera andra rapporter är det intressant att notera att Söderblom och Samuelssons studie pekar på en relativt god tillgång till kapital i företagens tidiga utvecklingsfaser – främst baseras det tidiga kapitalet på grundarens egna medel och offentlig finansiering. Däremot förefaller det finnas en brist på kapital i något senare faser och inte minst i expansionsfasen – faser som präglas av att det är ett större antal olika finansieringskällor som finansierar mindre andelar av företaget. Dessutom ökar andelen företag i dessa faser som inte tar in något externt kapital utan förlitar sig helt på internt genererade medel och olika former av *bootstrapping* finansiering. De investerade medlen är oftast relativt små – i tidiga utvecklingsskeden är den genomsnittliga investeringen 500 000 SEK (dock med stor variation mellan företagen), i start-up fasen ökar investeringarna till cirka 1,2 miljon SEK, medan expansionen av företagen präglas av en minskning av investeringarnas storlek. Slutsatsen som Söderblom och Samuelsson gör är att innovationsbaserade företag förefaller underfinansierade i senare utvecklingsfaser. Författarna menar också att många entreprenörer inte är förberedda för en extern finansiering och inte heller har tillräckliga kunskaper om alternativa finansieringslösningar

– entreprenörerna måste bli bättre förberedda för extern finansiering och finansiärerna behöver bli bättre på att kommunicera vilka finansieringsalternativ som föreligger.

#### 4.2.5 Sammanfattning – den finansiella kontexten

Hur ser den finansiella situationen ut för nya och små företag i Sverige? Den generella bild som framkommer i studierna är att situationen för de nya och små företagens kapitalförsörjning är relativt god i Sverige. Dels är efterfrågan från företagen relativt begränsad – i huvudsak finansieras verksamheten via egna medel och bankfinansiering, dels finns mycket externt kapital tillgängligt på marknaden i form av en riskkapitalmarknad (VC och affärsänglar), som byggts upp under relativt lång tid samt utvecklade instrument för statlig kapitalförsörjning. En sammanfattning av de beskrivningar av den svenska kontexten som görs i de olika rapporterna återfinns i tabell 2.

Tabell 2 Den svenska finansiella kontexten – några empiriska beskrivningar

Tillväxtanalys	SOU	Intresseorganisationer	Övriga rapporter
- Riskkapitalinvesteringarna i Sverige har varierat över tiden. Efter en nedgång under perioden 2008-2012, till följd av den finansiella krisen och en svag konjunktur, har riskkapitalinvesteringarna återigen ökat (sedan 2013).	- Sverige har en god kapitalförsörjning, men ett finansiellt gap kan identifieras i tidiga utvecklingsfaser. - Majoriteten av nya företag finansieras med egna resurser, följt av bankfinansiering. - Få entreprenörer upplever svårigheter att finansiera sin verksamhet men andelen ökar i vissa företagargrupper och i vissa regioner.	- Entreprenörens egna kapital, följt av bankfinansiering utgör de viktigaste kapitalkällorna för nystartade företag, medan familj, vänner och bekanta spelar en mindre roll. - I växande företag utgör internt genererade medel den viktigaste kapitalkällan, följt av bankfinansiering och personligt sparande. - Entreprenörer söker oberoende och kontroll, vilket gör att man undviker externt kapital. - Förmögenhetsbildningen i Sverige ligger på en hög internationell nivå, men är ojämnt fördelad, vilket gör att enbart vissa individer kan satsa eget kapital i företagande.	- Staten har under senare år gjort stora insatser på riskkapitalområdet, men det mesta av kapitalet har investerats i senare utvecklingsfaser. - Finansieringen utgör inte de huvudsakliga tillväxthindren i svenska små och medelstora företag. Dock upplevs finansieringen vara ett hinder vid utveckling av innovationer och vid internationalisering. - Egna medel och internt genererade medel är de viktigaste finansieringskällorna i innovativa företag. Familj och vänner spelar en mindre roll. - Det föreligger relativt gott om kapital i tidiga utvecklingskedan i innovativa företag, medan företagen tenderar att vara underfinansierade i senare utvecklingsfaser.

#### 4.3 Förslag på statliga interventioner i tidigare rapporter

Tidigare rapporter har naturligtvis inte enbart beskrivit den finansiella situationen för nya och små företag i Sverige, utan framförallt föreslagit en rad åtgärder som man uppfattar som förbättringar av den befintliga kapitalförsörjningen i Sverige. De förslag som presenterats i olika rapporter kan indelas i (1) åtgärder som har till syfte att förbättra den generella kontexten för kapitalförsörjningen, (2) åtgärder inriktade på att förbättra det svenska skattesystemet, (3) åtgärder som har till avsikt att påverka den statliga finansiella

strukturen, samt (4) åtgärder med syfte att stimulera kapitalförsörjningen från privata aktörer.

#### 4.3.1 Indirekta och kontextpåverkande förslag

I rapporterna från Tillväxtanalys framhålls tydligt behovet av mer indirekta och kontextpåverkande åtgärder. Exempelvis argumenterar man i Tillväxtanalys 2011:05 för behovet av att vrida de statliga insatserna från korta, direkta policyåtgärder till mer indirekta, långsiktiga och systempåverkande riskkapitalstrategier i form av incitamentsstrukturer och regelförändringar. Men den långsiktiga utmaningen utgörs även av att bygga upp och vidmakthålla en institutionell struktur som är både stabil och långsiktig, och som stimulerar lärande och innovation. I Tillväxtanalys 2012:10 menar författarna även att olika former av selektiva offentliga interventioner till och med kan vara hämmande om det innebär svårigheter att förutse den framtida avkastningen, dvs. i situationer då aktörerna inte vet om stödet och reglerna finns kvar över de politiska mandatperioderna. Dessutom tenderar venture capital-aktörer att föredra generella insatser, snarare än selektiva interventioner.

Tillväxtanalys (2010:01) lyfter även fram den regionala kontexten och menar att den finansiella problematiken för nya och små företag kan förstås utifrån den regionala marknadens karaktär i termer av 'tunna' respektive 'tjocka' marknader. Detta innebär att det är viktigt att se insatserna i sin kontext – att förstärka de regionala förutsättningarna för kapitalförsörjningen. Den regionala kontexten har inte enbart förts fram av Tillväxtanalys, utan även av Ingenjörsvetenskapsakademien (IVA) i sin rapport Innovation för tillväxt (2011). IVA presenterade förslag på stöd till regionala inkubatorsystem som kan attrahera privat kapital och kompetens, och till detta kopplas även statliga investeringsfonder som engagerar sig tillsammans med privata VC-fonder, dvs. privat och institutionellt kapital ska matchas.

#### 4.3.2 Skatteincitament

Eftersom grundarnas egna kapitaltillskott är en viktig finansieringskälla i nya och små företag, bör, enligt Söderblom och Samuelsson (2014), initiativ som underlättar för privatpersoner att investera i företag stimuleras. En rad sådana förslag på förändringar av skattesystemet i syfte att förbättra såväl individens finansiella möjligheter att starta företag och företagens möjligheter att generera vinster, som stimulanser för att få privata aktörer att investera i nya och små företag har presenterats. Exempelvis uppmärksammar Svenskt Näringsliv (2013) entreprenörens ägande för starten och tillväxten av företag, och presenterar ett antal förslag som ska underlätta privat sparande och förmögenhetsbildning, och därmed göra det möjligt för enskilda individer att skapa ägarkapital till start och tillväxt av företag, såsom:

- En sänkning av den statliga inkomstskatten.
- Användning av individens pensionskapital som insats vid företagsstart.
- Permanent investeringsavdrag för privatpersoner som satsar i mindre onoterade aktiebolag.
- Förändring av beskattningen av olika kapitalformer i syfte att göra beskattningen mer likformig, exempelvis genom att sänka bolagsskatten och kapitalinkomst beskattningen, samt att finansiera detta genom att begränsa avdragsrätten för räntor i företagssektorn.

På motsvarande sätt lyfter Bornefalk (2014) fram förbättrade möjligheter för fler personer att bygga upp ett eget sparande och en förmögenhet som kan användas vid starten av ett nytt företag, en förstärkt företagsobligationsmarknad för större företag som skulle kunna öka låneutrymmet i bankerna för de nya och små företagen, bättre villkor för personaloptioner i syfte att attrahera arbetskraft i innovativa företag utan att behöva öka finansieringsbehovet för att betala ökade löner i företaget. Även Företagarna (2015) menar att skatteinstrumentet kan vara en framgångsrik väg. Företagarna pekar på ett behov av att sänka skatten på personaloptioner för att möjliggöra för småföretag att använda optioner för att låta personalen få del av företagets värdeutveckling.

Affärsänglars betydelse för finansieringen av nya och små företag har uppmärksammats i flera rapporter, och flera förslag är inriktade på att stimulera denna marknad med hjälp av olika skatteincitament. Exempelvis lägger IVA (2011) fram ett antal konkreta förslag, såsom:

- Avdragsmöjligheter i form av ett riskkapitalavdrag, och ett riskkapitalkonto som ger möjlighet att skjuta upp beskattningen av kapitalvinster för privatpersoner, samt möjligheter att göra avdrag för FoU.
- Regelförändringar så att den som investerar tid och kompetens i ett företag (och inte bara kapital) inte missgynnas.

### 4.3.3 Den statliga finansiella strukturen för kapitalförsörjning

Inte helt oväntat lägger utredarna i de statliga utredningarna (SOU 2008:121 och SOU 2015:64) stor vikt vid den statliga strukturen för kapitalförsörjningen till nya och små företag. I SOU 2008:121 fokuserar utredaren på en konsolidering av strukturen, och Almi får därmed ett nationellt ansvar och blir en central aktör i finansieringen av nya och små företag. En rad förslag fokuserar därmed på Almis framtida organisation, och Almi får en viktig roll i samarbetet med privata aktörer och utvecklingen av nätverk för affärsänglar och inkubatorer. I utredningen föreslås även satsningar på regionala innovationskontor i syfte att stödja nya FoU-företag relaterade till universitet och högskolor.

I Riksrevisionens rapport (2014) föreslås dels att den statliga kapitalförsörjningen blir tydligare med avseende på systemets målsättningar och formerna för kapitalförsörjningen, exempelvis genom att se över antalet statliga riskkapitalaktörer och ge en ökad tydlighet i aktörernas inbördes roller. Vidare föreslås en ökning av statens investeringar i tidiga utvecklingsfaser genom att i ökad utsträckning saminvestera med eller investera i privata fonder. I detta sammanhang måste statens villkor anpassas till förmån för de privata aktörernas målsättningar så att de privata aktörerna blir villiga att ta en högre risk. Ett liknande argument framför Söderblom och Samuelsson (2014) som menar att antalet statliga institutioner, program och initiativ som tillhandahåller kapital måste ses över och i viss mån konsolideras till färre aktörer

Även flera intresseorganisationer har poängterat behovet av en ökad tillgång till riskkapital i tidiga skeden från aktörer som har förmågan att bidra med såväl finansiella medel som erfarenheter, kunskaper och nätverk (IVA, 2011). Företagarna (2015) poängterar behovet av att de statliga finansieringsinsatserna i större utsträckning fokuserar på såddfasen och de förslår att en utökad lånefinansiering genom exempelvis innovationslån skulle kunna vara en framkomlig väg. Även Svenskt Näringsliv (2011) diskuterar den statliga finansieringen av innovativa företag och entreprenörskap, och utredningen presenterar följande förslag:

- Staten bör prioritera matchande finansiering med privata aktörer.



- De flesta statliga interventioner är inriktade på finansiella stöd, medan fler åtgärder bör inriktas på att förbättra villkoren för entreprenörskap och innovation.
- Det krävs en förbättrad samordning av de statliga interventionerna.

#### 4.3.4 Öka kapitalförsörjningen från privata aktörer

Tillväxtanalys har i en rad rapporter lyft fram betydelsen av affärsänglar och saminvesteringsfonder som policyområde. Interventioner för att stimulera denna marknad tar tid och kräver olika former av insatser – från att öka kunskapen om affärsänglarnas funktion i ekonomin, till att öka affärsänglars och entreprenörers kompetens, samt att stimulera potentiella affärsänglar och att förbättra deras exitmöjligheter.

Det är också intressant att konstatera att bankernas roll i kapitalförsörjningen till nya och små företag lyfts fram i flera rapporter. Exempelvis fokuserar Företagarna (2015) på bankernas roll och menar att bankerna öppet bör redovisa sina riskvikter för olika kundsegment, att bankernas företagskrediter skall uppmärksammas och redovisas i förhållande till bankernas vinster, och att regelsystemet ska underlätta för utmanare till storbankerna att etablera sig och därmed skapa bättre konkurrens på bankmarknaden. Även Bornefalk (2014) argumenterar för att i större utsträckning stimulera bankfinansiering genom minskade etablerings- och expansionshinder för nya och mindre banker i Sverige. Det är framförallt de mindre bankerna som riktar en större del av sin utlåning till nya och små företag. Idag går utvecklingen i fel riktning. De nya finansiella regelverken gör det svårt för nya och små banker medan de stora bankerna förstärks.

#### 4.3.5 Sammanfattning – de finansiella lösningarna

Vi kan konstatera att förslag på förbättringar av den statliga kapitalförsörjningen till nya och små företag inte saknas – förslagen är många och av varierande karaktär. Förmodligen skulle ett genomförande av de olika förslagen på olika sätt innebära en förstärkning av kapitalförsörjningen till nya och små företag. Ett gemensamt drag i rapporterna är att även om kapitalbehovet i företagen och företagarnas syn på finansieringen diskuteras i rapporterna, så söker man oftast lösningarna i utbudet av kapital, exempelvis i form av (1) skatteincitament för att stimulera utbudet av kapital, (2) förändringar av den statliga finansiella strukturen för att effektivisera kapitaltillförseln, (3) olika stimulanser för privata riskkapitalaktörer för att öka investeringarna i nya och små företag, samt (4) förstärkt konkurrens på bankmarknaden. Kapitaltillförseln till nya och små företag har såväl en utbudssida som en efterfrågesida, och ett större fokus borde sättas på företagen och entreprenörerna i företagen vid utformningen av förslagen. De förslag som presenterats i olika rapporter kan sammanfattas i tabell 3. I tabellen har jag indelat åtgärderna i direkta åtgärder, dvs. som fokuserar på specifika åtgärder och aktörer, samt indirekta åtgärder som fokuserar på mer systempåverkande insatser.

Tabell 3 Förslag på förbättringar av kapitaltillförseln till nya och små företag

	<b>SOU</b>	<b>Intresseorganisationer</b>	<b>Övriga studier</b>
Åtgärdernas fokus	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Statlig finansiell struktur.</li> <li>- VC-fonder.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Skattesystem.</li> <li>- VC-fonder och affärsänglar.</li> <li>- Konkurrensen på bankmarknaden.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Statlig finansiell struktur.</li> <li>- Skattesystem.</li> <li>- VC-fonder och affärsänglar.</li> <li>- Konkurrensen på bankmarknaden.</li> </ul>
Direkta åtgärder	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Inrättandet av en ny statlig fond.</li> <li>- Statligt garantisystem.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Regionala inkubatorsystem.</li> <li>- Statliga saminvesteringsfonder.</li> <li>- Stimulera nya finansieringslösningar.</li> </ul>	
Indirekta åtgärder	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Konsolidering av strukturen, Almis roll och organisation.</li> <li>- Regionala innovationskontor.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Skattesystem (inkomstskatt och bolagsskatt) som underlättar privat sparande och förmögenhetsbildning.</li> <li>- Användning av pensionskapital och sänkning av skatten på personaloptioner.</li> <li>- Skattesystem som stimulerar privata investerare (t.ex. affärsänglar).</li> <li>- Förbättra effektiviteten på bankmarknaden och underlätta en ökad konkurrens på marknaden.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Färre statliga aktörer och ett effektivare system.</li> <li>- Skattesystem för eget sparande, förmögenhetsbildning och företagens möjligheter att generera vinst.</li> <li>- Förbättra villkoren för personaloptioner.</li> <li>- Underlätta för privatpersoner att investera i företag.</li> <li>- Minskade etablerings- och expansionshinder för nya och mindre banker.</li> </ul>

#### 4.4 Kommentarer till den nya statliga kapitalförsörjningsstrukturen

I Sverige finns redan i dag ett stort utbud av riskkapital för nya och små företag – en del fonder är dessutom överlikvida – samtidigt tycks det föreligga en förhållandevis begränsad efterfrågan på externt kapital bland företagen. Trots detta har staten valt att ytterligare öka utbudet av offentligt kapital till de nya och små företagen i form av riskkapital från ett nytt nationellt utvecklingsbolag samt via tre olika VC-satsningar med delfinansiering från EU:s strukturfonder.

I förhållande till den mängd VC som redan finns, och som kommer att finnas på den svenska marknaden under de närmaste åren, kan man ifrågasätta om det finns tillräckligt med attraktiva företag för att kunna attrahera kapitalet. Det är inte heller alla företag som har den profil som passar för VC-investeringar, utan andra finansieringsformer skulle utgöra en bättre finansieringslösning. Venture capital-aktörer är mycket selektiva investerare som enbart satsar i företag som har extremt god tillväxtpotential. Det finns en risk att vi inte har tillräckligt många attraktiva företag i Sverige med den tillväxtpotential och de extremt höga avkastningskrav som krävs för att attrahera den stora mängd VC som finns på marknaden. Exempelvis genererar det amerikanska företagandet mellan 600–800 företag som lyckas attrahera VC varje år (genererat utifrån cirka 29 miljoner företag i USA). Översätts dessa förutsättningar till svenska förhållanden med cirka en miljon företag, innebär detta att det skulle finnas cirka 25–30 företag i Sverige på årsbasis som

skulle vara tillräckligt intressanta för att attrahera en VC-investering. Om vi antar att en tiondel av dessa företag förväntas generera en exceptionell tillväxt, så skulle VC-investeringarna förväntas generera två-tre USA-liknande företag per år eller 20–30 företag över ett decennium, dvs. betydligt fler än vad som någonsin skapats över en tioårsperiod i Sverige. Detta ställer dock krav på en utveckling av det svenska företagandet, vilket jag återkommer till nedan.

Om nu VC är lösningen, så är det framförallt kapital i tidiga faser som behövs. Erfarenheterna från tidigare statliga interventioner (se kapitel 4.2) har emellertid gått i motsatt riktning – de statliga VC-aktörerna har i allt större utsträckning investerat i senare faser. Mot denna bakgrund kan förmodligen den föreslagna framtida strukturen i Sverige med ett antal underfonder ifrågasättas. Dessa fonder riskerar att bli alldeles för små med avseende på det förvaltade kapitalet, med en ineffektiv förvaltning, och inte minst med risk för en förskjutning av investeringarna till senare faser i företagets utveckling, samt en känslighet för misslyckade investeringar. Dessutom fortsätter staten att tro på möjligheten att på ett tidigt stadium kunna selektera ut de företag som i framtiden blir tillväxtföretag. Även om staten tar hjälp av privata aktörer i denna selektionsprocess, via olika former av saminvesteringsfonder och fond-i-fond lösningar, har detta angreppssätt visat sig problematiskt – även privata aktörer har svårt att identifiera framtidens vinnare, och detta gäller inte minst bland riskkapitalaktörer utanför den amerikanska VC-marknaden.

Slutsatsen är att staten istället borde fokusera på större fonder med inriktning på tidiga faser i företagets utveckling, medan de senare utvecklingsfaserna bör kunna finansieras via traditionella privata VC-fonder utan statliga interventioner. Erfarenheterna (Nesta, 2009, se även kapitel 3) visar att VC med ett fokus på tidiga faser måste vara betydligt större än de föreslagna VC-fonderna. Fonderna måste vara tillräckligt stora för att kunna göra uppföljningsinvesteringar, och skapa möjligheter till att diversifiera sin portfölj och sprida de höga fasta kostnaderna. Offentligt stödda VC-företag bör dock inte strikt fokusera på tidiga utvecklingsskedan utan ha möjlighet att följa med företagen under en längre tid och därmed säkra en långsiktig finansiering av företaget. VC-företag bör således fokusera på att förbättra flödet av multipla finansieringsrundor – från start av företaget till en eventuell IPO. Ett VC-företag måste även ta hänsyn till flödet av attraktiva investeringsmöjligheter, och olika begränsningar i VC-företagets urvalsprocess, exempelvis med avseende på region, minskar naturligtvis också investeringsflödet högst betänkligt.

#### **4.5 Vad kan vi lära av detta kapitel?**

De rapporter som skrivits med fokus på den statliga kapitalförsörjningen till nya och små företag ger en rik bild av finansieringssituationen i företagen. Även om rapporterna ger en varierande bild av situationen så är beskrivningarna ändå förhållandevis entydiga. Nedan skall jag sammanfatta några av de lärdomar som kan dras utifrån beskrivningarna av de nya och små företagens finansieringssituation i Sverige.

- I en internationell jämförelse står sig Sverige mycket bra när det gäller företagets finansiering och tillgång på kapital. Kapitalförsörjningen i de nya och små företagen tycks inte utgöra något stort problem! Det finns ett omfattande utbud av kapital på marknaden. Tillgången till bankfinansiering förefaller dessutom vara relativt god. Efter finanskrisen fanns stora svårigheter för de nya och små företagen att attrahera bankfinansiering, men de svenska bankerna har idag en hög kapitalisering och har haft en hög utlåningstillväxt under senare år. Sverige har en lång tradition med VC (med

start redan på 1980-talet), och en stor sektor av privata investerare (VC och affärsänglar) i relation till ekonomins storlek. VC-marknaden har delvis återhämtat sig – de svenska privata VC-företagen har blivit färre men större – och Sverige ligger i topp för både året 2014 och perioden 2010–2014 när det gäller VC-investeringar i Europa i förhållande till BNP (EVCA, 2015). Privatpersoners förmögenhetsbildning står sig dessutom bra i en internationell jämförelse även om fördelningen är sned. Under många år har dessutom staten intervenerat på marknaden och byggt upp en omfattande struktur av olika aktörer som på olika sätt tillhandahåller kapital till de nya och små företagen, inte minst i form av statligt riskkapital, och dessa aktörer förefaller i många fall vara överlikvida.

- Behovet av externt kapital från företagets sida förefaller däremot vara måttligt. Det är få företagare som upplever finansieringen som något stort problem, och det kapitalbehov som efterfrågas i olika faser av företagets utveckling är relativt begränsat. Om kapital saknas så är det främst i tidiga faser i företagets utveckling. Det befintliga kapitalet, privat såväl som offentligt, har alltmer investerats i senare utvecklingsfaser och skapat ett gap i tidiga faser. Om kapital behövs i företagen söker entreprenören ofta främst egna medel och internt generade medel i företaget. Intressant är även att notera bankernas betydelse för företagets utveckling – både i starten och den fortsatta utvecklingen av företagen

Den reflektion som jag gör efter att ha läst rapporterna, är att de förslag som presenterats inte alltid förefaller vara särskilt relaterade till de behov och förutsättningar som beskrivs i rapporterna – den statliga finansiella strukturen, en del av skattelättnaderna, och ett ökat VC (i form av saminvesteringsfonder) förefaller vara lösningen i många rapporter. Det är viktigt att i det fortsatta arbetet utgå från den kunskap som finns om kontexten och förutsättningarna för de nya och små företagens finansiering. Dessutom sker finansieringen av företag oftast lokalt eller regionalt, vilket gör att den regionala kontexten får en avgörande betydelse. Min utgångspunkt är att vi istället bör tala om ett kompetensproblem snarare än ett kapitalproblem.

I nästa kapital skall jag lägga en grund för detta perspektivskifte – från ett utbuds- till ett efterfrågefokus. Att vända perspektivet från ett investerars- till ett företagarperspektiv och försöka förstå företagarens bevekelsegrunder för de finansiella besluten i företagen. I kapitel 5 presenteras ett antal resonemang kring entreprenörens finansiella beteende och i kapitel 6 förklaras dessa beteenden utifrån ett antal teoretiska utgångspunkter. Detta perspektiv kommer sedan att ligga till grund för de förslag som kommer att presenteras i det sista kapitlet i rapporten.

## 5 Finansiellt beteende – entreprenörens perspektiv

En uppenbar slutsats utifrån tidigare kapitel är att mycket av resonemangen och förslagen fokuserar på kapitalförsörjningens utbudssida – att effektivisera den statliga kapitalförsörjningen till nya och små företag, och öka utbudet av kapital främst via olika former av VC. Utbudet av kapital kan naturligtvis vara en viktig del av lösningen på de problem som (eventuellt) kan identifieras. Även om behovet av kapital och entreprenörens perspektiv beaktats i flera av rapporterna (se kapitel 4) så saknas en mer ingående diskussion kring entreprenörens förutsättningar och bevekelsegrunder, men även dess konsekvenser för de förslag som läggs. Utan en sådan förståelse för entreprenörens bevekelsegrunder och finansiella beslutsfattande är det svårt att utforma adekvata finansiella interventioner. I de två kommande kapitlen ska jag försöka röna bot på denna brist genom att byta perspektiv. Företagarna i nya och små företag har oftast speciella preferenser och behov av kapital som i sig kan begränsa företagets möjligheter till framgång (Kotey, 1999), och i praktiken kan utbudet och efterfrågan på kapital oftast betraktas som ömsesidigt beroende. Villkoren för utbudet av kapital påverkar efterfrågan på kapital liksom entreprenörernas preferenser för speciella former av kapital kan påverka utbudet av kapital.

I detta kapitel skall jag således ta det första steget i denna perspektivväxling. Detta innebär också att jag breddar diskussionen från ett fokus på kapitalfrågor till resursfrågor. I nya och små företag kan inte kapitalfrågorna isoleras från resonemanget om resurser eftersom olika resurser kompletterar och kompenserar varandra på olika sätt. Exempelvis kan sociala resurser (personliga nätverk) kompensera för behovet av kapital, och personliga resurser (t.ex. kunskaper och erfarenheter) får konsekvenser för de finansiella lösningar som blir möjliga i ett nytt och litet företag. Föreliggande kapital innefattar en diskussion kring orsakerna till varför resursproblem uppstår och de antaganden som ligger bakom företagarnas kapitalanskaffning, men även den heterogenitet som finns i populationen av nya och små företag och därmed den stora variation som finns i resursbehovet.

### 5.1 Resursproblem i nya och små företag

Varför uppstår resursproblem i nya och små företag? I detta avsnitt skall jag lyfta fram ett antal kännetecken för nya och små företag som gör att resursproblem uppstår och att de blir särskilt problematiska i dessa företag. Jag skall också peka på ett antagande som oftast görs när det gäller etableringen och utvecklingen av nya och små företag, nämligen att det krävs stora mängder kapital för att framgångsrikt driva ett företag.

#### 5.1.1 Nackdelar med att vara ung och liten

Ett grundläggande problem vid starten av ett nytt företag är bristen på resurser (Hitt m.fl., 2001; Wiklund och Shepherd, 2005) och en uppfattning har länge varit att företagare upplever stora problem att skaffa de resurser som behövs för att starta och utveckla sina företag. Dessa argument har naturligtvis förstärkts vid tidpunkter då det varit svårt att få kapital och bankerna varit restriktiva i sin utlåning till nya och små företag. I allmänhet kan vi också anta att företagare i nya och små företag upplever andra problem med att skaffa resurser än vad företagsledare i större och etablerade företag gör. Arthur Stinchcombe myntade redan på 1960-talet begreppet *liabilities of newness* (1965) för att

beskriva resursproblematiken i nya företag. Cirka 20 år senare utvecklade Aldrich och Auster (1986) resonemangen kring den resursproblematik som företagare upplever, inte specifikt för att företaget är nytt, men för att företaget är litet – *liabilities of smallness*.

Stinchome (1965) menade att entreprenörer i nya företag upplever såväl externa som interna barriärer vid starten av nya företag. Externa resurser är ofta begränsade och detta gäller inte minst de finansiella resurserna som innebär att företagaren har svårt att attrahera såväl bankfinansiering som olika former av riskkapital (Holtz-Eakin m.fl. 1994; Cassar, 2004). I de flesta studier som genomförts har dessa svårigheter formulerats i termer av ett asymmetriskt informationsproblem och en brist på legitimitet som gör det svårt för entreprenörer i nya företag att övertyga olika externa aktörer att göra affärer med dem (Nagy och Lohrke, 2010). Det beror på att nya företag saknar en finansiell historia, saknar säkerheter och kännetecknas av en stor risk för misslyckande, vilket gör det svårt för företaget att få externa resurser.

Men även om företagaren lyckas attrahera externa resurser, finns oftast en intern ineffektivitet i nya företag som gör att de är missgynnade jämfört med större etablerade företag. Exempelvis saknar entreprenören i många fall kunskaper om och erfarenheter av att leda ett företag på ett effektivt sätt, dvs. att hantera sina resurser, och nya företag saknar oftast etablerade organisatoriska rutiner och system. Konsekvensen blir att entreprenörer tenderar att hantera sina resurser på många olika sätt – vissa entreprenörer lyckas hantera resurserna på ett effektivt sätt, andra inte – variationen i utfallen blir alltså väldigt stor (Zott, 2003; Sirmon m.fl., 2007). Många entreprenörer kommer således att uppleva såväl externa som interna barriärer vid starten av ett nytt företag.

Till detta ska läggas att många företagare upplever problem inte bara för att de driver nya företag utan även på grund av att företagen är små – de utsätts således för *liabilities of smallness* (Aldrich och Auster, 1986). Ungdomlighet är oftast förknippad med litenhet – nya företag är ofta små – men det behöver inte alltid vara så, exempelvis när stora företag startar upp nya verksamheter eller när nya företag får betydande uppbackning från ett VC-företag eller andra finansiärer.

Småskaligheten kan få avsevärda problem för företagens överlevnad av flera skäl. Ett skäl kan vara begränsningarna i möjligheterna att anskaffa externt kapital. Externt kapital har ett pris i form av höga räntekostnader och avkastningskrav, och det kan bli nödvändigt för företagaren att ge upp en del av sitt ägande. Detta är krav som inte alla småföretagare är beredda att acceptera. Den administrativa bördan att hantera olika regler och skatter blir också relativt sett större i små företag än i stora företag, som många gånger har experter och administrativa system som på ett mer effektivt sätt kan hantera dessa regler. Små företag tenderar även att uppleva nackdelar jämfört med stora företag att attrahera kvalificerade medarbetare till företaget. Slutsatsen är således att större företag i flera avseenden har stora fördelar jämfört med små företag.

### 5.1.2 Antagandet om det stora kapitalbehovet

När vi talar om resurser i nya och små företag är det ofta de finansiella resurserna som kommer i fokus. Många studier har lyft fram betydelsen av finansiering vid starten och utvecklingen av nya företag (Cooper m.fl., 1994; Cassar 2004), och i såväl forskningen som policydiskussionen poängteras oftast behovet av mycket stora mängder riskkapital från venture capital-investerare och affärsänglar. Dessa studier har därför oftast lyft fram betydelsen av en dynamisk VC- och aktiemarknad för nyföretagandet och tillväxten – inte minst i innovativa branscher – och detta har ytterligare förstärkts av det faktum att ett antal

välkända företag har fått riskkapital tidigt i företagets utveckling. Antagandet om ”det stora kapitalbehovet” i nya och små företag har därmed förstärkts och är grundläggande i såväl finansiell teori som praktik.

Amar Bhidé presenterade emellertid en studie år 2000 med titeln *The Origin and Evolution of New Business* där han började ifrågasätta detta antagande. I studien visade Bhidé att de företag som var listade på Inc500-listan i USA, alltså de mest snabbväxande företagen i USA, oftast hade startats med väldigt lite kapital. Exempelvis startades 16 procent av företagen på listan med mindre än 1 000 USD, och 58 procent med mindre än 20 000 USD. Vi bör dock beakta att de företag som fanns på Inc500-listan vid tidpunkten för Bhidé’s studie i huvudsak var olika IT-baserade företag som förmodligen inte krävde mycket initialt kapital – vilket kanske också pekar på att företagsstrukturen i ekonomin förändras över tid. Vi bör också beakta att nya företag som startats i större skala tenderar att uppvisa en högre överlevnadsgrad, och företagets storlek har även betydelse för företagets förmåga att attrahera bankfinansiering (Cassar, 2004).

Slutsatsen är således att riskkapitalet ofta kommer i fokus när vi talar om resurser och finansieringen av nya och små företag. Detta återspeglas i såväl vår forskning som policydiskussionen i Sverige och utomlands. Det är dock viktigt att betona att det är väldigt få nya och små företag som behöver stora mängder kapital och få företag som verkligen har potential att attrahera denna typ av kapital. För de allra flesta nya och små företag är utan tvekan de viktigaste kapitalkällorna det kapital som entreprenörerna själva kan tillföra samt internt genererade medel.

### 5.1.3 Kapitalbehovet i nya och små företag

De flesta nya och små företag behöver således inte särskilt mycket kapital och det finns en rad skäl till det begränsade kapitalbehovet:

1. De flesta företag som startas utgörs av ”levebrödsföretag” med begränsad tillväxtpotential, och väldigt få kommer att växa på något påtagligt sätt (Storey, 1994). Följaktligen behövs inte särskilt mycket kapital, vare sig för företagets start eller tillväxt.
2. Majoriteten av nya företag i ett modernt samhälle är inte särskilt resurskrävande – de flesta företag startas som IT-tjänster och baseras på internetrelaterade affärsmodeller, eller som hantverkare, restauranger, läkare och tandläkare som startar privata praktiker. Dessa företag kan startas med ganska begränsade finansiella medel och i allmänhet med få anställda (utanför familjegruppen).
3. De senaste decennierna har även uppvisat flera förändringar i sättet att starta nya företag – med implikationer för resursanskaffningen. Exempelvis har kostnaden för att starta ett nytt företag minskat radikalt inom vissa sektorer, såsom Internet, eftersom hårdvaran har blivit betydligt billigare, men även på grund av tillgängligheten till open sources som gör det lättare att få tillgång till en global marknad samt att distributionskostnaderna har blivit betydligt lägre jämfört med för några decennier sedan (Mason, 2009).

Vi kan således konstatera att kapitalbehovet i nya och små företag oftast är begränsat, och de största utmaningarna för en företagare är inte att attrahera externt kapital. Detta stöds också av en rad empiriska studier (Landström och Winborg, 1995; Tillväxtanalys, 2011). Exempelvis visar den internationella *entreprenörskapsstudien Global Entrepreneurship Monitor Report* (GEM Report, 2004) att mer än 60 procent av kapitalet i nya företag härrör från företagarens egna medel, och Berger och Udell (1998) visar liknande resultat, där ägaren står för runt hälften av kapitalet i nystartade företag i USA. Motsvarande siffror

återfinns även i empiriska studier från andra länder (Bozkaya och van Pottelsberghe, 2008), och detta är siffror som även verkar rimliga i den svenska kontexten (Svenskt Näringsliv, 2012; Söderblom och Samuelsson, 2014; Företagarna, 2015).

Förutom företagarnas egna medel förefaller kapital från familj och vänner vara av central betydelse – inte minst i USA – och i flera studier från USA rankas dessa resurser som de näst viktigaste (Campbell och De Nardi, 2009). Däremot är resultaten från europeiska studier motstridande – vissa studier verifierar betydelsen av kapital från familj och vänner, medan andra studier indikerar att familj och vänner har en mer begränsad betydelse för finansieringen i nya och små företag (Bozkaya och van Pottelsberghe, 2008; Ullah m.fl., 2010).

Det är intressant att notera att även bland de företag som har ett stort behov av externt kapital så är det (1) få nya och små företag som är redo för extern finansiering – de är inte investeringsförberedda (Douglas och Shepherd, 2002; Mason och Kwok, 2010), (2) många entreprenörer har en negativ attityd till att ta in externt kapital i företaget (Olofsson och Berggren, 1998), och (3) många entreprenörer har dessutom begränsade kunskaper om de finansiella marknaderna och hur man skall hantera finansiella resurser och aktörer (Landström, 2003).

#### 5.1.4 Bankernas betydelse för finansieringen av nya och små företag

Till skillnad från det stora intresset för riskkapital (VC-aktörer och affärsänglar) som länge visats i såväl forskningen som policydebatten, så har flera studier under senare år snarare poängterat bankernas betydelse för finansieringen av nya och små företag. Bankfinansiering är ofta en förutsättning för att finansiellt klara den dagliga driften av företaget, men naturligtvis även viktigt för ”kapacitetsbyggandet” i företaget. Exempelvis visar Robb och Robinsons studie (2014), baserad på data från USA, att nya företag i hög utsträckning tenderar att förlita sig på bankfinansiering som ett komplement till företagarens egna kapital, och Lemmon m.fl. (2008) indikerar att bankernas betydelse fortsätter även när företaget utvecklas och växer. Dessa resultat återkommer i studier från andra länder. Liknande resultat finns exempelvis i studier från Storbritannien (Cosh m.fl., 2014), och svenska studier pekar också på att nya företag i Sverige i hög utsträckning förlitar sig på bankfinansiering som en viktig extern finansieringskälla (Bornefalk, 2014). Det är också intressant att notera att bankfinansiering även utgör den viktigaste externa finansieringskällan i teknikbaserade företag (Vanacker och Manigart, 2010; Minola och Giorgino, 2011).

Robb och Robinsons studie (2014) indikerar även att den genomsnittliga omfattningen av bankfinansiering i nya och små företag i stort sett motsvarar ägarens egen kapitalinsats, vilket innebär att entreprenörer med små förmögenheter riskerar att driva sina verksamheter i mindre skala än vad som kanske skulle vara optimalt och därmed med en ökad risk för misslyckanden. Bornefalk (2014) visade även att nya företag i regioner med ökade fastighetspriser i större utsträckning tenderar att förlita sig på bankfinansiering. Det innebär att fastighetspriserna i en region spelar en betydande roll för finansieringen av nya företag (som säkerheter för lånen i företaget).

En viktig konklusion för det fortsatta resonemanget är således att extern finansiering från banker tillsammans med företagarnas egna medel utgör de dominerande finansieringskällorna i de flesta nya och små företag – och detta tycks vara oberoende av kontexten. Bankernas betydelse för de nya och små företagens finansiering kan förklaras utifrån såväl entreprenörens som bankernas perspektiv (Berger och Udell, 1998; Söderblom och



Samuelsson, 2014). För en företagare betraktas ofta en bankfinansiering som en låg-kostnadsfinansiering som till skillnad från ägarkapital inte får några konsekvenser för ägandet eller kontrollen över företaget. För banken är risken begränsad genom att företagarens personliga tillgångar får stå som säkerheter för lånen. Dessutom är lånen enbart en produkt av flera i bankens utbud till företaget. De tillkommande produkterna utgör en viktig inkomstkälla för banken som behöver bygga långsiktiga relationer som kan betala sig över tid.

Efter att ha poängterat ägarens egna kapital och bankfinansieringens betydelse för de nya och små företagen så bör vi beakta att de refererade studierna i de flesta fall har innefattat breda urval av företag. Exempelvis finns det cirka en miljon företag i Sverige och det startas ungefär 60-70 000 nya företag varje år (Bolagsverkets företagsregister). De flesta av dessa företag är små levebrödsföretag, och det är rimligt att anta att det enbart är en bråkdel av dessa företag som dels har behov av stora mängder av kapital, dels kan attrahera kapital från VC-aktörer och affärsänglar – företag med en stor tillväxtpotential inom branscher såsom IT, telekommunikation och bioteknik. Resonemanget leder fram till ett behov av att nyansera diskussionen kring de nya och små företagens kapitalbehov genom att lyfta fram variationsrikedomen i populationen av nya och små företag.

## 5.2 Nya och små företag – en heterogen grupp

Ett av skälen till varför statliga interventioner gentemot nya och små företag har så svårt att bli framgångsrika är att denna grupp av företag är väldigt heterogen. Den innefattar företag som arbetar i olika sektorer, som har olika behov av kapital, och startas av individer med olika kompetenser, erfarenheter och ambitioner. I detta avsnitt skall jag diskutera lite av denna problematik.

### 5.2.1 Heterogeniteten i företagandet

Redan på 1980-talet konstaterade William Gartner (1985) att entreprenörskap är ett heterogent fenomen – det finns inte ett entreprenörskap. Hans resonemang utgår från att företagandet varierar med avseende på:

1. kontextens karaktär
2. individen/teamet bakom företagandet
3. resurserna som krävs för att etablera ett företag
4. processen att starta ett företag.

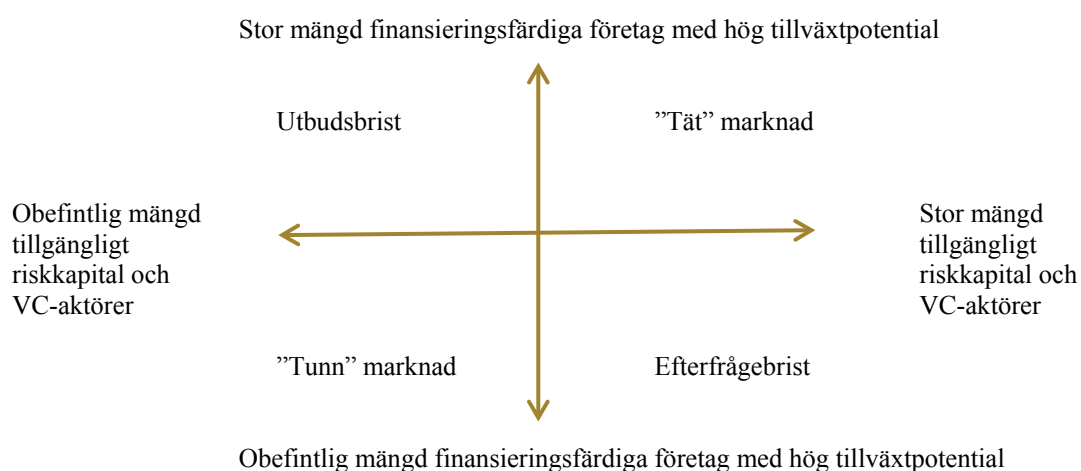
Att starta och driva ett företag är beroende av hur *kontexten* (omgivningen) ser ut. Att starta ett företag i en kontext (land eller region) kan vara avsevärt annorlunda än i en annan kontext, men även branschens karaktär har i detta avseende stor betydelse. Exempelvis är förutsättningarna annorlunda att starta ett företag inom ramen för en etablerad bransch jämfört med en ny bransch (Aldrich och Fiol, 1994) där konkurrensen i branschen snabbt ökar, och det är nödvändigt att skapa en legitimitet för såväl branschen som för de enskilda företagen.

Kontextens betydelse har diskuterats under lång tid, alltifrån Porters (1990) studier av nationers konkurrenskraft, Becattinis (1989) ingående beskrivningar av de italienska industriella distrikten, och Saxenians (1994) studier av dynamiken i Silicon Valley. Under senare år har det blivit populärt att tala om entreprenöriella ”ekosystem” i en region. Begreppet innefattar den kunskap som finns på plats i regionen, exempelvis genom att det

finns ett universitet eller flera företag av samma karaktär, att det finns yrkesmässigt kunnande i form av professionell service och utbildad arbetskraft, samt finansiella medel i form av affärsänglar och venture capital-aktörer. (Zacharakis m.fl., 2003). Ett intressant resonemang i detta sammanhang utvecklades för några år sedan i en policy-rapport i Storbritannien av Paul Nightingale m.fl. (Nesta, 2009) där de myntade begreppen ”tunna och täta marknader”.

De menade att en ”tunn marknad” kännetecknas av att det finns förhållandevis få aktörer på marknaden, vilket innebär att det tar tid (och kräver kostnader) för att olika aktörer på marknaden ska hitta varandra. En ”tät marknad” däremot präglas av motsatsen, dvs. det finns många aktörer på marknaden som hela tiden interagerar med varandra – ett stort antal intressanta företag med tillväxtpotential, finansiärer som är tillräckligt stora och har managementkompetens för att kunna göra nödvändiga investeringar och tillföra ett mervärde utöver kapitalet till de företag de investerar i. Det finns även tillräckligt många rådgivare samt en fungerande och likvid exitmarknad. I en av Tillväxtanalys rapporter (2013:08) har man på ett intressant sätt utvecklat och åskådliggjort detta resonemang i två dimensioner, dels mängden finansieringsfärdiga företag med hög tillväxtpotential (vertikal axel), dels mängden tillgängligt riskkapital (horisontell axel), se figur 1. I rapporten konstaterar Tillväxtanalys också att desto mer inslag av tunna marknader i ett land eller i en region, desto tydligare blir det att effektiva policyinsatser måste innehålla mer än att öka utbudet av kapital.

Figur 1 Tunna och täta marknader



Källa: Tillväxtanalys, 2013:08.

Företag startas och drivs även av en stor mängd olika människor och team av människor. Det finns föreställningar om att människor som startar nya företag har vissa egenskaper och personlighetsdrag – egenskaper som andra människor inte besitter. Exempel på sådana kännetecken är att entreprenörer är risktagare, att de söker oberoende och kontroll, att de är kreativa, beslutsamma och uthålliga i sitt agerande, men även att de tenderar att vara överoptimistiska, extroverta och socialt kompetenta, samt uppvisar ett starkt engagemang för vad de gör. Det har emellertid visat sig svårt att identifiera entreprenörer baserade på dessa egenskaper, och flera av de egenskaper som identifierats som entreprenöriella är inte särskilt unika för entreprenörer. Till detta kommer att entreprenörernas mål och visioner

med sitt företagande skiljer sig markant åt mellan olika individer – en del ser sitt företagande som ett sätt att överleva, där syftet är att tjäna tillräckligt med pengar för att kunna försörja sig och sin familj, medan andra är innovativa och tillväxtorienterade. Den slutsats som kan dras är det finns vissa skillnader mellan entreprenörer och andra individer, men sådana faktorer enbart till liten del förklarar varför vissa människor startar företag medan andra inte gör det (Davidsson, 2008), vilket innebär att entreprenörer i huvudsak är som andra människor. Därmed utgör också entreprenörer en mycket heterogen grupp.

Att starta och driva ett företag kräver dessutom många olika resurser: humana, sociala, organisatoriska, teknologiska, fysiska, och finansiella. Dessa resurser krävs även i olika mängder för att framgångsrikt utveckla företaget. Det är kanske inte särskilt originellt att anta att företagets ursprungliga resurser har betydelse för möjligheten att överleva och växa. Brüderl m.fl. diskuterade exempelvis i en intressant artikel 1992 (se även Cooper m.fl., 1988) orsakerna till varför nya företag misslyckas eller överlever. De fann bland annat att ett antal organisatoriska faktorer hade avgörande betydelse för företagets möjligheter att överleva, såsom storleken på företaget i termer av antal anställda, storleken på det investerade kapitalet i företaget, och företagets strategi för att arbeta på internationella marknader – företag som startas i större skala har en större tillgång till finansiella och humana resurser som gör att förutsättningarna för överlevnad ökar. Studien stödjer således inte tanken att starta företag i liten skala och sedan utveckla företaget steg för steg.

Slutligen kan vi konstatera att det finns ett ”oändligt” antal *olika sätt att starta ett företag* på – processen kan se mycket olika ut från en etablering till en annan. En av de första studierna av etableringsprocessen genomfördes av Reynolds och Miller 1992. De konstaterade att entreprenörens aktiviteter skiljde sig högst avsevärt från en företagsstart till en annan, exempelvis kunde processen ta alltifrån en månad till ett antal år. Dessa resultat har sedermera verifierats i en rad olika studier, inte minst inom det omfattande forskningsprojektet *Panel Studies of Entrepreneurial Dynamics* (PSED) som följer potentiella entreprenörer i realtid (Reynolds, 2000). En vanlig distinktion som görs för beskriva olikheterna är att utgå från Norman Smiths (1967) klassiska indelning i ”levebrödsföretagande” (*craftsman entrepreneurship*) och ”innovativt företagande” (*opportunistic entrepreneurship*), och Samuelsson (2004) visade att etableringsprocesserna i dessa båda typer av företag tenderade att uppvisa stora skillnader.

Vi kan sålunda konstatera att entreprenörskap är ett heterogent fenomen – det tycks i det närmaste finnas en oändlig mängd kombinationsmöjligheter, även om kanske inte alla varken är särskilt vanliga eller framgångsrika. Heterogeniteten i företagandet skulle kunna innebära att det blir extremt svårt att utforma generella statliga interventioner som kan lösa problem för en stor mängd olika företag.

### 5.2.2 Olika kategorier av nya och små företag

Utifrån ovanstående resonemang skulle vi sålunda kunna dra slutsatsen att kapitalproblematiken i nya och små företag uppvisar en stor variation och i det närmaste skulle kunna betraktas som unik för det enskilda företaget. Finansiella problem och lösningar kan dock inte enbart relateras till individuella förutsättningar och beteenden, utan erfarenheten visar också att det finns vissa likheter bland olika kategorier av företag. Vi kan exempelvis identifiera ett antal sådana kategorier av företag som tycks uppvisa vissa gemensamma karaktäristika när det gäller den finansiella problematiken. Exempelvis kan familjeföretag, kvinnors företagande och invandrarföretagande utgöra illustrationer på sådana kategorier:

- *Familjeföretagande*: I många familjeföretag spelar ägaren en stor roll för det finansiella beslutsfattandet. Studier har visat att familjeföretagare tenderar att sätta kontrollen över företaget i främsta rummet, undvika att dela ägandet utanför familjekretsen, och därmed vara tveksamma till finansiering som går utöver traditionella banklösningar och internt genererade medel i företaget, vilket också innebär att de många gånger begränsar tillgången till externa finansieringskällor (Romano m.fl., 2001). Å andra sidan kan man förmoda att tidsperspektivet är längre i familjeföretag och man förbereder företagandet för kommande generationer, vilket gör att man inte är lika beroende av kortsiktiga lösningar jämfört med många andra företag (Dreux, 1990). De finansiella lösningarna tenderar därför att bli långsiktigare och företagarna söker långsiktigare relationer till sina finansiärer, och detta tenderar också att öka förutsättningarna för en framgångsrik bankfinansiering (Jones m.fl., 2014).
- *Kvinnors företagande*: Den finansiella problematiken i kvinnors företagande har varit ett livligt diskussionsämne under lång tid (Arenius och Autio, 2006). Ett vanligt argument har varit att kön har en direkt effekt på finansieringen av företagen – kvinnor skulle på grund av bristande erfarenhet, och kanske också en diskriminering från finansiärernas sida, finansiera sina företag på ett annat sätt än män, och därmed finansiera sina företag med mindre externt kapital. Andra studier har pekat på de indirekta effekterna av kvinnors företagande där skillnaderna mellan kvinnors och mäns företagande i huvudsak skulle bero på företagandet i sig, exempelvis att kvinnor tenderar att driva företag i mindre kapitalkrävande branscher och driva företag i företagsformer såsom enskild firma och handelsbolag – faktorer som påverkar såväl kapitalbehovet som möjligheterna att attrahera externt kapital. En studie (Arenius och Autio, 2006) som genomförts på ett matchat urval av företag ägda av män respektive kvinnor indikerar att likheterna i finansieringen av företagen är större än skillnaderna. Den huvudsakliga skillnaden låg i att kvinnor tenderade att använda mer familjefinansiering än männen.
- *Invandrares företagande*: Invandrarföretagandet har ökat markant och i många fall startas dessa företag i branscher som har en begränsad tillväxtpotential, samtidigt som många invandrarföretag uppvisar en påtaglig tillväxt (Mitchell, 2015). Det finns empiriska indikationer på att invandrarföretagare upplever svårigheter att attrahera kapital på den traditionella finansiella marknaden, och kanske även upplever en diskriminering från traditionella finansiärer (Smallbone m.fl., 2003; Bruder m.fl., 2011). Man ska dock vara medveten om att även inom gruppen invandrares företagande finns stora variationer – finansieringsförutsättningarna tenderar exempelvis att skilja sig åt mellan olika etniska grupper. Samtidigt är inte resultaten entydiga. En del studier (t.ex. Smallbone m.fl., 2003) menar snarare att invandrarföretagare inte alls är missgynnade när det gäller att få startkapital från externa finansiärer jämfört med matchade urval av branscher och inhemska företagare. Den (upplevda) svårigheten att attrahera extern kapital har emellertid gjort att invandrarföretagare i större utsträckning förlita sig på egna medel och utnyttja informella finansieringskällor från släkt och vänner.

### 5.2.3 Antagandet om det stora kapitalbehovet är en realitet för många företag

Argumentationen hittills har gått ut på att företagandet uppvisar stora variationer när det gäller resursbehoven i företagen, samtidigt som vi kan finna vissa mönster som gör att vissa kategorier av företag tenderar att uppleva en likartad problematik. Det finns också

kategorier av företag för vilka antagandet om det stora kapitalbehovet är en realitet, dvs. företag som kräver mycket kapital för att starta och utveckla sin verksamhet, men även kategorier av företag som på grund av en hög osäkerhet och en omfattande informationsasymmetri mellan företagaren och externa finansiärer har stora svårigheter att attrahera externt kapital. Detta gäller exempelvis:

- *Start-ups*: En del nyetableringar präglas av stora kapitalbehov redan från starten av företaget. Det kan röra sig om etableringar inom branscher som telekom, biotech och life-science, och en del forskningsbaserade företag. Samtidigt finns det naturligtvis nya företag som karaktäriseras av stora osäkerheter och informationsasymmetrier, såsom exempelvis företag som baseras på nyskapande (antingen i form av nya produkter och/eller affärsidéer som inte prövats tidigare), start-ups med stort kunskapsinnehåll, företag i tidiga utvecklingsskedet, och verksamheter med långa ledtider, exempelvis inom clean-tech och läkemedel.
- *Teknikbaserade företag*: Dessa företag kännetecknas ofta av (a) höga FoU-kostnader där extern finansiering krävs redan i ett tidigt skede av företagets utveckling, (b) en stor andel immateriella tillgångar som begränsar möjligheterna till säkerheter, (c) långa ledtider som också innebär begränsningar i möjligheten att internt generera medel, (d) en hög osäkerhet och risk för att misslyckas, och (e) informationsasymmetri mellan entreprenören och externa finansiärer (Amit m.fl., 1998). Slutsatsen är att många teknikbaserade företag karaktäriseras av stora kapitalbehov, stor osäkerhet i företagandet och en stor informationsasymmetri mellan aktörerna. Konsekvensen blir att bankfinansiering sällan är möjlig, men eftersom avkastningspotentialen är hög kan VC utgöra en av de få möjliga finansieringskällorna. Empiriska studier (Himmelberg och Petersen, 1994) har exempelvis visat att bankfinansiering är mindre betydelsefullt för teknikbaserade företag och att bankorienterade finansiella marknader tenderar att vara mindre effektiva för att stödja ett teknikbaserat företagande. Revest och Sapio (2012) har också visat att teknikbaserade företag i Europa tenderar att i högre utsträckning än sina amerikanska motsvarigheter finansiera utvecklingen med interna medel. Dessa resultat är dock inte entydiga. Andra studier (t.ex. Vanacker och Manigart, 2010; Minola och Giordina, 2011) har pekat på motsatsen och lyft fram bankfinansieringens betydelse även i teknikbaserade företag.
- *Tillväxtföretag*: Tillväxt är ett komplext fenomen, vilket också gör att vi har svårt att på förhand identifiera de företag som kommer att utgöra framtiden tillväxtföretag. Det förefaller även svårt för tillväxtföretag att behålla sin tillväxt under längre tid – tillväxtföretag kommer och går (Tillväxtanalys, 2009:11). Några intressanta observationer är dock att tillväxtföretag tenderar att vara lokaliserade överallt med en överrepresentation i stora städer och teknologiska regioner, samt att tillväxtföretag tenderar att återfinnas i en rad olika branscher dock med en överrepresentation i vissa högteknologiska branscher och företag inom företagsinriktade tjänster. Gompers och Lerner (1998) menar att det sällan är bristen på externt kapital som hämmar utvecklingen utan snarare entreprenörens efterfrågan på externt kapital. Det innebär att entreprenören kan uppleva en brist på kapital (i form av internt genererade medel) medan det samtidigt råder ett överskott på externt kapital för såväl tidiga som senare skeden av företagets utveckling. Tillgång på kapital förefaller således inte skapa tillväxtorienterade företag. På ett likartat sätt som i teknikbaserade företag har det antagits att bankfinansiering är mindre tillämpligt i tillväxtföretag. Många studier har därför fokuserat på ägarfinansiering, såsom VC och affärsänglar. Ett antal empiriska

studier ifrågasätter emellertid dessa antaganden. Lemmon m.fl. (2008) har exempelvis visat att bankfinansiering tenderar att vara viktigt inte bara för företag i allmänhet utan även för tillväxtorienterade företag. Dessa resultat bekräftas av Vanacker och Manigart (2010) – internt genererade medel och bankfinansiering är de mest frekvent använda finansiella källorna i teknikbaserade tillväxtföretag, medan externt ägarkapital främst används i företag som är olönsamma, har hög skuldsättning, begränsat kassaflöde och högt risktagande. Ägarkapital blir alltså viktigt i tillväxtföretag som växer utöver sin skuldkapacitet.

### 5.3 Vad kan vi lära av detta kapitel?

I detta kapitel har jag tagit utgångspunkt i att beskriva företagens finansiella beslutsfattande – det finansiella behovet och hur nya och små företag finansieras. Vår empiriska kunskap om de nya och små företagens finansiering överensstämmer med de beskrivningar som gjorts i ett flertal av de svenska rapporterna som redovisades i kapitel 4: (a) företagen behöver sällan mycket kapital utan det är snarare kapital vid rätt tid som är betydelsefullt, och då är det snarare fråga om mindre kapitalbelopp, dvs. kapitalbehovet är oftast relativt begränsat i nya och små företag, även om variationen mellan olika företag kan vara stor; (b) företagarens egna medel, internt genererade medel och bankfinansiering är de dominerande finansieringskällorna i företagen – samtidigt kan det vara viktigt att poängtera att bankfinansiering många gånger främst används för den löpande verksamheten i företagen, medan andra källor kan krävas för att finansiera kapacitetsuppbyggande aktiviteter i företaget; och (c) vi har identifierat mönster i företagens kapitalförsörjning som innebär att vissa typer av företag tenderar att uppvisa likartade problem och beteende. Det är också så att vissa kategorier av företag upplever stora kapitalbehov och svårigheter att attrahera externt kapital. Detta kan exempelvis gälla vissa start-ups, teknikbaserade företag och tillväxtföretag.

En viktig aspekt är heterogeniteten i företagandet, men även svårigheterna att i ett tidigt skede kunna identifiera företagets framgång eller misslyckade i framtiden. En slutsats som kan dras utifrån detta resonemang är att statliga interventioner riktade till specifika företag eller kategorier av företag förefaller vara problematiskt, vilket stödjer tanken på generella statliga interventioner snarare än mer specifika finansiella interventioner. En annan slutsats är att de statliga interventionerna bör relateras till företagens beteende och finansiella beslutsfattande – det är uppenbart att företagens behov av kontroll och oberoende, men även företagens kunskaper och attityder till olika finansieringskällor, är centralt för valet av finansieringskällor. För att kunna utforma adekvata statliga interventioner måste vi således ha en grundlig kunskap om entreprenörens beteende och finansiella beslutsfattande, något som är målsättningen i nästa kapitel (kapitel 6) där jag ska presentera olika teorier för att förstå de finansiella besluten i nya och små företag.

## 6 Finansiellt beteende – teoretiska förklaringar

I föregående kapitel diskuterade jag de nya och små företagens kapitalförsörjning utifrån ett behovsperspektiv, företagarens och företagets utgångspunkter. I detta kapitel fortsätter jag detta resonemang genom att via olika teoretiska infallsvinklar förklara företagarens finansiella beteende. Över åren har en mängd teorier utvecklats för att försöka förklara detta. Utgångspunkten har i många fall varit att företagare i nya och små företag tenderar att bete sig på ett likartat sätt som företagsledare i större företag – små företag kan betraktas som små varianter av stora företag. Detta har inneburit att många forskare har antagit att det går att förklara beteendet i nya och små företag genom att utgå från finansiell teori (som i grunden utvecklats för stora etablerade företag), och vid behov modifiera dessa teorier. I mitten av 1980-talet presenterades den så kallade resursbaserade teorin (*resource based view* [RBV]) (Wernerfelt, 1984; Rumelt, 1984; Barney, 1986) och därmed sattes kapitalförsörjningen in i en större kontext i form av ”resurser”. Forskningen om entreprenörskap utvecklades kraftigt under 1990-talet och år 2001 presenterade Saras Sarasvathy sin ”effektiveringsteori” – en teori som i högre grad än tidigare poängterade företagarens egna resurser, kunskaper och sociala nätverk. Sedan Sarasvathy presenterade sin teori har det blivit populärt att tala om begrepp såsom *resourcefulness* och *lean start-ups* där argumenteringen snarast går ut på att reducera behovet av externt finansiellt kapital i nya och små företag och istället ta tillvara företagarens egna resurser och kunskaper.

### 6.1 Nya och små företags finansiella beteende – finansiella teorier

Resonemang kring kapitalstrukturen och valet av olika kapitalkällor i nya och små företag har intresserat finansieringsforskare under lång tid. Valet av kapitalkällor och den finansiella strukturen i företagen kan förväntas påverka företagets effektivitet och överlevnadsförmåga. I detta avsnitt skall jag presentera några teorier med utgångspunkt i finansiell teori och dess tillämpningar för nya och små företag. De teorier jag tänker diskutera är ”avvägningsteorin” (*trade-off theory*), ”hackordningsteorin” (*pecking order theory*), samt signalteorin.

#### 6.1.1 Avvägningsteorin (*trade-off theory*)

Avvägningsteorin utgår från att företag försöker finna en optimal kapitalstruktur genom att väga de skattefördelar som kan fås genom att låna kapital (vanligtvis är låneräntan avdragsgill från inkomstskatten) mot de nackdelar som en ökad skuldsättningsgrad skapar i form av ökade kostnader till följd av finansiella problem och de agentkostnader som kan uppstå mellan företagaren och finansörerna (Kraus och Litzenberger, 1973). Då ett företag ökar sin skuldsättningsgrad kommer lånekostnaden för finansieringen att öka eftersom lånen blir mer riskfyllda för långgivaren (risken för konkurs ökar), och långgivaren måste kanske även lägga ner arbete på att följa upp lånen noggrannare än tidigare vilket gör att agentkostnaderna ökar (Cassar, 2004). Detta innebär att vi kan anta att företag har en optimal kapitalstruktur vid en situation då marginalfördelarna med lånefinansiering likställs med marginalkostnaderna till följd av ökade konkurs- och agentkostnader.

Konsekvensen av resonemanget i avvägningsteorin blir att den optimala skuldsättningsgraden i företagen kommer att variera beroende på den kontext i vilken företagen arbetar och företagets specifika verksamhet. Avvägningsteorin har empiriskt testats i olika kontexter och för olika verksamheter. Vi skall dock beakta att de flesta studier gjorts i stora

etablerade företag, och Pettit och Singer (1985) menar till och med att avvägningsteorin inte är tillämplig i nya och små företag eftersom dessa företag sällan är särskilt vinstrika, eller åtminstone inte kan dra samma fördelar av ränteavdrag som större företag kan göra. En studie av Sogorb-Mira (2005) visar emellertid att företagare i små företag tenderar att stöta på samma avvägning mellan skattefördelar och ökade lånekostnader som stora företag, men att stora företag tenderar att beakta dessa frågeställningar på ett mer seriöst sätt. Små företag har en begränsad tillgång till den externa kapitalmarknaden och företagare i små företag har oftast en begränsad finansiell kunskap som gör att de i större utsträckning tenderar att ignorera kapitalvalsbeslut, vilket också innebär att många små företag arbetar med suboptimala skuldsättningsgrader. Resonemanget skulle således leda till att avvägningsteorin kan förväntas ha ett begränsat förklaringsvärde för de små företagen.

Brounen m.fl. (2006) har emellertid funnit ett visst stöd för teorin, och ett antal empiriska studier har genomförts som ger oss viss kunskap om de avvägningar som görs i nya och små företag:

- Nya företag med mycket internt ägarkapital kan förväntas söka mer externt lånekapital, medan tillväxtföretag (med risk för finansiella svårigheter) kommer att minska sitt lånekapital (Cassar, 2004).
- Vinstgivande företag och företag med små inkomstvariationer över tiden kan förväntas ha en högre skuldsättningsgrad än företag i motsatt situation (López-Gracia och Sogorb-Mira, 2008).
- Företag med materiella tillgångar (som kan användas som säkerheter för lånen) kommer att ha en högre skuldsättningsgrad än företag med mer immateriella tillgångar med mer osäkert värde (Bornefalk, 2014).
- Företag som verkar i länder med höga skatter kan förväntas använda lån i större utsträckning jämfört med företag i lågskatteländer. Empiriska studier genomförda i samma kontext ger dock lite motstridiga resultat – några studier har visat ett negativt samband mellan lån och vinst (Rajan och Zingales, 1995), medan andra studier visar ett positivt samband (Barton m.fl., 1989).

### 6.1.2 Hackordningsteorin (*pecking order theory*)

Utifrån teorin om en ”hackordning” förväntas företagare föredra intern finansiering före externt kapital, och om externa medel blir nödvändiga föredras lån före externt ägarkapital (Myers, 1984; Myers och Majluf, 1984). I detta fall är det således inte fråga om att hitta en optimal skuldsättningsnivå (jämför med avvägningsteorin), utan teorin antar att det finns en hierarki av finansieringsalternativ i företaget. Argumentationen bakom hackordningsteorin utgörs av den informationsasymmetri som finns mellan företagaren och finansierarna – en ökad osäkerhet och informationsasymmetri för finansierarna kan leda till ökade kostnader för finansieringen. En företagare kommer att undvika att sälja aktieandelar i företaget på grund av kapitalkostnaderna samt risken för utspädning, och därför kommer de att söka internt genererade medel som utgör därför den högsta rangen i hackordningen. Enbart då de interna medlen inte är tillräckliga för att möta det finansieringsbehov som finns i företaget är företagaren benägen att se sig om efter mer kostsamma externa medel. Då extern finansiering blir nödvändig i företaget kommer företagaren att söka lånefinansiering. Detta är det minst kostsamma alternativet samtidigt som företagaren inte riskerar att förlora kontrollen över sitt företag – och då främst kortfristig lånefinansiering,



som skapar en större flexibilitet i företaget, före externt ägarkapital. Lånefinansiering utgör således andra rangen i hackordningen, medan externt ägarkapital utgör ”den sista utvägens” finansiering.

Hackordningsteorin utvecklades ursprungligen för att förklara finansiella strategier i större etablerade företag, men forskare har menat att teorin även kan appliceras i nya och små företag (Ang, 1991; Holmes och Kent, 1991; Cosh och Hughes, 1994). Det finns flera skäl till detta: (1) Informationsasymmetrierna i nya och små företag gör det lättare för företagen att använda interna medel; (2) företagens önskan att behålla kontrollen i företagen gör externt ägarkapital mindre intressant; och (3) det finns ett behov av flexibilitet i företagen som gör att kortfristig finansiering blir mer fördelaktigt än långfristig kapital. Vi skulle därmed kunna anta att företagare i nya och små företag skulle följa den föreslagna hackordningen. Företagen skulle därmed prioritera internt genererade medel (internt ägarkapital) före externa lån, och enbart när företagen till fullo utnyttjat detta kapital kommer man att söka nytt externt ägarkapital.

Det finns ett fåtal empiriska studier som testat hackordningen i nya och små företag, och resultaten är långt från entydiga. Å ena sidan finns en rad studier som visar belägg för att hackordningen även gäller i nya och små företag (Sogorb-Mira, 2005; López-Gracia och Sogorb-Mira, 2008; Mac an Bhaird och Lucey, 2011). Å andra sidan har en del studier pekat på att nya och små företag är annorlunda än stora etablerade företag och därför uppvisar andra finansiella överväganden och beslut. Därför är det inte självklart att de underliggande antagandena i hackordningsteorin är fullt tillämpbara i dessa företag. Empiriska studier av nya och små företag har exempelvis visat:

- Hackordningen i små företag tenderar enbart att uppträda i avkortad form, där denna oftast avbryts vid användningen av långfristiga lån. Hackordningen avbryts på grund av företagarens behov av oberoende och kontroll över företaget, och därför kommer inte företagen att överväga nytt externt ägarkapital (Howorth, 2001).
- Ett liknande resonemang anför Paul m.fl. (2007; se även Grichnik m.fl., 2007) som menar att det finns ”bryggor” i hackordningen som innebär att vissa finansieringsformer undviks och hoppas över. Exempelvis visade Paul m.fl. (2007) att företagare i nya företag i första hand använde interna medel, men när externt kapital blev nödvändigt tenderade de att använda externt ägarkapital snarare än lånefinansiering. Orsaken till detta var främst att företagen såg lånefinansiering som en personlig skuld (eftersom företagen ofta fick lämna personliga säkerheter till banken för företagets lån) och företagen ville sätta begränsningar för hur mycket han/hon ville pantsätta sig, men det fanns även motivet att få in ett mervärde i form av kunskap och nätverk i företaget genom externt ägarkapital snarare än genom lånekapital.
- Atherton (2009) ifrågasätter synen på företagen som en rationell aktör, och visade i sin studie att företagarens finansiella beslut i huvudsak är baserade på deras sociala nätverk och företagarens uppfattning om svårigheten att få tillgång till finansiering, dvs. de finansiella besluten är i hög grad baserade på transaktionsfaktorer snarare än rationella effektivitetskriterier. Företagare tenderar dessutom att bunta ihop olika former av finansiering i ett paket och på så sätt få en spridning av olika finansieringsformer.
- Garmaise (2001; se även Carpenter och Petersen, 2002) går till och med så långt att de hävdar att hackordningen är omvänd i nya företag. Argumentet för detta skulle vara att externa ägarinvestorer, såsom venture capital-aktörer och affärsänglar, många gånger

har en överlägsen kunskap om kommersialiseringsprocessen och därmed kan tillföra värdefull kunskap till företaget, men signalvärdet från externa ägare är också viktigt i nya företag för att attrahera såväl kunder som resurser i olika former.

### 6.1.3 Signalteorin

I entreprenörskapsforskningen har signalteorin blivit alltmer intressant för att förklara hur företagare på olika sätt försöker reducera osäkerheten och informationsasymmetrin gentemot olika finansiärer och investerare. Signalteorin introducerades i ekonomisk teori av Michael Spence 1973 i en studie som behandlade hur individens utbildningsnivå fungerar som en signal på arbetsmarknaden. Sedan dess har signalteorin applicerats på en mängd olika områden, inte minst när det gäller att förklara företagets beteende vid börsintroduktioner (se t.ex. Filatotchev och Bishop, 2002; Certo, 2003), samt i samband med extern kapitalanskaffning från venture capital-investerare och affärsänglar (se t.ex. Danila m.fl., 2003; Elitzur och Gaviols, 2003).

För att övertyga banker och andra finansiärer om företagets kvalitéer måste företagaren på olika sätt skicka positiva signaler om sig själv och företaget. Detta kan ske genom att bygga relationer till finansiären och på så sätt visa kreditvärdighet över tid, producera nyanserad information om företaget (exempelvis genom en detaljerad affärsplan) och lämna säkerheter för finansieringen som signalerar företagarens tro på sitt företag. Företagaren kan även på olika sätt signalera att denne är kompetent och erfaren att driva företaget, och att företaget har kvalificerade styrelseledamöter i företaget.

Inte minst blir signaler viktiga i nya företag då företaget saknar historik, har svårt att visa sin livskraft och trovärdighet, samt att ledningen är kapabel att driva företaget på ett framgångsrikt sätt. I frånvaro av objektiva mått blir symboliska signaler ofta viktiga. Det kan exempelvis för entreprenören röra sig om att etablera ett aktiebolag, relatera sig till aktörer med hög status, skapa mediauppmärksamhet samt lyfta fram utbildning och erfarenhet i informationen om företaget. (Connelly m.fl., 2011).

Fokus på företagarens och företagets signaler till externa aktörer, inte minst olika finansiärer, har gjort att forskare alltmer intresserat sig för företagets ”investeringsberedskap” (*investment readiness*). Mason och Harrison (2003; se även Mason och Kwok, 2010, samt Douglas och Shepherd, 2002) definierar företagets investeringsberedskap som företagets vilja eller beredskap att ta in nya investerare i företaget, kopplad till finansiärernas uppfattning om ledningens förmåga, företagets affärsmodell och marknad samt tillväxtpotentialen i företaget. Nya företag måste kunna visa upp olika aspekter av investeringsberedskap och Brush m.fl. (2012) har sammanfattat detta på följande sätt:

- Organisatorisk beredskap: ledningens förmåga och erfarenhet, men även ledningens attityd till förändringar och tillväxt samt deras erfarenhet och övertygelse i dessa avseenden.
- Strategisk beredskap: företagets förmåga att visa att man har kunder och produkter i ett utvecklat skede, men även hur väl förberedda de anställda (och företagskulturen) är på förändringar samt hur väl utvecklade olika lednings- och administrativa system är.
- Teknisk beredskap: exempelvis företagets immateriella skydd och teknikens/produktens beredskap för kommersialisering.

## 6.2 Nya och små företags finansiella beteende – resursbaserade teorier

Redan i slutet av 1950-talet introducerade Edith Penrose (1959) tankegångar kring de resurser som var nödvändiga för ett företags tillväxt – entreprenörens förmåga att exploatera nya idéer berodde, enligt Penrose, på den sammansättning av resurser som var tillgängliga i företaget, och företagets tillväxt påverkas bland annat av företagsledningens förmåga att hantera resurserna i företaget. Dessa tankegångar utvecklades sedermera till något som skulle kallas *resource based view* (RBV) (Wernerfelt, 1984; Rumelt, 1984; Barney, 1986, 1991). RBV har sedan dess fått ett stort genomslag och applicerats inom många olika områden och sedan mitten av 1990-talet har en mängd studier genomförts i nya och små företag med utgångspunkt i RBV (Wiklund, 1998; Shepherd och Wiklund, 2005). Detta har inneburit att den finansiella problematiken i nya och små företag har placerats in i ett större resurssammanhang, där finansieringen är en av flera resurser i ett företag och där olika resurser kan kombineras och kompletteras varandra på olika sätt. I detta avsnitt skall jag vidga finansieringsdiskussionen till att betrakta finansiering som en resurs i ett företags resursuppsättning genom att presentera RBV mer ingående.

### 6.2.1 RBV:s grunder

RBV fokuserar på företagets interna resurser och hur dessa kan skapa konkurrensfördelar för företaget, dvs. RBV förklarar varför företag i samma bransch presterar olika. För att skapa konkurrensfördelar måste företaget skaffa och kontrollera resurser som är värdefulla (*valuable*), unika (*rare*), svåra att imitera (*inimitable*) och icke-substituerbara (*non substitutable*), men företaget måste även utveckla en organisation som kan absorbera och hantera dessa resurser (*organization*). Detta har resulterat i den välkända VRIN/O-modellen (Barney, 1994).

Företaget kan naturligtvis se till att skaffa sig de resurser som behövs för att skapa en konkurrensfördel, men detta är oftast inte tillräckligt – resurserna måste även hanteras på ett effektivt sätt i företaget. I en dynamisk företagsmiljö måste företagaren hela tiden uppdatera de resurser som finns i företaget och strukturera dessa på ett sådant sätt att de möter omvärldens krav – antingen genom att anskaffa nya externa resurser och när detta inte kan ske, utveckla de interna resurserna i företaget. Många kritiker har emellertid hävdad att RBV är alltför statisk för att kunna förklara denna dynamiska process, dvs. hur resurser utvecklas över tiden och hur resurser anpassas till föränderliga miljöer. Nya företag kännetecknas just av en sådan problematik eftersom de dels inte har några resurser från början utan dessa måste skaffas och utvecklas över tiden, dels är utvecklingen i nya företag i hög utsträckning föränderlig. Även kundernas behov och efterfrågan förändras, och infrastrukturen förändras över tiden. Det blir således nödvändigt för företagaren att hela tiden utveckla och transformera resurserna i företaget så att de matchar företagets marknad och omgivning (Bergmann Lichtenstein och Brush, 2001).

Denna typ av kritik har lett till att ett mer dynamiskt perspektiv inom RBV har utvecklats kring dynamiska förmågor (*dynamic capabilities*), som fokuserar på företagets förmåga att förnya och omorganisera sina resurser så att de på ett bättre sätt kan anpassas till en förändrad omgivning och till företagets utveckling över tid (Eisenhardt och Martin, 2000; Teece m.fl., 1997).

Vi vet emellertid väldigt lite om resursdynamiken i nya företag, men vi kan på goda grunder anta att hanteringen av resurser är annorlunda än i stora företag. En studie som ofta citeras när det gäller resurshanteringen i nya företag är Bergmann Lichtenstein och

Brush (2001) som identifierade ett antal viktiga resurser i nya företag: finansiellt kapital, organisationen i företaget, företagarens kunskaper och ledarskapet, tekniken, fysiska resurser, företagets kultur och det informella systemet i företaget. Brush m.fl. (2001) har även visat att nya företag ständigt måste förändra sina resurser från en start av företaget med få resurser, som oftast länkas till entreprenören som individ, och som kan ligga till grund för att anskaffa sådana resurser som kan vara svåra (och kostsamma) att duplicera, vilka också ger möjlighet att skapa konkurrensfördelar för det lilla företaget (Foss m.fl., 2008). Vidare har humankapitalets betydelse, dvs. företagarens skicklighet och renommé, i det nya företaget lyfts fram av Hanks m.fl. (1994). Detta indikerar också att det inte är resurserna *per se* som skapar värde utan det sätt på vilket företagaren använder dem har betydelse – det är således företagaren som individ som står i fokus (Newbert, 2005).

Entreprenören i ett nytt företag har inte alltid kontroll över de viktiga resurserna i företaget. Ett dilemma är att många resurser i nya företag kontrolleras av stora etablerade aktörer (Villanueva m.fl., 2012), ett resonemang som har sin bas i den så kallade resursberoende teorin (*resources dependence theory*) som utvecklades redan på 1970-talet av Pfeffer och Salancik (1978). Resursberoendeteorin utgår från att en resurs blir kritisk för ett företag beroende på hur många leverantörer som kan tillhandahålla resursen i fråga, samt hur beroende företaget är av den specifika resursen – resursen blir därmed kritisk om det bara finns en leverantör som kan tillhandahålla resursen och om denna är avgörande för företagets verksamhet. Villanueva m.fl. (2012) utgår från denna typ av resonemang och menar att i nya företag är det viktigt med ett ömsesidigt och gemensamt beroende mellan parterna – på detta sätt skapas ett positivt resursflöde. Entreprenörer i nya företag bör således skapa långsiktiga och ömsesidiga relationer med externa parter, dvs. komplementära symbiotiska relationer. Utifrån den resursberoende teorins förutsägelser tycks således relationerna i nya företag tjäna på att tona ner maktförhållandena mellan parterna.

När det gäller de finansiella resurserna i nya företag tycks det även finnas vissa spårberoenden (*path dependencies*) i så måtto att finansiella överväganden i företaget tenderar att påverkas av tidigare finansiella överväganden. Vanacker m.fl. (2014) visade exempelvis att företagare med begränsad affärserfarenhet (som vi kan finna i många teknikbaserade företag) ofta blir begränsade i sitt sökande efter finansiärer. Företagare som lyckas skaffa finansiering från erfarna venture capital-investerare kommer i framtiden att ha möjlighet att skaffa kapital från en bred skara investerare, medan företagare som skaffar kapital från mindre erfarna venture capitalister blir mer begränsade i sina framtida försök att attrahera kapital. Slutsatsen är att historien har betydelse, och det tycks således föreligga vissa spårberoenden i anskaffningen av kapital i nya företag.

### 6.2.2 Företagaren som en central resurs

Företagaren som individ är således betydelsefull, inte bara i nya företag utan även i små växande företag – det är företagarens kunskaper, uppfattningar och bedömningar som får en avgörande betydelse för anskaffningen och hanteringen av de resurser som företaget förfogar över. En mängd studier har fokuserat på entreprenören betydelse för företagets utveckling. De flesta av dessa studier kring humant och socialt kapital fokuserar på företagande i allmänhet, och det är enbart ett fåtal studier som diskuterar företagarens betydelse för kapitaltillförseln i nya och små företag. Till undantagen hör dock Chandler och Hanks (1998) som visade att humankapital och finansiellt kapital förefaller vara substituerbara, dvs. företag med mycket humankapital och små finansiella resurser tenderar att uppnå samma resultat som företagare med lite humankapital, men med mycket kapital. Resultaten indikerar således att företagare med mycket humankapital kan starta ett

nytt företag som överlever och utvecklas med mindre mängd kapital än företagare med mindre humankapital. Motsvarande resultat har erhållits av Politis m.fl. (2012) som visade att företagare med tidigare företagsfarenhet och branschfarenhet tenderade att använda mindre kostsamma resurser och i större utsträckning använda olika bootstrappingmetoder vid etableringen av nya företag. Hallen och Eisenhardt (2012) har också visat att mer sofistikerade entreprenörer med relevant erfarenhet, utbildning och nätverk tenderar att ha en större pool av venture capital-investerare att välja från när de söker kapital.

Företagarens sociala nätverk har också betydelse för finansieringen av företaget. Relationen mellan storleken på företagarens nätverk och tillgången till resurser är positiv (Birley, 1985), speciellt när det rör sig om nätverket av familj och nära vänner. Företagare med stor branschfarenhet utnyttjar sitt nätverk för att söka venture capital, medan företagare utan sådan erfarenhet istället måste använda sig av traditionella marknads-mekanismer för att söka kapital – och då minskar möjligheterna att få venture capital högst betydligt (Zhang m.fl., 2008)

### **6.3 Nya och små företags finansiella beteende – teorier avseende entreprenörens beteende**

Vår kunskap kring entreprenörskap och företagande har under det senaste decenniet ökat dramatiskt, och detta gäller inte enbart i kvantitativa termer utan även kvalitativt (Landström, 2014). Ett antal nya begrepp och teoretiska infallsvinklar har presenterats som på ett intressant sätt försöker förklara entreprenörens beteende (Eisenhardt m.fl., 2010; Moroz och Hindle, 2012). Dessa nya förklaringsmodeller har många gånger ifrågasatt logiken i de tidigare modellerna. De traditionella beteendemodellerna har oftast haft en utgångspunkt i ett ekonomiskt tänkande när det gäller individers och företagares beteende (Perry m.fl., 2012), alltså att entreprenörer beter sig på ett rationellt målinriktat sätt, och finansiella beslut förklaras med ekonomisk effektivitet som ett underliggande mål.

Den nya kunskapen inom entreprenörskap har snarare betonat andra kännetecken på det entreprenöriella beteendet och beslutsfattandet. Exempelvis har entreprenörskapet beskrivits som något unikt och med stor mångfald. Oftast går det inte att beskriva processen i linjära termer utan snarare något som kännetecknas av ett ”icke-rationellt” beteende (åtminstone för en utomstående betraktare), en iterativ process, och där ”tur” många gånger kan spela en stor roll för det slutliga utfallet. Utifrån sådana utgångspunkter har exempelvis Baron (1998) och Mitchell m.fl. (2004) visat att entreprenörer sällan är rationella i sitt beslutsfattande.

#### **6.3.1 Mål- respektive medel-rationalitet (*causation vs effectuation*)**

Det traditionella sättet att betrakta etableringen av ett nytt företag är att se etableringsprocessen som en rationell och linjär process där företagaren utgår från relativt tydliga mål och där fokus ligger på att skaffa de medel som krävs för att uppnå dem. Denna process förutsätter en analytisk förmåga, kräver mycket tid, och inte minst, kräver mycket resurser (Chandler m.fl., 2011). Processen kan i hög grad karaktäriseras som en mål-rationell process (eller en *causation process*). Etableringsprocessen antas utgå från att entreprenören har någon form av affärsidé och vet rimligt väl vad han eller hon vill uppnå. På olika sätt, exempelvis via marknadsanalyser och marknadsplaner, skaffar sig entreprenören kunskaper om marknaden och vad som krävs av företaget för att lyckas. Utifrån dessa analyser startas anskaffningen av de resurser som behövs för att genomföra planerna och därmed uppnå entreprenörens mål. I denna mål-rationella process spelar kapitalet en stor

roll och oftast fokuseras på behovet av ägarkapital. Viktiga begrepp är entreprenörens avsikter, identifiering och bedömning av olika affärsmöjligheter, affärsplanering och resursanskaffning. Även om denna beskrivning är en stark förenkling av verkligheten är det ofta denna typ av beskrivningar, som utgör grunden för många aktörer som tillhandahåller olika former av resurser till nya och små företag, men även bland policymakers som försöker stimulera och hjälpa företagare att starta och utveckla sina företag. Och självklart är det så att i vissa fall startas och drivs företag på detta sätt – etableringen av företaget sker på ett mål-rationellt sätt.

I sin artikel 2001 gav emellertid Sarasvathy en annan bild av det entreprenöriella beteendet vid etablering av nya företag, och hon presenterade det hon kallade en *effectuation logic* eller kanske närmast en ”medel-rationell” process. *Effectuation* är en modell som beskriver entreprenörens beteende i allmänhet, men modellen ger också ett nytt perspektiv på hur resurser anskaffas i nya och små företag. I en medel-rationell process sätts entreprenörens resurser, kunskaper och nätverk i fokus snarare än kapitalet. Ett antagande är att de flesta företag har ett begränsat behov av externa resurser och de flesta entreprenörer startar och driver sina företag utan externt kapital. Entreprenörens beteende kännetecknas av flexibla mål, entreprenören tenderar att utgå från de resurser som denne har tillgång till – vad entreprenören kan göra beror på de medel som står till hans eller hennes förfogande.

I den medel-rationella processen startar entreprenören med de medel som står till förfogande, såsom entreprenörens erfarenhet, kunskap och personliga nätverk, medan företagets mål byggs upp successivt över tiden. Det är således medlen och inte målen” som är startpunkt i etableringsprocessen och den fråga som entreprenören måste ställa sig är: ”Vad kan jag göra med de resurser som jag har?” Detta innebär att etableringsprocessen är mindre fokuserad på marknadsanalyser och affärsplaner, medan entreprenörens sociala nätverk blir betydligt viktigare. Entreprenörens beteende kännetecknas härvid av fyra principer (Mauer, 2014):

1. Istället för att kalkylera kostnaderna för företagsstarten ligger fokus på att bestämma den maximala förlusten som entreprenören har råd att ta.
2. Istället för att försöka tävla mot sina konkurrenter fokuserar entreprenören på att bygga sitt sociala nätverk och få olika aktörer engagerade i företagandet.
3. Det är fråga om att exploatera den kunskap och de resurser i omgivningen som redan finns.
4. Osäkerheten är oftast stor vid företagsetableringen, och för att få information om och kontroll över den oförutsägbara framtiden tenderar entreprenören att experimentera och lära sig mer genom att interagera med omgivningen.

Kunskapen och lärandet är således centralt i den medel-rationella processen, att utveckla företagandet i små steg, och entreprenörens sociala nätverk får en central betydelse i den entreprenöriella processen.

Att betrakta företagandet som en medel-rationell process har under senare år fått ett stort genomslag, inte bara bland forskare utan även bland praktiker som betraktat den som en empiriskt relevant beskrivning av etableringsprocessen. I sina tidiga skrifter tenderade Sarasvathy att polarisera mellan mål-rationella och medel-rationella processer som två åtskilda etableringsprocesser – även om hon erkände att det inte är två separata processer utan de kan existera samtidigt i en etableringsprocess. Empiriska studier har också visat att så är fallet. Bergendahl (2009) visade exempelvis i sin doktorsavhandling att mål- och

medel-rationella beteende varierar över tiden vid en företagsetablering – vid vissa tidpunkter blir processen mer mål-orienterad och andra tidpunkter mer medel-rationell.

### 6.3.2 *Financial bootstrapping* – alternativa metoder till extern finansiering

Sarasvathys *effectuation theory* förklarar det entreprenöriella beteendet i mer generella termer, men samtidigt fokuserar teorin på de resurser som är nödvändiga för att starta och driva ett företag. Ett begrepp som är mer relaterat till de finansiella resurserna i nya och små företag är *financial bootstrapping*. Det kan definieras som användandet av metoder för att möta ett företags resursbehov utan att förlita sig på extern finansiering i form av externt låne- och ägarkapital (Winborg och Landström, 2000).

En rad empiriska studier har pekat på att *financial bootstrapping* utgör ett viktigt finansiellt instrument i nya och små företag. Exempelvis visar en studie av Harrison m.fl. (2004) att så många som 95 procent av alla företagare i nya och små företag använde någon form av bootstrapping. De metoder som företagare oftast använder sig av kan beskrivas i ett antal huvudtyper (Winborg och Landström, 2000; Vanacker och Sels, 2009):

1. Ägarfinansiering, exempelvis använda ägarens personliga kreditkort, låna från släkt och vänner, ha släktingar som arbetar i företaget eller inte betala lön till entreprenören.
2. Minimera investeringarna i företaget, exempelvis genom leasing.
3. Förbättrad cash management i företaget.
4. Fördröja betalningar till leverantörer och myndigheter.
5. Utnyttja offentliga stödsystem.
6. Relationsbaserade metoder, exempelvis låna utrustning från andra företag, göra gemensamma inköp och låna istället för att köpa utrustning.
7. Kundrelaterade metoder, exempelvis utnyttja resurser från kunder och förinbetalningar från kunder.

Empiriska studier har också visat att nya och små företag med finansiella begränsningar tenderar att använda bootstrappingmetoder i större utsträckning än företag som inte upplever sig ha finansiella problem (Ebben, 2009). Samtidigt är det inte så att bootstrapping är förbehållet företag med finansiella problem – som en sista utväg – det finns en mängd andra drivkrafter för att använda bootstrapping, såsom att få lägre kostnader genom att undvika extern finansiering, spara tid och kunna fokusera på företagandet snarare än finansieringen, och reducera risken genom att undvika höga finansieringskostnader (Winborg, 2009).

Små företag tenderar att använda bootstrapping i större utsträckning än stora företag, och små företag använder dessutom en bredare arsenal av olika bootstrappingmetoder, samt tenderar att fokusera på kostnadsbesparande metoder, medan stora företag koncentrerar sig på färre och oftast mer relationsbaserade metoder (Harrison m.fl., 2004). Det är också intressant att konstatera att teknikbaserade företag inte tycks vara särskilt annorlunda än andra företag när det gäller användandet av bootstrapping, men de tenderar att i större utsträckning fokusera på metoder som förbättrar kassaflödet i företaget (Van Auken, 2005). I detta sammanhang kan även konstateras att högriskföretag tenderar att i större utsträckning förlita sig på bootstrapping, medan företag med lägre risk i större utsträckning förlitar sig på den traditionella finansiella marknaden (Van Auken, 2004). Om bootstrapping är bra eller dåligt är svårt att bedöma. Flera studier har försökt mäta

konsekvenserna av användandet av bootstrapping, men utifrån dessa studier är det svårt att dra några tydliga slutsatser – studierna är gjorda i olika kontexter, med olika metoder och beroende variabler, och har kommit till motstridiga resultat.

#### **6.4 Vad kan vi lära av detta kapitel?**

I kapitel 5 beskrev jag företagarnas val av finansieringskällor i nya och små företag. I detta kapitel har jag presenterat ett antal teorier och modeller som på olika sätt försöker förklara varför företagare beter sig på ett visst sätt och varför man fattar vissa finansiella beslut. Härigenom hoppas jag att läsaren fått en förståelse för företagarens finansiella beslutsfattande. En sådan förståelse är också en förutsättning för att kunna utforma finansiella interventioner som är adekvata för företagare i nya och små företag.

En central utgångspunkt för utformningen av adekvata interventioner är således hur man betraktar det entreprenöriella beteendet – som en ekonomiskt rationell, linjär och målinriktad process, eller som en icke-rationell, iterativ, och medelorienterad process. De finansiella teorier som presenterats i kapitlet, liksom RBV, har tagit sin utgångspunkt i ett ekonomiskt rationellt tänkande och en ekonomisk effektivitet i det finansiella beslutsfattandet, medan Sarasvathys *effectuation theory* snarare satt fokus på entreprenörens handlingsorientering och de resurser som denne förfogar över. Nu är naturligtvis det entreprenöriella beteendet komplext, och som Bergendahl (2009) indikerat i sin avhandling, är det i entreprenörens dagliga verksamhet oftast inte fråga om ett ”antingen-eller” utan ett ”både och” beteende. Processens karaktär i termer av mål- respektive medelrationalitet är exempelvis beroende av vilka individer som är involverade i processen (teamet), var i processen man befinner sig och karaktären på den affärsidé som ska utvecklas. Processens karaktär kan alltså variera över tiden men även från fall till fall.

Sarasvathys syn på entreprenörens beteende förändrar vårt sätt att se på finansiellt kapital. Sarasvathy betraktar de resurser som entreprenören själv kontrollerar som centrala för det entreprenöriella beteendet – något som står i kontrast till RBV (Barney, 1991) som lyfter fram de resurser som är värdefulla, unika, svåra att imitera, och icke-substituerbara som centrala för företagets framgång. En konsekvens av att fokusera på de resurser som entreprenören har kontroll över, blir naturligtvis att betrakta företagaren som handlingsorienterad, istället för att bli avskräckt när denne inte lyckas uppbringa de resurser som är nödvändiga för exploatera sina affärsmöjligheter. Handling kan även vara ett sätt att övervinna resursbegränsningar – genom att aktivt experimentera med olika lågkostnadslösningar kan man få en hävstång på de resurser man har.



## 7 Slutsatser och förslag

Det är viktigt att betona att Sverige i ett internationellt perspektiv har en stark finansiell marknad för nya och små företag – utbudet av kapital är omfattande. VC-marknaden har uppvisat en positiv utveckling, med en svacka runt finanskrisen 2008–2013, men Sverige har under flera år legat bland de främsta länderna i Europa när det gäller VC-marknadens omfattning i förhållande till ekonomins storlek. Marknaden för affärsänglar och det informella riskkapitalet har däremot inte uppvisat en lika positiv utveckling. De interventioner som staten gjort för att stimulera denna marknad har inte varit lika lyckosamma, men en viss utveckling kan dock identifieras – baserad på den ökade uppmärksamhet som affärsänglar fått och de insatser som olika affärsängelnätverk har gjort. Dessutom har staten på olika sätt intervenerat på den finansiella marknaden. Detta har inneburit ett successivt ökat statligt riskkapital på marknaden. De statliga interventionerna förefaller dessutom att fortsätta i stor omfattning de närmaste åren och tillgången på kapital för nya och små företag förefaller mycket stor i Sverige. Konklusionen är således att vi ska vara medvetna om att Sverige har gjort flera insatser som successivt har förstärkt tillgången till ägarkapital i nya och små företag – alla företag kan dock inte attrahera VC och VC är inte heller en lämplig finansieringsform för alla företag.

I föreliggande kapitel skall jag utveckla några tankegångar för att förbättra statens kapitalförsörjning till nya och små företag. I enlighet med resonemanget i tidigare kapitel ligger fokus mindre på utbudet av kapital utan snarare på att förstärka entreprenörskapet och efterfrågan av kapital i nya och små företag.

Jag har lyft fram nödvändigheten av att förstå *behovet av kapital* utifrån företagarens perspektiv. Några utgångspunkter för en framtida policydiskussion avseende de nya och små företagens kapitalförsörjning, när problembeskrivningen skiftar från ett utbuds- och kapitalproblem skulle kunna formuleras på följande sätt:

- Indirekta statliga interventioner är bättre än direkta aktiviteter på marknaden. Det gäller att skapa en miljö för en väl fungerande finansiell marknad, och för att nya och växande företag ska frodas. I detta sammanhang är kvaliteten i företagandet central, men det är också viktigt att framhålla att kvantitet och kvalitet är beroende av varandra. Det är därför viktigt att skapa förutsättningar för växande företag, men detta förutsätter också att det startas ett stort antal nya företag, eftersom det inte är givet på förhand vilka som blir framgångsrika.
- Under lång tid har staten byggt upp en omfattande struktur och ett omfattande utbud av riskkapital till nya och små företag. Men finansieringen är i många avseenden en kunskapsfråga – vi behöver bra företag i Sverige som kan attrahera externt kapital, men även fler företagare som har kunskap om finansiering. Kunskapen gör att företagaren blir mer benägen att ta in externt kapital, men gör det även möjligt för företagaren att förbereda företaget för ett externt kapitaltillskott. Det är inte enbart en fråga om att öka företagarnas kunskap, lika viktigt är att förstärka finansierarnas kunskap om investeringar i nya och små företag. Statliga tjänstemän är sällan bra riskkapitalister, och investerare i nya och små företag kanske inte alltid har rätt kunskap och erfarenhet för att investera i dessa företag. I bredare bemärkelse gäller detta även det rådgivningssystem som byggts upp i Sverige och den kunskap som finns där samt strukturen för lärande i systemet. Några lärdomar från de erfarenheter som

dragits i andra länder indikerar att de interventioner som varit mest lyckade har lagt vikt vid lärandet och erfarenhetsutbytet bland olika aktörer i programmen.

- Det förefaller även som framgången i interventionerna är beroende av kontexten. Att programmen introducerats vid rätt tidpunkt och är uthålliga och relaterade till varandra, är starka framgångsfaktorer. Denna typ av förändringar tar lång tid – oftast flera decennier. För att ge ett exempel: I USA – som i många avseenden kan karaktäriseras som en entreprenöriell ekonomi när det gäller marknadsregler och marknadskaraktär – har det tagit mer än 50 år av experimenterande för att skapa dagens system för entreprenöriell finansiering (Nightingale m.fl., 2009).
- Förslagen måste vara förankrade i dagens företagande. Företagandet förändras över tiden. Branschstrukturen förändras och det är andra typer av företag som startas och växer jämfört med för ett 20-tal år sedan, och förutsättningarna för att starta och driva företag är annorlunda idag. Exempelvis är det inte alltid de teknikbaserade företagen som växer mest utan i många fall kvalificerade konsultföretag som tillhandahåller företagstjänster (verksamheter som ofta outsourcats av de stora företagen).

## 7.1 Några avslutande kommentarer

Arbetet med denna rapport har varit en inspirerande intellektuell utmaning. Jag är medveten om att den logik som policymakers och politiker arbetar utifrån kan vara annorlunda än den akademiska logiken. Jag hoppas emellertid att föreliggande rapport kan utgöra underlag för en fortsatt diskussion om statens roll i den framtida kapitalförsörjningen. En diskussion som jag hoppas får ett starkare fokus än tidigare på dels företagarens perspektiv, dennes beteende och finansiella beslutsfattande, och *inte* på utbudet av kapital och investerarnas bevekelsegrunder, dels den kunskap som finns kring entreprenörskapet och dess finansiering, och *inte* ett sökande efter *best practice* som kan kopieras i en ny kontext.

## Referenser

- Abramowitz, M. (1956), 'Resource and output trends in the United States since 1870', *American Economic Review*, 46, 5-23.
- Aernoudt, R., A.S. José och J. Roure (2007), 'Executive Forum: Public support for the business angel market in Europe – a critical review', *Venture Capital*, 9(1), 71-84.
- Aldrich, H.E. och E.R. Auster (1986), 'Even dwarfs started small: Liabilities of age and size and their strategic implications', *Research in Organizational Behaviour*, 8, 165-199.
- Aldrich, H.E. och C.M. Fiol (1994), 'Fools rush in? The institutional context of industrial creation', *Academy of Management Review*, 19(4), 645-670.
- Amit, R., J. Brander och C. Zott (1998), 'Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence', *Journal of Business Venturing*, 13(6), 441-466.
- Ang, J.S. (1991), 'Small business uniqueness and the theory of financial management', *Journal of Small Business Finance*, 1(1), 1-13.
- Ang, J.S. (1992), 'On the theory of finance for privately held firms', *Journal of Small Business Finance*, 1(3), 185-203.
- Atherton, A. (2009), 'Rational actors, knowledgeable agents: Extending pecking order considerations of new ventures financing to corporate founder experience, knowledge and networks', *International Small Business Journal*, 27(4), 470-95.
- Arenius, P. och E. Autio (2006), 'Financing of small businesses: Are Mars and Venus more alike than different?', *Venture Capital*, 8(2), 93-107.
- Avnimelech, G. och S. Harel (2012), 'Global venture capital hotspots: Israel', i H. Landström och C. Mason (red.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Volume 2, Cheltenham: Edward Elgar, sid. 209-226.
- Avnimelech, G. och M. Teubal (2006), 'Creating venture capital industries that co-evolve with high tech clusters', *Research Policy*, 10, 1477-1498.
- Backman, M. (2015), 'Banks and new firm formation', *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 22(4), 734-761.
- Barney, J.B. (1986), 'Organizational culture: Can it be a source of sustainable competitive advantage?', *Academy of Management Review*, 11, 656-665.
- Barney, J.B. (1991), 'Firm resources and sustained competitive advantage', *Journal of Management*, 17(1), 99-121.
- Barney, J.B. (1994), 'Bridging managers back', in J.B. Barney, J-C. Spender and T. Reve, *Does Management Matters? Competencies and Competitive Advantages*, The 1994 Crafoord Lectures, Lund, Sweden: Lund University, Institute of Economic Research, pp. 1-36.
- Baron, R. (1998), 'Cognitive mechanisms in entrepreneurship: Why and when entrepreneurs think differently than other people', *Journal of Business Venturing*, 13(4), 275-294.

- Barton, S.L., N.C. Hill och S. Sundaram (1989), 'An empirical test of stakeholder theory predictions of capital structure', *Financial Management*, 18(1), 36-44.
- Baumol, W.J. (2002), *The free-market innovation machine*, Princeton: Princeton University Press.
- Bergendahl, J. (2009), *Entreprenörskapsresan genom beslutsprocesser i team*, Doktorsavhandling, Institutet för Ekonomisk Forskning, Lund University, Sweden.
- Becattini, G. (1989), 'From the industrial "sector" to the industrial "district"', i E. Goodman och J. Bamford (red.), *Small firms and industrial districts in Italy*, London: Routledge.
- Belleflamme, P., T. Lambert och A. Schwienbacher (2014), 'Crowdfunding: Tapping the right crowd', *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609.
- Berger, A. och G. Udell (1998), 'The economies of small business finance: The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle', *Journal of Bank and Finance*, 22, 613-673.
- Bergmann Lichtenstein, B.M. och C.G. Brush (2001), 'How Do "Resource Bundles" Develop and change in New Ventures? A Dynamic Model and Longitudinal Exploration', *Entrepreneurship Theory and Practice*, Spring, 37-58.
- Bertoni, F., M.G. Colombo och A. Quas (2015), 'The patterns of venture capital investment in Europe', *Small Business Economics*, 45, 543-560.
- Bhidé, A. (1992), 'Bootstrap Finance: The Art of Start-ups', *Harvard Business Review*, Nov-Dec., 109-117.
- Bhidé, A.V. (2000), *The Origin and Evolution of New Businesses*, New York: Oxford University Press.
- Birley, S. (1985), 'The role of networks in the entrepreneurial process', *Journal of Business Venturing*, 1(1), 107-117.
- Black, B.S. och R.J. Gilson (1998), 'Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets', *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.
- Bertoni, F. och T. Tykvová (2015), 'Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies', *Research Policy*, 44, 925-935.
- Blanchflower, D.G. och A.J. Oswald (1989), 'What makes an entrepreneur?', *Journal of Labor Economics*, 16(1), 26-60.
- Bornefalk, A. (2014), *Kapital på krita? En ESO-rapport om företagandets finansiering*, Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2014:4, Stockholm: Fritzes.
- Bozkaya, A. och B. van Pottelsberghe (2008), 'Who funds technology-based small firms? Evidence from Belgium', *Economics of Innovation and New Technology*, 17(1-2), 97-122.
- Brounen, D., A. de Jong och K. Koedijk (2006), 'Capital structure policies in Europe: Survey evidence', *Journal of Banking and Finance*, 30, 1409-1442.

- Brush, C.G., P.G. Greene och M.M. Hart (2001), 'From initial idea to unique advantage: The entrepreneurial challenge of constructing a resource base', *Academy of Management Executive*, 15(1), 64-80.
- Brush, C.G., L.F. Edelman och T.S. Manolova (2012), 'Ready for funding? Entrepreneurial ventures and the pursuit of angel financing', *Venture Capital*, 14(2-3), 111-129.
- Brüderl, J., P. Preisendorfer och R. Ziegler (1992), 'Survival chances of newly founded business organizations', *American Sociological Review*, 57(2), 227-242.
- Campbell, J.R. och M. De Nardi (2009), 'A conversation with 590 nascent entrepreneurs', *Annals of Finance*, 5, 313-340.
- Carpenter, R.E. och B. Petersen (2002), 'Is the growth of small firms constrained by internal finance?', *Review of Economics and Statistics*, 84(2), 298-309.
- Carpentier, C. och J-M. Suret (2016), 'The effectiveness of tac incentives for business angels', i H. Landström och C. Mason (red.), *Handbook of Research on Business Angels*, Cheltenham: Edward Elgar, forthcoming.
- Cassar, G. (2004), 'The financing of business start-ups', *Journal of Business Venturing*, 19(2), 261-283.
- Certo, S.T. (2003), 'Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures', *Academy of Management Review*, 28, 432-446.
- Chandler, G.N. och S.H. Hanks (1994), 'Market attractiveness, resource-based capabilities, venture strategies and venture performance', *Journal of Business Venturing*, 9, 331-349.
- Chandler, G.N. och S.H. Hanks (1998), 'An examination of the substitutability of founders human and financial capital in emerging business ventures', *Journal of Business Venturing*, 13, 353-69.
- Connelly, B.L., S.T. Certo, R.D. Ireland och C.R. Reutzel (2011), 'Signaling theory: A review and assessment', *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Cooper, A.C., W.C. Dunkelberg och C.Y. Woo (1988), *Survival and failure*, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley, MA: Babson College, sid. 226-237.
- Cooper, A.C., F.J. Gimeno-Gascon och C.Y. Woo (1994), 'Initial human and financial capital as predictors of new venture performance', *Journal of Business Venturing*, 9, 371-395.
- Cosh, A. och A. Hughes (1994), 'Size, financial structure and profitability', i A. Hughes och D.J. Storey (red.), *Finance and the Small Firm*, London: Routledge, sid. 18-63.
- Cowling, M., P. Bates, N. Jagger och G. Murray (2008), *Study of the impact of the Enterprise Investment Scheme (EIS) and Venture Capital Trusts (VCTs) on company performance*, HM Revenue and Customs Research Report No 44, Brighton: University of Sussex.
- Cowling, M., W. Liu och A. Ledger (2012), 'Small business financing in the UK before and during the current financial crisis', *International Small Business Journal*, 30(7), 778-800.

- Cressy, R. (1996), 'Are business startups debt-rationed?', *Economic Journal*, 106(438), 1253-1270.
- Cumming, D. (2006), 'Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation Investment Funds', *Journal of Business Venturing*, 22, 193-235.
- Danila, A., G. Foster och M. Gupta (2003), 'Venture capital financing and the growth of startup firms', *Journal of Business Venturing*, 18, 689-708.
- Da Rin, M., G. Nicodano och A. Sembenelli (2006), 'Public policy and the creation of active venture capital markets', *Journal of Public Economics*, 90, 1699-1723.
- Davidsson, P. (2008), 'Looking back at 20 years of entrepreneurship research: What did we learn?', i H. Landström, H. Crijns, E. Laveren och D. Smallbone (red.), *Entrepreneurship, Sustainable Growth and Performance*, Cheltenham: Edward Elgar, sid. 13-26.
- Davidsson, P. och M. Henrekson (2002), 'Determinants of the prevalence of start-ups and high growth firms', *Small Business Economics*, 19, 81-104.
- Douglas, M. och D. Shepherd (2002), 'Exploring investor readiness: assessment by entrepreneurs and investors in Australia', *Venture Capital*, 4(3), 219-236.
- Dreux, D.R. (1990), 'Financing family businesses: Alternatives to selling out or going public', *Family Business Review*, 3, 225-243.
- Ebben, J.J. (2009), 'Bootstrapping and the financial condition of small firms', *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, 15(4), 346-63.
- Eisenhardt, K. och J. Martin (2000), 'Dynamic capabilities: What are they?', *Strategic Management Journal*, 21(10-11), 1105-1121.
- Eisenhardt, K.M., N.R. Furr och C.B. Bingham (2010), 'Microfoundations of Performance: Balancing Efficiency and Flexibility in Dynamic Environments', *Organization Science*, 21(6), 1263-1273.
- Elitzur, R. och A. Gavius (2013), 'Contracting, signaling and moral hazard: A model of entrepreneurs, angels, and venture capitalists', *Journal of Business Venturing*, 18, 709-725.
- Evans, D.S. och B. Jovanovic (1989), 'An estimated model of entrepreneurial choice under liquidity constraints', *Journal of Political Economy*, 97(4), 808-827.
- Evans, D.S. och L.S. Leighton (1989), 'Some empirical aspect of entrepreneurship', *American Economic Review*, 79, 519-535.
- EVCA (2015), *2014 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments and Divestments*, Brussels: EVCA.
- Filatochev, I. och K. Bishop (2002), 'Board composition, share ownership, and "underpricing" of UK IPO firms', *Strategic Management Journal*, 23, 941-955.
- Foss, N.J., P.G. Klein, Y.Y. Kor och J.T. Mahoney (2008), 'Entrepreneurship, subjectivism and the resource-based view', *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2(1), 73-94.
- Företagarna (2015), *Småföretagen vill växa – men saknar finansiering. Företagarnas finansieringsrapport 2015*, Stockholm: Företagarna.

- Garmaise, M.J. (2001), Informed investors and the financing of entrepreneurial projects, Working Paper, EFMA Lugano Meeting. <http://ssrn.com/abstract=263162>, or doi:10.2139/ssrn.263162
- Gartner, W.B. (1985), 'A Conceptual Framework for Describing the Phenomenon of New Venture Creation', *Academy of Management Review*, 10(4), 696-706.
- Gaston, R.J. (1989), *Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide*, New York: Wiley.
- GEM Report (2004), *Global Entrepreneurship Monitor: Executive Report*, Kaufmann Center for Entrepreneurial Leadership, Kansas City, MO: Ewing Marion Kauffman Foundation.
- Gompers, P. och J. Lerner (1998), 'Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions', *Journal of Finance*, 53(6), 2161-2183.
- Gompers, P. och J. Lerner (1999), *What drives venture capital fundraising?*, Working Paper, Washington DC: National Bureau of Economic Research.
- Grichnik, D., D. Schiereck och A. Wenzel (2007), *The relationship between VC-financing and capital structure choice*, paper presented at the 2007 Annual AOM Meeting, Philadelphia, PA, 3-8 August.
- Grilli, L. och S. Murtinu (2014), 'Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms', *Research Policy*, 43, 1523-1543.
- Hall, G.C., P.J. Hutchinson och N. Michaels (2004), 'Determinants of the capital structure of European SMEs', *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(5-6), 711-728.
- Hallen, B.L. och K.M. Eisenhardt (2012), 'Catalyzing strategies and efficient tie formation: How entrepreneurial firms obtain investment ties', *Academy of Management Journal*, 55, 35-70.
- Hanks, S., C. Watson, E. Jensen och G. Chandler (1994), 'Tightening the life-cycle construct: A taxonomic study of growth stage configurations in high-technology organizations', *Entrepreneurship Theory and Practice*, 18(2), 5-29.
- Harrison, R.T., C.M. Mason och P. Girling (2004), 'Financial bootstrapping and venture development in the software industry', *Entrepreneurship and Regional Development*, 16, 307-33.
- Henrekson, M. och D. Johansson (2010), 'Gazelles as job creators: A survey and interpretation of the evidence', *Small Business Economics*, 35(2), 227-244.
- Himmelberg, C.P. och B.C. Petersen (1994), 'R&D and internal finance: A panel study of small firms in high-tech industries', *Review of Economics and Statistics*, 76, 136-151.
- Hitt, M.A., R.D. Ireland, S.M. Camp och D.L. Sexton (2001), 'Strategic entrepreneurship: entrepreneurial strategies for wealth creation', *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 479-491.
- Holland, K. och R.H.G. Jackson (2011), 'Taxation Influences upon the Market in Venture Capital Trust Stocks', *Accounting and Business Research*, 41(1), 1-36.

- Holmes, S. och P. Kent (1991), 'An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises', *Journal of Small Business Finance*, 1, 141-154.
- Holtz-Eakin, D. och H.S. Rosen (2005), 'Cash constraints and business start-ups: Deutschmarks versus Dollars', *Contributions to Economic Analysis and Policy*, 4, 1-26.
- Holtz-Eakin, D., D. Joulfaian och H. Rosen (1994), 'Entrepreneurial decisions and liquidity constraints', *RAND Journal of Economics*, 25, 334-347.
- Hornuf, L. och A. Schwienbacher (2016), 'Crowdfunding – angel investing for the masses?', i H. Landström och C. Mason (red.), *Handbook of Research on Business Angels*, Cheltenham: Edward Elgar, ch. 15.
- Howorth, C. (2001), 'Small firms' demand for finance', *International Small Business Journal*, 19(4), 78-86.
- Hurst, E. och A. Lusardi (2004), 'Liquidity constraints, household wealth and entrepreneurship', *Journal of Political Economy*, 112, 319-347.
- Jones, D., A. Macpherson och D. Jayawarna (2014), *Resourcing the Start-up Business*, London: Routledge.
- IVA (2011), *Innovation för tillväxt – från ord till handling*, Stockholm: IVA.
- Jaffe, A.B. (1986), 'Technological opportunity and spillovers of R&D: Evidence from firms' patents, profits and market value', *American Economic Review*, 76(5), 984-1001.
- Jarvis, R. (2006), 'Finance and the small business', i S. Carter och D. Jones-Evans (red.), *Enterprise and Small Business. Principles, Practice and Policy*, Harlow: Pearson Education, sid. 338-356.
- Jeng, L.A. och P.C. Wells (2000), 'The determinants of venture capital funding: Evidence across countries', *Journal of Corporate Finance*, 6(3), 241-289.
- Jones, D.A., A. Macpherson och D. Jayawarna (2014), *Resourcing the Start-up Business*, London: Routledge.
- Kaplan, S.N. och J. Lerner (2010), 'It ain't broke: The past, present and future of venture capital', *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(2), 36-47.
- Kerr, W.R. och R. Nanda (2009), 'Democratizing entry: Banking deregulations, financing constraints, and entrepreneurship', *Journal of Financial Economics*, 94, 124-149.
- Kortum, S. och J. Lerner (2000), 'Assessing the contribution of venture capital to innovation', *RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.
- Kotey, B. (1999), 'Debt financing and factors internal to the business', *International Small Business Journal*, 17(3), 11-29.
- Kraus, A. och R.H. Litzenberger (1973), 'A state preference model of optimal financial leverage', *Journal of Finance*, 28, 911-922.
- Landström, H. (1993), 'Agency theory and its application to small firms: Evidence from the Swedish venture capital market', *Journal of Small Business Finance*, 2(3), 203-218.



- Landström, H. (red.)(2003), *Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering*, Stockholm: SNS Förlag.
- Landström, H. (2010), *Pioneers in Entrepreneurship and Small Business Research*, New York: Springer.
- Landström, H. (2014), 'Entrepreneurship Research and Its Historical Background', i T. Baker och F. Welter (red.), *The Routledge Companion to Entrepreneurship*, London: Routledge, sid. 21-40.
- Landström, H. och C. Mason (2012), *Handbook of Research on Venture Capital. A Globalizing Industry*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Landström, H. och J. Winborg (1995), *Small Business Managers' Attitudes Towards and Use of External Financial Sources*, paper presented at the Babson-Kauffman Entrepreneurship Research Conference, Babson College, Wellesley, MA, June.
- LaPorta, R., F. Lopez de-Silanes, A. Shleifer och R. Vishny (1998), 'Law and finance', *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- Lelarge, C., D. Sraer och T. Thesmar (2010), 'Entrepreneurship and Credit Constraints: Evidence from a French Loan Guarantee Program', i J. Lerner och A. Schoar (red.), *International Differences in Entrepreneurship*, Chicago: University of Chicago Press, sid. 243-273.
- Lemmon, M.L., M.R. Roberts och J.F. Zender (2008), 'Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure', *Journal of Finance*, 63, 1375-1403.
- Lerner, J. (1999), 'The government as venture capitalists: The long-run impact on the SBIR program', *Journal of Business*, 72(3), 285-318.
- Lerner, J. (2002), 'When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective public venture capital programs', *Economic Journal*, 112, F73-F84.
- Lerner, J. (2009), *Boulevard of broken dreams*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Lerner, J. (2010), 'The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital', *Small Business Economics*, 35(3), 255-264.
- Lerner, J., D. Moore och S. Shepherd (2005), *A study of New Zealand's venture capital market and implications for public policy*, Report to the Ministry of Research Science and Technology, Auckland: LEGG.
- López-Gracia, J. och F. Sogorb-Mira (2008), 'Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs', *Small Business Economics*, 31, 117-136.
- Mac an Bhaird, C. och B. Lucey (2011), 'An empirical investigation of the financial growth lifecycle', *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 18(4), 715-731.
- Mason, C.M. (2009), 'Venture Capital in Crisis?', *Venture Capital*, 11(4), 279-285.
- Mason, C.M. och R. Brown (2013), 'Creating good public policy support high-growth firms', *Small Business Economics*, 40, 211-225.
- Mason, C.M., K. Bishop och C. Robinson (2009), *Business growth and innovation: The wider impact of rapidly growing firms in the UK city-regions*, London: NESTA.

- Mason, C. och R. Harrison (2003), 'Closing the regional equity gap? A critique of the Department of Trade and Industry's regional venture capital funds initiative', *Regional Studies*, 37(8), 855-868.
- Mason, C. och J. Kwok (2010), 'Investment readiness programmes and access to finance: a critical review of design issues', *Local Economy*, 25(4), 269-292.
- Mauer, R. (2014), 'Thinking different. Effectual logic and behaviour', i T. Baker and F. Welter (red.), *The Routledge Companion to Entrepreneurship*, London: Routledge, pp. 116-130.
- Minola, T. och M. Giorgino (2011), 'External capital for NTBFs: the role of bank and venture capital', *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2-3), 222-247.
- Mitchell, C. (2015), *Immigrant Entrepreneurship and Firm Growth*, Licentiatuppsats, Sten K. Johnson Centre for Entrepreneurship, Lunds Universitet, Lund.
- Mitchell, R., L. Busenitz, T. Lant, P. McDougall, E. Morse och J. Smith (2004), 'The distinctive and inclusive domain of entrepreneurial cognitive research', *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(6), 505-518.
- Moroz, P.W. och K. Hindle (2012), 'Entrepreneurship as a process: Toward harmonizing multiple perspectives', *Entrepreneurship Theory and Practice*, July, 781-818.
- Murray, G. (2007), 'Venture capital and government policy', i H. Landström (red.), *Handbook of Research on Venture Capital*, Cheltenham: Edward Elgar, sid. 113-151.
- Myers, S.C. (1984), 'The capital structure puzzle', *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S.C. och N.S. Majluf (1984), *Corporate financing and investment decisions when business have information that investors do not have*, NBER Working Paper 1396, Cambridge, MA: NBER.
- Nagy, B. och F. Lohrke (2010), 'Only the good die young? A review of liability of newness and related new mortality research', i H. Landström och F. Lohrke (red.), *Historical Foundations of Entrepreneurship Research*, Cheltenham: Edward Elgar, sid. 185-204.
- Nesta (2009), *From funding gaps to thin markets. UK Government support for early-stage venture capital*, London: BVCA/Nesta.
- Newbert, S.L. (2005), 'New firm formation: A dynamic capability perspective', *Journal of Small Business Management*, 43(1), 55-77.
- Nightingale, P. och A. Coad (2014), 'Muppets and gazelles: Ideological and methodological biases in entrepreneurship research', *Industrial and Corporate Change*, 23(1), 113-143.
- Nightingale, P. och A. Coad (2016), 'Challenging assumptions and bias in entrepreneurship research', i H. Landström, A. Parhankangas, A. Fayolle och P. Riot (red.), *Challenging Entrepreneurship Research*, London: Routledge, sid. 100-128.
- Nykvist, J. (2008), 'Entrepreneurship and liquidity constraints: Evidence from Sweden', *Scandinavian Journal of Economics*, 110(1), 23-43.

- OECD (2013), *SME and Entrepreneurship Financing: The Role of Credit Guarantee Schemes and Mutual Guarantee Societies in supporting finance for small and medium-sized enterprises*, CFE/SME(2012)1, Paris: OECD.
- Olofsson, C. (1983), *De regionala utvecklingsbolagen – instrument för industriell utveckling*, SIND 1983:4, Stockholm: Liber.
- Olofsson, C. och B. Berggren (1998), *De mindre företagens finansiella villkor – en replikstudie*, Working Report 1998:102, CEF, Uppsala Universitet.
- Paul, S., G. Whittam och J. Wyper (2007), 'The pecking order hypothesis: does it apply to start-up firms', *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 14(1), 8-21.
- Park, H. (1998), 'The effect of national culture on the capital structure of firms', *International Journal of Management*, 15, 204-211.
- Penrose, E.T. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford: Basil Blackwell.
- Perry, J.T., G.N. Chandler och G. Markova (2012), 'Entrepreneurial Effectuation: A Review and Suggestions for Future Research', *Entrepreneurship Theory and Practice*, July, 837-861.
- Pettit, R. och R. Singer (1985), 'Small business finance: A research agenda', *Financial Management*, 14(3), 47-60.
- Pfeffer, J. och G. Salancik (1978), *The external control of organizations*, New York: Harper and Row.
- Porter, M. (1990), *The Competitive Advantage of Nations*, New York: Free Press.
- Politis, D., J. Winborg och Å. Lindholm-Dahlstrand (2012), 'Exploring the resource logic of student entrepreneurs', *International Small Business Journal*, 30(6), 659-683.
- Poterba, J. (1989), *Venture capital and capital gains taxation*, Washington DC: National Bureau of Economic Research.
- Prasad, D., G.D. Bruton och A.G. Merikas (1996), 'An empirical study of the capital structure of industries in the European Community', *Journal of International Financial Market, Institutions and Money*, 6, 125-140.
- Prop. 2015/16:110 (2016), *Staten och kapitalet – struktur för finansiering av innovation och hållbar tillväxt*, Regeringens propositioner.
- Rajan, R.G. och L. Zingales (1995), 'What do we know about the capital structure? Some evidence from international data', *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Reynolds, P.D. (2000), 'Entreprenörskap. Sammenligning mellom land', *Magma*, 3(3), 88-92.
- Reynolds, P.D. och B. Miller (1992), 'New firm gestation: Conception, birth and implication for research', *Journal of Business Venturing*, 7, 405-417.
- Revest, V. och A. Sapio (2012), 'Financing technology-based small firms in Europe: what do we know', *Small Business Economics*, 39(1), 179-205.
- Riding, A.L. och G. Haines Jr. (2001), 'Loan guarantees: Costs of default and benefits to small firms', *Journal of Business Venturing*, 16(6), 395-612.

- Riksrevisionen (2014), Statens insatser för riskkapitalförsörjning – i senaste laget, RiR 2014:1, Stockholm: Riksrevisionen.
- Robb, A.M. och D.T. Robinson (2014), 'The capital structure decision of new firms', *Review of Financial Studies*, 27(1), 153-179.
- Romano, C.A., G.A. Tanewski och K.X. Smyrnios (2001), 'Capital structure decision making: A model for family business', *Journal of Business Venturing*, 16, 285-310.
- Rumelt, R.P. (1984), 'Towards a strategic theory of the firm', i R. Lamb (red.), *Competitive strategic management*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, pp. 556-570.
- Samuelsson, M. (2004), *Creating new ventures: A longitudinal investigation of the nascent venturing process*, Doktorsavhandling No 020, Företagsekonomiska institutionen, Jönköping International Business School.
- Sarasvathy, S.D. (2001), 'Causation and effectuation: Toward a theoretical shift from economic inevitability to entrepreneurial contingency', *Academy of Management Review*, 26, 243-263.
- Saxenian, A.L. (1994), *Regional Advantage. Culture and Competition in Silicon Valley and Route 128*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Shane, S. (2008), *The illusion of entrepreneurship*, New Haven, CO: Yale University Press.
- Shane, S. (2009), 'Why encouraging more people to become entrepreneurs is bad public policy', *Small Business Economics*, 33(2), 141-149.
- Shepherd, D.A. och J. Wiklund (2005), *Entrepreneurial Small Businesses: A resource-based perspective*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Sirmon, D.G. och M.A. Hitt (2003), 'Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms', *Entrepreneurship Theory and Practice*, Summer, 339-358.
- Sirmon, D.G., M.A. Hitt och R.D. Ireland (2007), 'Managing firm resources in dynamic environment to create value', *Academy of Management Review*, 32(1), 273-292.
- Smallbone, D., M. Ram, D. Deakins och R. Baldock (2003), 'Access to Finance by Ethnic Minority Businesses in the UK', *International Small Business Journal*, 21(3), 291-314.
- Smith, N.R. (1967), *The Entrepreneur and His Firm*, Bureau of Business Research, East Lansing, MI: Michigan State University Press.
- Sogorb-Mira, F. (2005), 'How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel', *Small Business Economics*, 25(5), 447-57.
- Sohl, J.E. (2003), 'The private equity market in the USA: Lessons from volatility', *Venture Capital*, 5(1), 29-46.
- Solow, R.M. (1957), 'Technical change and the aggregate production function', *Review of Economics and Statistics*, 39, 312-320.
- SOU 2008:121, *Innovationer och företagande – Sveriges framtid*, Stockholm: Fritzes.
- SOU 2015:64, *En fondstruktur för innovation och tillväxt*, Stockholm: Fritzes.

- Spence, M. (1973), 'Job market signaling', *Quarterly Journal of Economics*, 87, 355-374.
- Stam, E.W. och K. Wennberg (2009), 'The role of R&D in new firm growth', *Small Business Economics*, 33(1), 77-89.
- Stinchcombe, A. (1965), 'Organizations and social structure', i J.G. March (red.), *Handbook of Organizations*, Chicago, IL: Rand McNally, sid. 142-193.
- Storey, D.J. (1994), *Understanding the Small Business Sector*, London: Routledge.
- Storey, D.J. och F.J. Greene (2010), *Small Business and Entrepreneurship*, Harlow: Pearson Education Limited.
- Svenskt Näringsliv (2011), *När är statligt stöd till innovativa företag och entreprenörer effektivt?*, Stockholm: Svenskt Näringsliv.
- Svenskt Näringsliv (2012), *Nya företags försörjning av riskkapital. Rapport till projektet "företagsamt ägande"*, Stockholm: Svenskt Näringsliv.
- Svenskt Näringsliv (2013), *Riskkapitalförsörjning i små och medelstora företag*, Stockholm: Svenskt Näringsliv.
- Svensson, R. (2014), *Statlig finansiering till företag*, Stockholm: Timbro.
- Söderblom, A. och M. Samuelsson (2014), *Source of Capital for Innovative Startup Firms. An Empirical Study of the Swedish Situation*, Näringspolitiskt Forum Rapport #9, Örebro: Entreprenörskapsforum.
- Teece, D.J., G.P. Pisano och A. Shuen (1997), 'Dynamic capabilities and strategic management', *Strategic Management Journal*, 18, 509-533.
- Tillväxtanalys 2010:01, *Delrapport 1: Staten och riskkapitalet. Metodbeskrivning och kunskapsöversikt*, Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys 2011:05, *Delrapport 2: Kompetent kapital? Tre länder, tre försök*, Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys 2012:10, *Privat riskkapital och cleantech. Förutsättningar och hinder utifrån investerarnas perspektiv*, Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys 2013:08, *Delrapport 3: Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer*, Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys PM 2015:11, *Offentliga finansieringsinsatser*, Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys Statistik 2014:05, *Riskkapitalstatistik 2013: Venture Capital*, Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys Working Paper 2011:32, *Kapitalförsörjningen i små och medelstora företag. En investering av statistik över riskkapitalmarknaden*, Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtfakta (2015), *Tillväxt genom stöd*, Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtverket (2014), *Förutsättningar för konkurrenskraftiga företag. Företagens villkor och verklighet*, Stockholm: Tillväxtverket.
- Timmons, J.A. och H.J. Sapienza (1992), 'Venture Capital: The Decade Ahead', i D.L. Sexton och J.D. Kasarda (red.), *The State of the Art of Entrepreneurship*, Boston, MA: PWS-KENT Publishing CO, sid. 402-437.

- Ullah, F., Q. Abbas och S. Akbar (2010), 'The relevance of pecking order hypothesis for the financing of computer software and biotechnology small firms: Some UK evidence', *International Entrepreneurship and Management Journal*, 6(3), 301-315.
- Vanacker, T. och S. Manigart (2010), 'Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing', *Small Business Economics*, 35(1), 53-69.
- Vanacker, T., S. Manigart och M. Meuleman (2014), 'Path-dependent evolution versus intentional management of investment ties in science-based entrepreneurial firms', *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(3), 671-90.
- Vanacker, T. och L. Sels (2009), Bootstrapping strategies and entrepreneurial growth: A longitudinal study, paper presented at the 2009 Babson College Entrepreneurship Research Conference, Babson College, Wellesley, MA, 4-6 June.
- Van Auken, H. (2004), 'The use of bootstrap financing among small technology-based firms', *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 9(2), 145-59.
- Van Auken, H. (2005), 'Differences in the usage of bootstrapping financing among technology-based versus nontechnology-based firms', *Journal of Small Business Management*, 43(1), 93-103.
- Van Praag, C.M. och P.H. Versloot (2007), 'What is the value of entrepreneurship? A review of recent research', *Small Business Economics*, 29(4), 351-382.
- Villanueva, J., A.H. Van de Ven och H.J. Sapienza (2012), 'Resource mobilization in entrepreneurial firms', *Journal of Business Venturing*, 27, 19-30.
- Wernerfeld, B. (1984), 'A resource-based view of the firm', *Strategic Management Journal*, 5, 171-180.
- Wiklund, J. (1998), *Small Firm Growth and Performance*, Doktorsavhandling, Internationella Handelshögskolan i Jönköping, Jönköping.
- Wiklund, J. och D.A. Shepherd (2005), 'Entrepreneurial orientation and small business performance: A configuration approach', *Journal of Business Venturing*, 20(1), 71-91.
- Winborg, J. (2009), 'Use of financial bootstrapping in new businesses: a question of last resort?', *Venture Capital*, 11(1), 71-83.
- Winborg, J. och H. Landström (2001), 'Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors', *Journal of Business Venturing*, 16, 235-254.
- Zacharakis, A.L., D.A. Shepherd och J.E. Coombs (2003), 'The development of venture-capital backed internet companies. An ecosystem perspective', *Journal of Business Venturing*, 18, 217-231.
- Zhang, J., V. Souitaris, P.H. Soh och P.K. Wong (2008), 'A contingent model of network utilization in early financing of technology ventures', *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32, 593-613.
- Zott, C. (2003), 'Dynamic capabilities and the emergence of intra-industry differential firm performance', *Strategic Management Journal*, 24(2), 97-125.

Zyman, J. (1983), Governments, Markets, and Growth – Financial Systems and the Politics of Industrial Change, New York: Cornell University.

## Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser

**Tillväxtanalys är en analysmyndighet under Näringsdepartementet. På uppdrag av regeringen utvärderar och analyserar vi svensk tillväxtpolitik.**

Vi arbetar för att stärka den svenska konkurrenskraften och skapa förutsättningar för fler jobb i fler och växande företag i alla delar av landet. Det gör vi genom att ge regeringen kvalificerade kunskapsunderlag och rekommendationer för att utveckla, ompröva och effektivisera statens arbete för hållbar tillväxt och näringslivsutveckling.

Sakkunniga medarbetare, unika databaser och utvecklade samarbeten på nationell och internationell nivå är viktiga tillgångar i vårt arbete. Myndighetens primära målgrupper är regeringen, riksdagen och andra myndigheter inom vårt kunskapsområde. I våra utvärderingar och analyser har vi en oberoende ställning.

Vi är cirka 35 anställda och finns i Östersund (huvudkontor) och Stockholm.

### Våra publikationer

Vi publicerar rapporter i tre olika serier på vår hemsida:

**Rapportserien** – Tillväxtanalys huvudsakliga kanal för publikationer. I rapportserien ingår även myndighetens faktasammanställningar.

**Statistikserien** – Löpande statistikproduktion

**PM** – Metodresonemang, delrapporter och underlagsrapporter är exempel på publikationer i serien.