

Tillväxtfakta 2016

# Perspektiv på kapitalförsörjning

En antologi om företagens finansiering  
och statens roll

## **Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser**

Tillväxtanalys är en analysmyndighet som utvärderar och analyserar 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 för beslut i tillväxtfrågor. I vårt arbete belyser vi internationella, nationella och regionala perspektiv.

# **Perspektiv på kapitalförsörjning**

En antologi om företagens  
finansiering och statens roll

# Innehåll

KAPITEL	SIDAN
1. Statens hittillsvarande roll i de nya och små företagens kapitalförsörjning <i>Hans Landström</i>	13
2. Betydelsen av internt genererat kapital för en långsiktigt hållbar företagstillväxt <i>Sven-Olov Daunfeldt, Åsa Grek, Fredrik Hartwig och Niklas Rudholm</i>	31
3. Kreditgarantisystem – vad är det och vilken funktion fyller det? <i>Marc Cowling</i>	50
4. Reala effekter av statligt och privat riskkapital <i>Patrik Tingvall, Erik Engberg och Daniel Halvarsson</i>	73
5. Erfarenheter från en policyinsats – regionala saminvesteringsfonder <i>Jörgen Lithander</i>	98
6. Dags för ett perspektivskifte: Från kapitalbrist och utbudsfokus till kunskapsbrist och efterfrågefokus <i>Hans Landström</i>	125
Författarpresentationer	144

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

Utgiven av Tillväxtanalys mars 2017  
ISBN: 978-91-639-3009-6  
Produktion: Jerhammar & Co kommunikationsbyrå  
Tryck: Norrköpings Tryckeri

# Förord

Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser, Tillväxtanalys, publicerar varje år den tematiska faktaskriften Tillväxtfakta. Serien behandlar tillväxtpolitiskt relevanta frågor och sammanfattar kunskapsläget inom ett område. *Perspektiv på kapitalförsörjning – en antologi om företagens finansiering och statens roll* är den sjunde boken i serien. Den första, Tillväxtfakta 2010, handlade om grundläggande drivkrafter inom tillväxtområdet. Följande år var temat innovationer (2011), regional attraktivitet (2012), grön strukturomvandling (2013), internationalisering (2014) samt statligt stöd till näringslivet (2015).

Årets bok har alltså formen av en antologi och anlägger olika *perspektiv* på företagens kapitalförsörjning, med särskild uppmärksamhet mot upplevda svårigheter och statens försök att motverka, eller åtminstone reducera, dessa problem. Tillväxtanalys ambition är att genom analyser, kunskapsammansättningar och utvärderingar löpande tillföra kunskapsunderlag till diskussioner och överväganden om hur statliga interventioner på kapitalförsörjningsområdet bör utformas. Denna antologi är en del i detta.

Området har varit föremål för offentliga insatser i det närmaste lika länge som det funnits en svensk aktiv näringspolitik, men genomför staten rätt insatser? Genomförs insatserna på rätt sätt? Det saknas inte teoribildningar och empiriska erfarenheter inom området, vilket också framgår i antologin. Men vilket genomslag får den kunskapen i konkreta policyåtgärder? De företag som staten gärna vill främja utgör en mycket heterogen grupp, med varierande förutsättningar, preferenser och behov. Speglas det i utformningen av insatser?

Om staten intervenerar på marknaden bör det ske marknadskompletterande, det vill säga där marknadsaktörer inte är närvarande. I regel innebär detta i tidiga faser och under hög grad av osäkerhet. Trots det finns inte sällan en mer eller mindre explicit förväntan om avkastning. Förluster föder en diskussion om ineffektivitet och hur skattemedel hanteras medan en hög avkastning å sin sida väcker frågor om undanträngning av privata investerare. I ett av antologins kapitel finner författarna inga nämnvärda skillnader mellan tillväxteffekter från statligt och privat riskkapital. Hur tolkar vi det?

Tillväxtanalys menar att statliga insatser måste föregås av ett omsorgsfullt förarbete där problemformulering, målgruppsanalys, kontextuell uppmärksamhet och distinkta mål leder fram till en tydlig programteori. Dessutom måste påverkan från andra policyåtgärder ("policyportföljen") beaktas. Hur samspelar den tänkta åtgärden med andra insatser? Behövs det justeringar eller avslut? Blir insatsen mer effektiv med förstärkande åtgärder?

I antologin medverkar såväl analytiker vid Tillväxtanalys som externa författare. Professor Hans Landström (Lunds universitet) har skrivit kapitel 1 och 6, professor Sven-Olov Daunfeldt (HUI Research och Högskolan Dalarna) m.fl. kapitel 2, professor Marc Cowling (Brighton Business School) kapitel 3, professor Patrik Tingvall (Ratio och Tillväxtanalys) m.fl. kapitel 4, analytiker Jörgen Lithander (Tillväxtanalys) kapitel 5. Varje extern författare svarar själv för innehåll och slutsatser i respektive kapitel.

Innehållet i antologins kapitel baseras på ett mer utförligt material som finns publicerat i Tillväxtanalys PM- och rapportserier (se s. 12).

Redaktör har varit Jörgen Lithander, med bistånd av avdelningschef Björn Falkenhall, båda Tillväxtanalys.

Östersund, december 2016

Jan Cedervärn

Vik. generaldirektör

Tillväxtanalys

# Inledning

## Två huvudgrupper av frågor

De nyckelfrågor som diskuteras i antologin har alla en koppling till företagets kapitalförsörjning och hur statens agerande direkt och indirekt påverkar detta förhållande. Frågorna kan samlas i två huvudgrupper: statens roll som policyaktör samt effekter av specifika finansieringsformer och statliga insatser.

I den första gruppen, *statens roll*, finns frågor som: Varför ska staten intressera sig för företagets kapitalförsörjning? Vilka policyverktyg kan vara aktuella och hur påverkas ett sådant val av det problemperspektiv man anlägger? Vilken betydelse får de målformuleringar och implementeringsmetoder som valts? Framförallt hanteras dessa frågor i kapitel 1, 3, 5 och 6.

I den andra gruppen, *effekter av finansiering*, finns frågor som: Skiljer sig effekten av statliga och privata VC-investeringar i portföljföretagen?<sup>1</sup> Kan valet av en viss finansieringsform – internt uppbyggt kapital – förklara företagets tillväxt och överlevnadssannolikhet? Kapitel 2 och 4 tar sig an dessa frågor genom nya empiriska analyser.

## Stort politiskt intresse

Det politiska intresset för att främja företagande, entreprenörskap och tillväxt bekräftas dagligen, i det närmaste oavsett partifärg. Kapitalförsörjningens betydelse i detta sammanhang nämns nästan lika ofta. I budgetpropositionen för 2017, utgiftsområde 19, sägs till exempel: ”En väl fungerande kapitalförsörjning är avgörande för start och utveckling av företag.” (s. 40).

Intresset från samhällets sida att underlätta små och medelstora företags finansieringssituation är dock långtifrån nytt. Ett flertal statliga utredningar har tidigare på olika sätt tagit sig an frågan och diskuterat behov och olika tänkbara policyåtgärder.<sup>2</sup> Ett citat från Tillväxtkapitalutredningen från 1981 kan illustrera hur frågan då betraktades: ”Det är därför naturligt att man från samhällets sida, inte minst i landets nuvarande ekonomiska läge, slår vakt om de mindre och medelstora företagen så att de på ett effektivt sätt kan fullgöra sin roll i samhällsekonomin.” (SOU 1981:95, s. 14). Utredningen argumenterade för att utbudet av riskvilligt kapital måste öka.

Denna inställning har inte nämnvärt förändrats 35 år senare. Formuleringar om att den offentliga sektorns insatser ska vara ”marknadskompletterande”, det vill säga inte tränga ut privata investeringar, har dock blivit allt vanligare över tid.

I takt med att nya aktörer och instrument har introducerats har det statliga finansieringsystemet alltmer kommit att uppfattas som svåröverskådligt och delvis överlappande (dir. 2007:169; OECD, 2013). På senare tid har det också tillkommit nya insatser med olika avgränsningar, till exempel bransch (Fouriertransform) eller geografi (regionala saminvesteringsfonder och Inlandsinnovation).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Venture capital-investeringar kan kort förklaras som investeringar i onoterade bolags ägarkapital. En VC-investering innebär således att investeraren blir (eller har möjlighet att bli) delägare i företaget. Kapitalet används i regel för att kunna genomföra nödvändiga investeringar för tillväxt. Företaget är ofta litet och ungt, har stor tillväxtpotential och en skalbar affärsidé. VC-investeringen är till sin karaktär tidsbegränsad; en vanlig avyttringstid är efter 5–7 år. Med onoterade företag avses företag vars aktier inte handlas på en organiserad marknad (börs eller annan marknadsplats).

<sup>2</sup> För att nämna några från 1980- och 90-talen: SOU 1981:95; SOU 1989:24; SOU 1993:70 samt Annell & Nygårds, (1999).

En utredning tillsattes år 2007 med uppdraget att se över statliga finansieringsinsatser för nya, små och medelstora företag, hur insatserna samverkar och eventuellt överlappar varandra. Utredningen resulterade bland annat i att Innovationsbron år 2013 integrerades i Almi (SOU 2008:121).

År 2015 tillsattes en ny statlig utredning som undersökte behovet av förändringar i de statliga finansieringsinsatserna (SOU 2015:64). Bland förslagen märktes en ny fond för statliga riskkapitalinvesteringar, en fond för demonstrationsanläggningar, ett lånegarantisystem samt ökade satsningar på innovationsstöd via Almi och Vinnova. Utredningens förslag följdes upp i början av 2016 med en proposition där regeringen bland annat föreslog att ett nytt nationellt utvecklingsbolag – Fondinvest AB – skulle inrättas (prop. 2015/16:110).<sup>4</sup> Regeringen föreslog också att de två statliga bolagen Fouriertransform och Inlandsinnovation skulle införlivas som dotterbolag i det nya bolaget.

Under 2017 beräknas också två nya nationella satsningar inom Europeiska regionala utvecklingsfonden komma igång med sina investeringar: Holdingfonden Swevi samt en grön riskkapitalfond.<sup>5</sup>

Denna kortfattade genomgång visar alltså på ett stort statligt intresse för kapitalförsörjningsfrågan. Vad säger då forskningen? Finns det teoretiska belägg för detta intresse?

### **Teoretisk grund för statlig intervention**

Ofta hänvisas det till så kallade marknadsmisslyckanden som i detta fall innebär att vissa investeringar inte blir av, trots förekomsten av lönsamma investeringsmöjligheter för finansierarna. Denna obalans förklaras främst med hög osäkerhet och informationsasymmetrier (Murray, 2007). Det kan å andra sidan naturligtvis också hävdas att det snarare är rationellt för finansierare att avstå investeringar under osäkra förhållanden.

Osäkerhet innebär i detta sammanhang svårigheter att bedöma mindre och nya företags verksamhet. Det kan bero på att företaget är nystartat och saknar ”merithistoria” (*track record*), har oprövade affärsidéer eller verkar inom områden med särskilt långa utvecklingstider (exempelvis läkemedel). Med *informationsasymmetri* menas att informationen i en viss situation är ojämnt fördelad mellan de inblandade parterna (Williamson, 1975; Amit m.fl., 1998). Till exempel kan det antas att den enskilde företagaren har bättre kunskap om sitt eget företag än finansieren. Finansieren kan i sin tur ha större kunskaper om marknaden som helhet. Företagaren kan också ha bristande kunskaper om finansieringsmarknadens aktörer och vilka finansieringsinstrument de erbjuder samt inte minst vilka krav som ställs på företag som söker finansiering och hur företaget ska presenteras.

Sammantaget leder det här till att finansierarna uppfattar risken som hög för detta företagssegment. Andra förklaringar som påverkar finansieringsbenägenheten negativt kan vara

<sup>3</sup> Fouriertransform bildades 2008 med 3 miljarder kronor i kapitaltillskott. Inriktning: fordonsrelaterad industri. De regionala saminvesteringsskotterna bildades år 2009 med cirka 1,2 miljarder offentliga kronor att investera. Inriktning: region (i princip en fond per NUTS 2-område). Inlandsinnovation bildades år 2010 med 2 miljarder kronor i kapitaltillskott. Inriktning: Norrlands inland.

<sup>4</sup> I skrivande stund kan noteras att Fondinvest AB inte blev det slutliga namnet. Istället kom utvecklingsbolaget att heta Saminvest.

<sup>5</sup> Swevi (Swedish Venture Initiative) är en fond-i-fond som finansierar venture capital-fonder med fokus på investeringar i tillväxtföretag i tidiga faser. De offentliga medlen uppgår till cirka 600 miljoner kronor. Den gröna fonden ska direktinvestera i små och medelstora företag som erbjuder produkter och tjänster med en klimatgasreducerande effekt. Fonden har ett kapital på totalt 650 miljoner kronor.

den stora dödligheten<sup>6</sup> bland nystartade företag samt den i vissa fall begränsade storleken på investeringarna. Vissa av de kostnader som uppstår när företag och affärsidéer granskas kan vara mer eller mindre fasta och inte öka nämnvärt vid högre finansieringsbelopp. Ett litet kapitalbehov kan därför innebära att kostnaderna för granskning blir förhållandevis höga i relation till investeringen. Det senare kan också uttryckas som att transaktionskostnaderna är proportionellt högre för mindre investeringar jämfört med större.

Det finns alltså teoretiska argument för att staten ska engagera sig i finansieringsfrågan. En annan sak är om statens involvering innebär att eventuella marknadsmisslyckanden lindras eller om nya problem uppstår när policyinsatser genomförs.

### **Utmaningar när staten intervenerar på marknaden**

Även om marknaden av olika skäl misslyckas med att finansiera företag vars investeringar skulle vara lönsamma, om de genomfördes, återstår ett antal utmaningar för staten, till exempel måste finansieringsbehovet kunna bestämmas, åtgärden designas, tydliga och relevanta mål formuleras samt ”rätt” investeringsobjekt (företag) identifieras. ”Dåliga” objekt ska naturligtvis inte finansieras med skattemedel. Men policyåtgärden får inte heller medföra att de privata investeringarna blir färre (undanträngning) eller riktas mot företag som ändå – utan den statliga insatsen – skulle få finansiering (dödviktsförlust). Kunskapsspridning och förbättring av kapitalförsörjningsstrukturen är också faktorer att ta i beaktande. En hög avkastning är därför inte självklart ett bevis på en samhällsekonomisk framgång.

Själva grunden, att staten kan åtgärda marknadsmisslyckanden, är därmed långt ifrån självklar. Statliga tjänstemän möter en utmaning när de ska överträffa marknaden i att bedöma osäkra investeringsmöjligheter.

Egenskaper som additionalitet, marknadskomplettering och undanträngning kan dessutom vara svårare att kommunicera jämfört med ett tydligt formulerat avkastningskrav. En realitet att förhålla sig till är därför också hur statliga insatser bedöms i den allmänna debatten. Anta två olika policyinsatser. Den ena (A) investerar i tidiga skeden där privata investerare inte verkar av skäl vi nämnde ovan. Investeringarna präglas alltså av hög grad av osäkerhet. Vissa företag tar fart efter investeringen, men sammantaget rapporteras en avkastningsnivå som är nära noll. En låg eller till och med negativ avkastning behöver i det sammanhanget inte betyda att insatsen misslyckats med sitt marknadskompletterande uppdrag. Den andra policyinsatsen (B) är helt inriktad på att maximera sin avkastning, oavsett om det redan finns privata investerare i segmentet. En hög avkastningsnivå kan uppnås, till stor del genom undanträngning av privata investerare.

Hur kommer A respektive B att bedömas i den allmänna debatten? Vilken är lyckad, vilken är misslyckad? Statens roll är svår att beskriva och risken finns att ”fel” insats får kritik. I vilken mån påverkar detta utförarna av policyinsatser och valet av investeringsobjekt?

### **Bokens disposition och innehåll**

Kapitel 2–5 i antologin följer preferensordningen enligt den så kallade pecking order-teorin (Myers, 1984). Mycket kort innebär teorin att olika finansieringsalternativ är olika attraktiva för företag. Enligt teorin väljer organisationer i första hand finansiering via internt genererade medel, i andra hand från lån och först i tredje hand genom externt riskkapital (nyemission).

Boken innehåller, förutom denna inledning, sex kapitel. *Kapitel 1* ger en introducerande

<sup>6</sup> Dödligheten är avsevärd. Enligt Eurostat (2016) har under perioden 2008–2014 cirka 15 procent av de svenska företagen lämnat marknaden efter två år. En svensk studie som undersökt överlevnaden under en längre period (nystartade företags första femårsperiod) rapporterar en överlevnadsgrad på enbart 24 procent för företag som startade 1998 (Andersson, 2007).



förståelsebakgrund för de små och nya företagens behov av finansiering och varför staten ser ett behov att involvera sig i detta.

I *kapitel 2* ägnas uppmärksamheten åt internt genererat kapital. Det följs av *kapitel 3* som tar upp hur tillgång till banklån kan understödjas av kreditgarantier. I *kapitel 4* undersöks skillnader mellan offentligt och privat riskkapital medan *kapitel 5* beskriver en specifik policyinsats med regionala riskkapitalfonder.

*Kapitel 6* är framåtsyftande och lyfter behovet av en perspektivförändring när policyåtgärder diskuteras och implementeras – från kapitalbrist och utbudsfokus till kunskapsbrist och efterfrågefokus.

## Författarna

I antologin medverkar författare som på olika sätt har goda kunskaper om sakområdet. Deras resonemang bygger på forskning och erfarenheter från både Sverige och andra länder. Fyra av kapitlen är skrivna av externa författare och två av analytiker vid Tillväxtanalys. En presentation av författarna finns sist i boken.

## Innehåll

I *kapitel 1* ger Landström en utgångspunkt för det fortsatta resonemanget i antologin genom att diskutera de nya och små företagens betydelse i ekonomin, deras behov av finansiella resurser, statens drivkrafter för att engagera sig i företagens kapitalförsörjning, samt de problem som kan uppstå när staten gör det. Även erfarenheterna av de interventioner som gjorts i såväl utlandet som Sverige diskuteras.

Det finns ett stort internationellt policyintresse för små och nya företag. Förhoppningarna på dessa företag är stora och inkluderar en bred palett av positiva effekter som sysselsättning, strukturomvandling, kunskapspridning, integration och lokal förankring. Under senare år har ofta sökandet efter innovativa tillväxtföretag stått i centrum för intresset. Detta fokus på tillväxtföretag är en svår utmaning då de dels tenderar att finnas överallt, dels är svåra att identifiera på förhand. Men en ensidig satsning på tillväxtföretag är inte heller nödvändigtvis en framgång, påpekar Landström. Det finns ett ömsesidigt samband mellan kvantitet och kvalitet.

Finansiella gap är ett begrepp som ofta används i samband med argumentationen för statliga insatser, men Landström manar till försiktighet i en sådan diskussion. De empiriska beläggen är ofta svaga och förhållandena sällan statiska. Ett gap består av både en utbuds- och en efterfrågesida som båda tenderar att variera över tid och vara kontextuellt beroende.

Marknadsmekanismerna kan inte alltid lösa kapitalförsörjningen på ett effektivt sätt och Landström lyfter fram flera argument för att staten ska engagera sig, även om han understryker att uppgiften är långt ifrån enkel. Interventioner på VC-marknaden har visat sig svåra och sällan framgångsrika.

Erfarenheter från såväl svenska som internationella interventioner visar att de regelmässigt har ett stort utbudsfokus, en iakttagelse som Landström utvecklar i *kapitel 6* där han diskuterar perspektivets betydelse för utformning av policyinsatser. I vilket sammanhang (kontext) som de genomförs har också visat sig ha en stor inverkan på utfallet – det är sällan möjligt att rakt av kopiera framgångsrika interventioner från andra kontexter. Lärande och erfarenhetsutbyte verkar också vara viktiga framgångsfaktorer.

Landström menar att Sverige egentligen står sig mycket bra i en internationell jämförelse när det gäller företagens finansiering och tillgång på kapital. Staten har också under många år agerat på den svenska kapitalförsörjningsmarknaden. Resultatet har blivit en omfattande struktur av olika offentliga aktörer som på olika sätt erbjuder kapital till företag. Dessa aktörer förefaller dock i många fall vara överlikvida.

Nya statliga policyåtgärder planeras och introduceras inom området och därmed ökar ytterligare utbudet av statligt kapital, inte minst riskkapital. Landström frågar sig om det verkligen finns tillräckligt många investeringsmogna företag med en tillväxtpotential som attraherar VC-investerare? Har företagen en ”profil” som passar för detta instrument eller är det egentliga behovet andra finansieringslösningar?

Företagarnas efterfrågan på externt kapital förefaller inte vara så stor. Entreprenören använder främst egna medel och internt genererade medel i företaget (se även kapitel 2, Daunfeldt). Om kapital saknas är det främst i företagets tidiga utvecklingsfaser, en konsekvens av att såväl det privata som offentliga kapitalet alltmer förflyttat sig till senare faser. Avslutningsvis påminner Landström om bankernas stora betydelse för företagets start och utveckling (se även kapitel 3, Cowling).

I *kapitel 2* berörs den finansieringsform som pecking order-teorin pekar ut som den mest prioriterade – internt kapital. Kapitalbrist som ett tillväxthinder är en ofta diskuterad fråga, men är det mängden tillgängligt kapital som är viktigt eller var kapitalet kommer ifrån? Klassiska teorier om företagstillväxt pekar på företagets interna resurser som en betydelsefull förklaring av tillväxt och överlevnadsmöjligheter på marknaden. För många företagare är dessutom oberoende och kontroll över det egna företaget en viktig del av deras företagande, vilket kan medföra att de inte vill växa med externt kapital, trots att de har tillväxtambitioner.

Daunfeldt (m.fl.) lyfter i kapitlet fram frågan om avsaknad av tillväxt bland företag beror på brist på internt genererat kapital eller brist på externt kapital. Frågan är intressant, menar Daunfeldt, då svaret får en direkt påverkan på vilka policyåtgärder som kan vara relevanta om staten vill agera på marknaden. Om tillväxten begränsas av svårigheter att bygga upp internt kapital kan en tänkbar åtgärd för att öka tillgången exempelvis vara att sänka skattetrycket, för entreprenörer eller generellt i samhället. Är det istället brist på externt kapital som verkar tillväxthämmande kan selektiva policyåtgärder som ökar ett sådant utbud vara aktuella. I Sverige har tyngdpunkten legat på den senare tolkningen (se även diskussionen i kapitel 6, Landström).

För att undersöka hur betydelsefullt internt genererat kapital är för att förklara företagets tillväxttakt och marknadsöverlevnad använder sig Daunfeldt av ett datamaterial som baseras på alla svenska aktiebolag under perioden 1997–2010. Ett lägsta omsättningskrav introduceras varefter det slutliga urvalet består av närmare 243 000 unika företag och över 2,7 miljoner observationer.

Efter en analys av datamaterialet drar Daunfeldt två, delvis motstående, slutsatser om det interna kapitalets betydelse. Den ena är att de *inte* finner något stöd för hypotesen att företag med initial tillgång till mer internt kapital skulle växa snabbare och ha en högre överlevnadssannolikhet än de företag som har tillgång till mindre mängd internt uppbyggt kapital. Den andra slutsatsen, som berör *hur* tillväxten sker, stödjer istället betydelsen av det interna kapitalet. De företag som först bygger upp ett internt kapital och sedan väljer att expandera har en högre sannolikhet att nå en långsiktig hållbar position för tillväxt än de företag som växer innan de har byggt upp internt kapital. Detta talar för att uppbyggnaden av internt kapital är betydelsefull.

Daunfeldt diskuterar olika tolkningar av resultaten, till exempel avseende mängden tillgängligt kapital i relation till var det genererats, företagarnas tillväxtambitioner och kontrollbehov samt om effekten av internt genererat kapital finns – men inte är relaterad till den initiala nivån. Slutligen lyfter de fram observationen att företag som växer innan de går med vinst på sikt är mindre sannolika att uppvisa hög tillväxt och höga vinster. Daunfeldt menar att detta stärker behovet av fler studier som behandlar företagets tillväxtfaser och utveckling.

I *kapitel 3* övergår vi till pecking order-teorins andra finansieringskälla i prioriteringsordning, det vill säga banklån. Cowling skriver om ett understödjande finansieringsinstrument som kallas kreditgaranti. Han ger en bred beskrivning av instrumentet och dess beståndsdelar

samt visar även vilka institutionella, ekonomiska och marknadsmässiga förhållanden som kan betraktas som ”typiska” när ett kreditgarantisystem övervägs eller införs.

Ett kreditgarantisystem bygger på antagandet att duktiga entreprenörer och bra affärsidéer även finns i de företag som inte har goda säkerheter och en upparbetad merithistorik (*track record*). I dessa, ofta unga, företag kan det ske en kreditransonering som kan vara absolut (avslag) eller delvis (låneansökan beviljas, men med reducerat belopp). Cowling menar att omfattningen inte är stor, men inte heller obetydlig. Han understryker även att instrumentet enbart ska användas för företag som uppfyller bankens kvalitetsmässiga utlåningskriterier.

Cowling menar att kreditgarantier har fördelen att vara ett lättförståeligt system för alla aktörer på kreditmarknaden, vilket inte alltid är fallet för alla statliga policyåtgärder.

Kreditgarantier innebär att en tredje part (staten) fungerar som en garant för ett företags låneansökan till banken. Staten garanterar dock inte hela lånesumman utan banken får också ta en del av lånerisken i syfte att ha ett incitament för att genomföra en noggrann och ansvarsfull kreditprövning (*due diligence*). Nivån på garantitäckningen blir därmed mycket betydelsefull, påpekar Cowling. Den ska vara tillräckligt hög för att motivera bankerna att delta, men samtidigt inte högre än att bankerna fortfarande har en drivkraft till en varsam kreditprövning. Överhuvudtaget är nivån på instrumentets kärnparametrar (förutom garantinivå även tilläggsrätans storlek, låneperiod och lånebelopp) mycket betydelsefull.

Cowling visar också hur rollfördelning och parameternivåer i genomsnitt ser ut ur ett europeiskt perspektiv samt sammanfattar erfarenheter och resultat från ett antal befintliga system, i huvudsak inom Europa. Efter ett nedslag i den svenska finansieringsmiljön menar Cowling att det även i Sverige finns argument för att införa ett kreditgarantisystem. Som första steg rekommenderar dock Cowling en genomförandestudie för att närmare utvärdera faktisk efterfrågan och specifika parametervärden.

I *kapitel 4* rör vi oss ytterligare ett steg nedåt i pecking order-teorins prioriteringsordning och hamnar därmed på externt riskkapital. I kapitlet jämför Tingvall (m.fl.) privat och offentligt riskkapital när det gäller effekten på portföljföretagens tillväxt. I tillägg undersöks om de två aktörskategorierna investerar i olika faser samt eventuella skillnader i effekten av upprejade investeringar.

Tingvall använder data från 700 svenska företag som mottagit privat och/eller offentligt riskkapital. Effekten studeras avseende omsättning, sysselsättning och investeringar. Utvecklingen i företagen som mottar VC jämförs med liknande företag där ingen investering skett (kontrollgruppen). Som ett robusthetstest analyseras det även om det går att spåra något trendbrott i samband med själva VC-investeringen eller åren därefter. Oavsett vilken metod som används får man liknande resultat.

När det gäller tillväxteffekten i portföljföretagen (oavsett riskkapitalets ursprung) finns inga tecken på snabbare ökning av antalet anställda jämfört med kontrollgruppen. Två till tre år efter riskkapitalinvesteringen ökar däremot omsättningen. Tingvall tolkar detta som att kapitalinjektionen tillsammans med icke-finansiella tillskott (exempelvis rådgivning) medför en ökad kostnadseffektivitet. Omsättningsökningen skulle då främst förklaras av nyinvesteringar i kapital (maskiner, lokaler, fordon och så vidare) och ökad effektivitet.

I nästa analyssteg finner Tingvall inga större skillnader mellan offentligt och privat riskkapital när det gäller effekter i portföljföretagen. Ett resultat som kan tolkas på två sätt. Det ena är att de statliga aktörerna i princip är lika effektiva som de privata, det andra är att de kanske i alltför stor grad investerar som de privata, det vill säga i samma faser och med samma riskbenägenhet.

Tingvall påpekar också att offentligt och privat kapital verkar fördela sina investeringar mellan olika faser (i portföljföretagens utveckling) på ett likartat sätt. Något han finner för-

vånande med tanke på statens marknadskompletterande ansats, vilken kan förväntas styra investeringarna till tidigare faser.

Skillnader mellan offentligt och statligt riskkapital framträder dock när det gäller effekten av upprepade investeringar i samma företag. För privata investerare finner Tingvall en omsättningsökning i portföljföretagen för varje ytterligare investering, medan ett sådant mönster saknas för offentliga investeringar. En observation som Tingvall tolkar som en större benägenhet för offentliga investerare, jämfört med privata, att fortsätta investera i företag som inte ”tar fart”, det vill säga i stagnerande företag.

I *kapitel 5* fortsätter vi inom området externt riskkapital och studerar offentligt finansierade regionala riskkapitalfonder. Till skillnad från föregående kapitelns mera generella jämförelse mellan offentligt och privat riskkapital ligger fokus här på en specifik policyåtgärd och hur den motiverats, växt fram och genomförts. Lithander sammanfattar i kapitlet observationer och erfarenheter från Tillväxtanalys utvärderingsuppdrag av regionala saminvesteringsfonder.

År 2009 infördes en satsning med regionala saminvesteringsfonder i Sverige. Satsningen skedde inom ramen för Europeiska regionala utvecklingsfonden (ERUF). Regionala fonder bildades som tillsammans täckte hela Sveriges yta.

Satsningen skulle vara marknadskompletterande, alltid ske tillsammans med en privat investerare (som skulle satsa minst 50 procent i varje investering) samt riktas mot små och medelstora onoterade företag. Den offentliga sektorns finansieringsdel var i sin tur 50 procent från EU och 50 procent från Sverige. Den sista juni 2015 hade 3,4 miljarder kronor investerats i 320 portföljföretag.

Lithander identifierar två skäl som bakgrund till satsningen. Dels hänvisades till ”finansieringsgap” på marknaden, det vill säga ett finansieringsproblem för små och nya företag (se även kapitel 1, Landström), dels kom signaler från EU-kommissionen om att de önskade styra över medel inom strukturfundsprogrammen från direkta bidrag till garantier, lån och riskkapital.

En målformuleringsdiskussion fördes inledningsvis i syfte att konkretisera vad fonderna egentligen förväntades uppnå. Resultatet blev två ”huvudspår”, dels ett mer kortsiktigt om tillväxt i portföljföretagen, dels ett mer långsiktigt om förbättrad regional kapitalförsörjningsstruktur. Det senare delmålet var emellertid fortfarande relativt oprecist vilket bland annat aktualiserade frågor om såväl definition som mätbarhet.

Mål, verktyg och resurser var desamma för alla fonder, samtidigt som Lithander pekar på stora skillnader i investeringsförutsättningar mellan fondernas geografiska områden. Fonderna täcker hela Sverige, storstad och glesbygd, syd och nord, vilket givetvis innebär avsevärda olikheter när det exempelvis gäller antalet företag, branschstruktur och ”mogna-den” på den regionala kapitalförsörjningsmarknaden.

En analys av investerings- och (tidig) exitstruktur visar på tydliga skillnader mellan fonderna och jämförbara privata aktörer. De förra har en betydligt bredare branschprofil i sina investeringar och en större andel exits som på olika sätt går tillbaka till portföljföretagets ägare, jämfört med den privata gruppen.

För att undersöka om portföljföretagen utvecklas annorlunda än en jämförelsegrupp med ”tvillingföretag” kommer Tillväxtanalys att genomföra en effekttvärdering under år 2018. Vid den tidpunkten bör nödvändiga registerdata finnas i tillräcklig omfattning.

För att undersöka om satsningen medfört någon utveckling av den regionala kapitalförsörjningsmarknaden har kvalitativa metoder använts. Slutsatsen är att förändringar *har* skett i nästan alla fondområden. Det empiriska underlaget medger dock inte någon slutsats om kausalitet.

Lithander lyfter avslutningsvis fram två rekommendationer inför fortsatt verksamhet:

- Satsningen kan effektiviseras med en tydligare målformulering och en utvecklad programlogik. Utformning och verktyg behöver exempelvis se olika ut beroende på om det är avkastning eller strukturbbyggande som är målet.
- Undersök möjligheten till förstärkande och samverkande policyinsatser – satsningen upplevs i nuläget som isolerad ur ett policyperspektiv. Kompetenshöjande insatser på både utbuds- och efterfrågesidan kan vara exempel på sådana insatser.

I det avslutande *kapitel 6* argumenterar Landström för behovet av ett perspektivskifte när det gäller statliga insatser för nya och små företags kapitalförsörjning. I dag är det dominerande problemperspektivet kapitalbrist, vilket föder åtgärder som syftar till att öka *utbudet* av kapital. Landström menar istället att man bör utgå från *efterfrågesidan*, det vill säga förstå företagarens preferenser, beteende och finansiella beslutsfattande. Med ett sådant perspektiv handlar det således mer om kunskapsbrist och efterfrågefokus än kapitalbrist och utbudsfokus.

Landström understryker att det är viktigt att förstå huvudmönstret för företagens kapitalbehov. För de allra flesta nya och små företag är kapitalbehovet begränsat och de viktigaste kapitalkällorna är entreprenörernas eget kapital samt internt genererade medel. De största utmaningarna för en företagare är inte att attrahera externt kapital, däremot spelar banken en stor roll för att finansiellt klara den dagliga driften, men också för ”kapacitetsbyggande” i företaget.

Generellt är företag en heterogen grupp. Förutom varierande kapitalbehov är de startade av individer med olika kompetenser, erfarenheter och ambitioner. Dessutom har små och nya företag andra problem att skaffa resurser jämfört med större och mer etablerade företag. Sammantaget utgör, enligt Landström, variationsrikedomen i företagandet en viktig orsak till att policyåtgärder riktade mot små och nya företag har svårt att bli framgångsrika.

Men i denna heterogenitet finns trots allt mönster som gör att vissa kategorier av företag tenderar att uppleva en liknande problematik. Landström pekar exempelvis på start-ups, teknikbaserade företag och tillväxtföretag. Dels kräver vissa av dem mycket kapital för att starta och utvecklas, dels är de ibland präglade av hög osäkerhet och omfattande informationsasymmetri. Av skäl som tidigare berörts kan de ha svårt att attrahera det externa kapital som de behöver för att utvecklas.

I kapitlet presenterar Landström även en översikt av ett antal teorier som, på olika sätt, hjälper oss att förstå företagarens finansiella beteende. En viktig skiljelinje mellan dem kan dras utifrån hur den entreprenöriella processen beskrivs eller antas fungera. I det ena, traditionella sättet, är det en rationell och linjär process där företagaren utgår från tydliga mål. I en sådan mål-rationell process (*causation process*) ligger fokus på att skaffa de medel som krävs för att uppnå dessa mål. Processen är tids- och resurskrävande och kapitalet spelar stor roll. Enligt det andra förhållningssättet utgår entreprenören i stället från vilka resurser, förmågor och nätverk som finns till förfogande. I en sådan medel-rationell process (*effectuation logic*) blir målen flexibla och beroende på de medel som entreprenören har tillgång till. Kunskap, lärande och sociala nätverk spelar här en betydande roll.

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.

## Fördjupad läsning

Innehållet i antologens kapitel baseras på ett längre och mer utförligt material som finns publicerat i Tillväxtanalys PM- och rapportserier. För kapitel 1–4 samt 6 i form av separata promemorior medan kapitel 5 bygger på fyra utvärderingsrapporter. Den intresserade läsaren hänvisas till myndighetens webbplats, [www.tillvaxtanalys.se](http://www.tillvaxtanalys.se). För *kapitel 1* och *6*: PM 2017:03; *kapitel 2*: PM 2017:01; *kapitel 3*: PM 2017:04, *kapitel 4*: PM 2017:02 samt för *kapitel 5*: rapporterna 2010:01, 2011:05, 2013:08 och 2016:03.

## Referenser

- Amit R, J Brander och C Zott, (1998), "Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 13, No. 6, s. 441–466.
- Andersson L-F, (2007), "Företagsdynamik och tillväxt: En kartläggning och analys av företagsdynamik och arbetsproduktivitetstillväxt i Sverige". A2006:016. Östersund: Institutet för tillväxtpolitiska studier.
- Annell E och P Nygårds, (1999), *Statens åtgärder för fler och växande företag*. Stockholm: Näringsdep., Regeringskansliet.
- Dir. 2007:169, *Statliga finansieringsinsatser för nya, små och medelstora företag*. Kommittédirektiv till SOU 2008:121.
- Eurostat, (2016), Statistik från "Business Demography". <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?jsessionid=T4klaL8qMuJgKBkItqsYZ7DBtH3q4OeDnjXpzZipLqQgq0Q7G1l-66628538?tab=table&plugin=1&pcode=tin00142&language=en> (2016-11-10).
- Murray G, (2007), "Venture Capital and Government Policy". I Landström H (red.), *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Myers SC, (1984), "The Capital Structure Puzzle". I *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, s. 574–592.
- OECD, (2013), "OECD Reviews of Innovation Policy: Sweden 2012". *OECD Reviews of Innovation Policy*. Publicerad 5 februari 2013.
- Regeringens proposition (2015/16:110), *Staten och kapitalet – struktur för finansiering av innovation och hållbar tillväxt*.
- Regeringens proposition (2016/17:1), *Budgetpropositionen för 2017*, Utgiftsområde 19.
- SOU 1981:95, *Tillväxtkapital*. Betänkande. Utredningen angående de små och medelstora företagens finansiella situation. Ekonomidepartementet.
- SOU 1989:24, *Statligt finansiellt stöd?* Betänkande. Finansieringsutredningen. Industridepartementet.
- SOU 1993:70, *Strategi för småföretagsutveckling*. Betänkande av Utvecklingsfondsutredningen. Näringsdepartementet.
- SOU 2008:121, *Innovationer och företagande – Sveriges framtid*. Betänkande av Företagsfinansieringsutredningen. Näringsdepartementet.
- SOU 2015:64, *En fondstruktur för innovation och tillväxt*. Betänkande av utredningen Statliga finansieringsinstanser. Näringsdepartementet.
- Tillväxtanalys, (2010), "Staten och riskkapitalet". Rapport 2010:01. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2011), "Kompetent kapital? – tre länder, tre försök". Rapport 2011:05. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2013), "Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer". Rapport 2013:08. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2016), "Effekter och erfarenheter – slututvärdering av satsningen med regionala riskkapitalfonder 2009–15". Rapport 2016:03. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2017), "Betydelsen av internt uppbyggt kapital för företagens tillväxt och överlevnad". PM 2017:01. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2017), "Firms's Responses to Private- and Government-Sponsored Venture Capital". PM 2017:02. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2017), "Avenyer av nya drömmar: Statens roll i den framtida kapitalförsörjningen". PM 2017:03. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2017), "Loan Guarantee Schemes as a Policy Instrument for Financing Entrepreneurial Businesses". PM 2017:04. Östersund: Tillväxtanalys.
- Williamson OE, (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press.

Hans Landström

# Statens hittillsvarande roll i de nya och små företagens kapitalförsörjning



# 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 struktur-omvandling. 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 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.



## Introduktion

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.

I detta kapitel vill jag lyfta fram några av de frågor som Josh Lerner diskuterar i sin bok, såsom:

- Varför ska staten intressera sig för de nya och små företagens kapitalförsörjning?
- Vilka problem är det staten försöker lösa?
- Vad har man gjort för att lösa dessa problem och hur har det gått?

Innan jag går in på dessa frågor i detalj vill jag emellertid beskriva problembilden genom att 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. Efter denna inledning kommer jag att diskutera drivkrafterna för att staten ska intressera sig för de nya och små företagens kapitalförsörjning, samt de problem som kan uppstå när staten gör det. I ett separat avsnitt beskriver jag kortfattat erfarenheterna av de interventioner som gjorts i såväl utlandet som Sverige. Avslutningsvis ska jag försöka dra några lärdomar av de insatser som gjorts.

## Problemdiskussion

### 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 & 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 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 & Greene, 2010). Men studierna är inte entydiga och vi behöver en mer nyanserad bild av de nya och små företagens betydelse i ekonomin; de förväntningar som politiker och policymakers har om företaget 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 & 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 sysselsättnings-effekter 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 att 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 & Versloot, 2007; Mason m.fl., 2009; Henrekson & 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 & 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 & 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 över huvudtaget 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 det inte finns kan Shanes 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 & Henrekson, 2002; Mason & 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 att stödja nya och små företag i samhället varken är en självklar eller enkel uppgift.

## Finansieringsproblemen 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.

### 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 deras 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 långivning 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 & Leighton, 1989; Blanchflower & Oswald, 1998; Holtz-Eakin & Rosen, 2005). Exempelvis baserat på amerikanska data visade Hurst och Lusardi (2004) ett positivt samband mellan förmögenhet och företagande enbart 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 ”förmögenhetsdistributionen” 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.

### Marknadsmisslyckanden

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 kvaliteten i företagandet vara svår att bedöma för en utomstående finansiär – det finns ofta en informationsasymmetri mellan företagaren och finansiären. I situationer av stora osäkerheter och hög informationsasymmetri finns alltid en risk att informationen dessutom misstolkas 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 finansören 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 finansörerna, 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.

### 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, överlevnaden och företagstillväxten 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 (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.

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! Jag återkommer till det i kapitel 6.

# Statliga interventioner

## – drivkrafter och problem

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

Det kan finnas olika skäl till varför staten skulle 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-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 till negativa konsekvenser för finansieringen av en del nya och små företag.

Vi kan således identifiera två huvudskäl till varför staten ska 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.

### 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 företagets 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 & Coad, 2014, 2016).<sup>7</sup> 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 marknads aktörer själva utveckla den fortsatta dynamiken. Slutsatsen skulle således vara att staten har en viktig roll att spela som katalysator, det vill säga att initiera entreprenöriella aktiviteter, men därefter blir dess roll mer begränsad.

### 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. Förutsätt-

<sup>7</sup> Vilket framgick i det tidigare avsnittet "Nya och små företags betydelse".

ningarna för att aktörerna på marknaden ska allokera kapitalet till olika typer av företag på ett effektivt sätt är att marknadsmekanismerna 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 & 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 egen 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, och de relativa transaktions- och kontrollkostnaderna är oftast höga för finansierarna 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 finansierarna att göra en adekvat bedömning av företagarens och företagets kvalitet.

En konsekvens är att många finansierare kan känna en tveksamhet över att finansiera en del nya och små företag, och denna tveksamhet kan förväntas öka baserat på: (a) den osäkerhet om framtiden som präglar många nya och små företag; (b) en informationsasymmetri mellan entreprenören och finansieraren; (c) de agentproblem som kan uppstå mellan entreprenören och finansieraren som en konsekvens av informationsasymmetrin; samt (d) de relativa sök-, transaktions- och kontrollkostnader som uppstår vid investeringar och långivning till små belopp. Dessa problem riskerar att skapa marknadsmisslyckanden, som gör att finansierarna tenderar 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 marknadsmisslyckanden är central för att förstå motiven bakom statens interventioner, ska jag diskutera dessa förhållanden mer i detalj.

### **Orsaker till marknadsmisslyckanden**

Många nya och små verksamheter präglas av en hög osäkerhet – det kan gälla teknisk, marknads- mässig 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 finansierare 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.

### Informationsasymmetri mellan entreprenörer och finansärer

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 finansärer, det vill säga att informationen är ojämnt fördelad mellan parterna. I allmänhet antas att företagaren har mer och bättre information om sitt företag än externa finansärer, och i vissa fall kan företagaren vara ovillig att dela med sig av en sådan information. Informationsasymmetrin är dock dubbelriktad. I vissa fall kan det vara så att finansären har betydligt mer information än företagaren om branschen och framgångsfaktorer i relaterade företag. Finansären kan också ha mer ledningserfarenhet än företagaren, och finansären vet naturligtvis avsevärt mer om investeringsprocessen än företagaren.

Förmågan att hantera informationsasymmetrin är något som tenderar att särskilja goda finansärer 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 & Udell, 1998) har gjort att många finansärer 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 finansierarna.

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 överenskommet. 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 & 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 finansärer (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. Finansärer med begränsad information om företaget – stor informationsasymmetri – får svårt att urskilja bra företag från de dåliga. För att kompensera för denna osäkerhet kommer finansären 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 & Greene, 2010) eftersom företagare som är mindre övertygande 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, medan företagare som är mer övertygade om att de kommer att lyckas däremot tenderar att vara tveksamma till att söka externt ägarkapital – de vill inte dela framgången med någon annan.

Risken för ett moraliskt vågspelel (*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 finansören 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 finansören avstår från att göra investeringen.

Slutligen kan finansören vara tveksamma till nya och små företag till följd av de relativt höga ”sök-, transaktions- och kontrollkostnader” som uppstår vid finansieringen av små belopp. Finansörernas 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 finansörernas 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 finansörer 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.

### **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 misslyckanden” när delar av marknaden lämnas med bristfällig finansiering – det finns särskilda gap på marknaden. Diskussionen om 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 företagen inte har kunskap om de finansiella möjligheter som finns tillgängliga, och om de känner till dem, så vet de inte hur de ska förhålla sig till dem.
- Det har funnits en tendens att basera uppskattningar av det finansiella gapet på subjektiva uppskattningar av företagen 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, det vill säga det kommer alltid att finnas ett subjektivt finansieringsgap – mer eller mindre oberoende av kvaliteten på deras verksamhet. De empiriska belegen 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 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 debatt som förs avser i huvudsak två olika typer av finansiella gap: ett såddkapitalgap och ett regionalt kapitalgap. Nedan diskuterar jag dessa gap lite mer ingående.

### Såddkapitalgap

Under det senaste decenniet har vi kunna observera en förskjutning av det institutionella riskkapitalet (åtminstone på mer utvecklade riskkapitalmarknader) 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 såddfaser, 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 idag finner 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 finansärer, 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 än 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 intervallet 5–50 miljoner kronor, samt ett behov av en förbättrad tillgång till lånekapital till små och medelstora företag. I en rapport från Tillväxtanalys (2010:01) hänvisas till en studie av konsultföretaget Sweco Eurofutures AB som under 2007 och 2008, det vill säga före den finansiella krisens fulla genomslag, gjorde en studie av finansieringsgapet i Sverige och uppskattade att det fanns ett gap mellan såddfasen och nästa steg i företagets utveckling där det kommersiella kapitalet på allvar kunde träda in – främst i intervallet från 1–2 miljoner kronor upp till 10–20 miljoner kronor.

### Regionala finansiella gap

Det är intressant att notera två trender som utvecklats under de senaste decennierna. Å ena sidan förefaller företagandet vara tämligen jämnt fördelat geografiskt – 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, 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 ska 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.

### 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 oönskade effekter (snedvridningseffekter) som kan uppstå då staten intervenerar på marknaden.

#### 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 finansjärerna, exempelvis med avseende på avkastningskrav och inventeringshorisont, som företagen, exempelvis incitament som är resultatbaserade och hanterar olika former av agentproblem.

#### Oönskade effekter av statliga interventioner

De statliga interventionerna får inte alltid förväntat utfall utan en rad ”snevridningseffekter” kan uppstå, och i detta sammanhang talar vi om:

- *Additionalitetseffekter*, som indikerar i vilken omfattning det är sannolikt att en viss aktivitet skulle skett 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 ju färre av investeringarna som genomförts om staten inte hade intervenerat, desto större är interventionens additionalitet.
- *Undanträngningseffekter* (negativa additionalitetseffekter), det vill säga 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 industri riskerar att leda till att problem uppstår i en annan fas eller i en annan industri. 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*, 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.

# Statliga interventioner

## – internationella och svenska erfarenheter

### En historisk återblick över statliga interventioner

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.

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 företagens kapitalförsörjning föremål för ett stort intresse. Under 1980-talet kom många statliga interventioner att fokusera på att förbättra förutsättningarna för företagens 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 (se även kapitel 3, Cowling).

En erfarenhet var emellertid att dessa interventioner inte var till stor nytta för de företag som gjorde stora investeringar i FoU, det vill säga 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 tenderade att etablera 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 detta – 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 länderna 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, s. 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.

### **Erfarenheter av statliga interventioner för nya och små företags kapitalförsörjning**

I detta avsnitt lyfter jag fram några av de erfarenheter som kan dras av de statliga interventioner som gjorts internationellt och i Sverige för att stimulera kapitalförsörjningen i nya och små företag. För en mer detaljerad redovisning av de statliga interventionerna samt dess konsekvenser hänvisas till min längre rapport, Tillväxtanalys PM 2017:03.

#### Internationella erfarenheter

Erfarenheterna ger många lärdomar som kan föras vidare till diskussionen om statens roll i den framtida kapitalförsörjningen av nya och små företag (vilket jag också gör i kapitel 6). 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). 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.
- 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 att vara relaterade till varandra. Exempelvis kan framgången av 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-VC-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 avspeglas 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 – inte minst i USA. Men mycket skulle kunna göras för att stärka kunskapen och lärandet i systemet.

- Långsiktigheten i statens interventioner är viktigt 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 vilket kräver uthållighet från finansierarnas 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.

### Svenska erfarenheter

Här sammanfattar jag 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 företagens 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 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.
- Nya interventioner planeras nu för kapitalförsörjningen av nya och små företag i Sverige – där kapitaltillförseln ytterligare kommer att öka under de närmaste åren. Man kan ifrågasätta om det finns tillräckligt med attraktiva företag för att kunna attrahera kapitalet eller om företagen har den profil som passar för denna typ av investerare. Kanske passar de flesta företagen egentligen bättre för andra finansieringslösningar? (Se även kapitel 5, Lithander). VC-aktörer är mycket selektiva investerare som enbart satsar i företag med extremt god tillväxtpotential. Det finns en risk att vi inte har tillräckligt många 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 är det cirka 600–800 företag i USA som lyckas attrahera VC (genererat utifrån deras cirka 29 miljoner företag). Översatts dessa förutsättningar till svenska förhållanden med cirka 1 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 en sådan satsning skulle lyckas skulle detta naturligtvis betraktas som extremt framgångsrikt. Om vi antar att en tiondel av dessa företag förväntas generera en exceptionell tillväxt, så skulle VC-satsningen i Sverige förväntas generera 2–3 företag med exceptionell tillväxt per år eller 20–30 sådana företag över ett decennium, alltså betydligt fler än vad som någonsin skapats över en tioårsperiod i Sverige.

- Behovet av externt kapital från företagens 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 företagens utveckling är relativt begränsat. Om kapital saknas så är det främst i tidiga faser i företagens utveckling. Det befintliga kapitalet, såväl privat som offentligt, har alltmer investerats i senare utvecklingsfaser och skapat ett gap i tidiga faser. Om kapital behövs i företagen söker entreprenören ofta främst från egna medel och internt genererade medel i företaget (se kapitel 2, Daunfeldt m.fl.). Intressant är även att notera bankernas betydelse för företagens utveckling – i både starten och den fortsatta utvecklingen av företagen – naturligtvis främst som en kapitalkälla för rörelsekapitalet i företagen (se kapitel 3, Cowling).

## Referenser

- Abramowitz M, (1956), "Resource and output trends in the United States since 1870". I *American Economic Review*, Vol. 46, s. 5–23.
- Ang JS, (1991), "Small business uniqueness and the theory of financial management". I *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, No. 1, s. 1–13.
- Ang JS, (1992), "On the theory of finance for privately held firms". I *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, No. 3, s. 185–203.
- Backman M, (2015), "Banks and new firm formation". I *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 22, No. 4, s. 734–761.
- Berger A och G Udell, (1998), "The economics of small business finance: The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle". I *Journal of Bank and Finance*, Vol. 22, s. 613–673.
- Blanchflower DG och AJ Oswald, (1998), "What makes an entrepreneur?". I *Journal of Labor Economics*, Vol. 16, No. 1, s. 26–60.
- Bolton Report (1971), *Report of the Committee of Inquiry on Small Firms*. Cmnd 4811. London: HMSO.
- Bornefalk A, (2014), *Kapital på krita? En ESO-rapport om företagandets finansiering*. Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2014:4. Stockholm: Fritzes.
- Brüderl J, P Preisendorfer och R Ziegler, (1992), "Survival chances of newly founded business organizations". I *American Sociological Review*, Vol. 57, No. 2, s. 227–242.
- Cassar G, (2004), "The financing of business start-ups". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 19, No. 2, s. 261–283.
- Cooper AC, FJ Gimeno-Gascon och CY Woo, (1994), "Initial human and financial capital as predictors of new venture performance". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 9, s. 371–395.
- Cressy R, (1996), "Are business startups debt-rationed?". I *Economic Journal*, Vol. 106, No. 438, s. 1253–1270.
- Da Rin M, G Nicodano och A Sembenelli, (2006), "Public policy and the creation of active venture capital markets". I *Journal of Public Economics*, Vol. 90, s. 1699–1723.
- Davidsson P och M Henrekson, (2002), "Determinants of the prevalence of start-ups and high growth firms". I *Small Business Economics*, Vol. 19, No. 2, s. 81–104.
- Evans DS och B Jovanovic, (1989), "An estimated model of entrepreneurial choice under liquidity constraints". I *Journal of Political Economy*, Vol. 97, No. 4, s. 808–827.
- Evans DS och LS Leighton, (1989), "Some empirical aspect of entrepreneurship". I *American Economic Review*, Vol. 79, No. 3, s. 519–535.
- EVCA, (2015), "2014 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments and Divestments". Brussels: EVCA.

- Gaston RJ, (1989), *Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide*. New York: Wiley.
- Henrekson M och D Johansson, (2010), "Gazelles as job creators: A survey and interpretation of the evidence". I *Small Business Economics*, Vol. 35, No. 2, s. 227–244.
- Holtz-Eakin D och HS Rosen, (2005), "Cash constraints and business start-ups: Deutschmarks versus Dollars", *Contributions in Economic Analysis and Policy*, Vol. 4, No. 1, s. 1–28.
- Hurst E och A Lusardi, (2004), "Liquidity Constraints, Household Wealth and Entrepreneurship". I *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 2, s. 319–347.
- Jaffe AB, (1986), "Technological opportunity and spillovers of R&D: Evidence from firms' patents, profits and market value". I *American Economic Review*, Vol. 76, No. 5, s. 984–1001.
- Jensen M och WH Meckling, (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". I *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, s. 305–360.
- Kerr WR och R Nanda, (2009), "Democratizing entry: Banking deregulations, financing constraints, and entrepreneurship". I *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, No. 1, s. 124–149.
- Landström H, (1993), "Agency theory and its application to small firms: Evidence from the Swedish venture capital market". I *Journal of Small Business Finance*, Vol. 2, No. 3, s. 203–218.
- Landström H, (2010), *Pioneers in Entrepreneurship and Small Business Research*. New York: Springer.
- 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". I *Small Business Economics*, Vol. 35, No. 3, s. 255–264.
- Macmillan Report (1931), *Report of the Committee on Finance and Industry*. Cmd 3897. London: HMSO.
- Mason CM och R Brown, (2013), "Creating good public policy support high-growth firms". I *Small Business Economics*, Vol. 40, No. 2, s. 211–225.
- Mason CM, K Bishop och C Robinson, (2009), "Business growth and innovation: The wider impact of rapidly growing firms in the UK city-regions". Research report. London: NESTA.
- Murray G, (2007), "Venture capital and government policy". I Landström H (red.), *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar. S. 113–151.
- Nightingale P och A Coad, (2014), "Muppets and gazelles: Ideological and methodological biases in entrepreneurship research". I *Industrial and Corporate Change*, Vol. 23, No. 1, s. 113–143.
- Nightingale P och A Coad, (2016), "Challenging assumptions and bias in entrepreneurship research". I Landström H, A Parhankangas, A Fayolle och P Riot (red.), *Challenging Entrepreneurship Research*. London: Routledge. S. 100–128.
- Nykvist J, (2008), "Entrepreneurship and liquidity constraints: Evidence from Sweden". I *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 110, No. 1, s. 23–43.
- Olofsson C, (1983), *De regionala utvecklingsbolagen – instrument för industriell utveckling?* SIND 1983:4. Stockholm: LiberFörlag.
- 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*, Vol. 33, No. 2, s. 141–149.
- Sohl JE, (2003), "The private equity market in the USA: Lessons from volatility". I *Venture Capital*, Vol. 5, No. 1, s. 29–46.
- Solow RM, (1957), "Technical Change and the Aggregate Production Function". I *Review of Economics and Statistics*, Vol. 39, No. 3, s. 312–320.
- SOU 2015:64, *En fondstruktur för innovation och tillväxt*. Stockholm: Fritzes.
- Stam EW och K Wennberg, (2009), "The role of R&D in new firm growth". I *Small Business Economics*, Vol. 33, No. 1, s. 77–89.
- Storey DJ, (1994), *Understanding the Small Business Sector*. London: Routledge.
- Storey DJ och FJ Greene, (2010), *Small Business and Entrepreneurship*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Svensson R, (2014), *Statlig finansiering till företag*. Stockholm: Timbro.
- Tillväxtanalys 2010:01, "Staten och riskkapitalet. Metodbeskrivning och kunskapsöversikt". Delrapport 1. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys PM 2017:03, "Avenyer av nya drömmar: Statens roll i den framtida kapitalförsörjningen". Östersund: Tillväxtanalys.
- Van Praag CM och PH Versloot, (2007), "What is the value of entrepreneurship? A review of recent research". I *Small Business Economics*, Vol. 29, No. 4, s. 351–382.



Sven-Olov Daunfeldt  
Åsa Grek  
Fredrik Hartwig  
Niklas Rudholm

# Betydelsen av internt genererat kapital för en långsiktig hållbar företagstillväxt



# Sammanfattning

Ett företags expansion kan finansieras med internt genererat kapital eller med hjälp av extern finansiering. Vi undersöker här hur omsättningstillväxten och överlevnadssannolikheten påverkas av företagets internt uppbyggda kapital. Undersökningen baseras på data över alla Sveriges aktiebolag under perioden 1997–2010.

Våra resultat indikerar att den initiala tillgången på internt uppbyggt kapital generellt sett inte är förknippad med en högre omsättningstillväxt eller ökade möjligheter att överleva på marknaden. Vi finner däremot att de företag som bygger upp interna medel innan de växer är mer sannolika att uppnå en långsiktigt hållbar tillväxt än de företag som växer innan de byggt upp ett internt kapital.

Resultaten indikerar också att företag som har varit med om uppköp eller sammanlagningar har både högre tillväxt och bättre chanser att överleva på marknaden.

Vi kan samtidigt konstatera att de skattade sambanden ofta är svaga trots det omfattande datamaterialet. Det tyder på att företagstillväxt i huvudsak är slumpmässig eller kan förklaras av variabler som är svåra att mäta och inkludera i kvantitativ analys. Detta bekräftas också av tidigare studier.

Våra resultat implicerar att framtida studier bör fokusera mer på *hur* företagen växer än på vad som kan förklara hur mycket de växer vid en viss tidpunkt.

## Introduktion

I detta kapitel ska vi undersöka hur omsättningstillväxten och överlevnadssannolikheten påverkas av företagets *internt uppbyggda kapital*.

Företagstillväxt är intimt förknippat med entreprenörskap eftersom det är de tillväxtoorienterade företagen – till skillnad från de icke tillväxtorienterade företagen – som bidrar till branschdynamik och ekonomisk tillväxt (Henrekson & Johansson, 2010). Företagstillväxt kräver både en vilja att växa, och att det finns möjligheter att göra det (Coad, 2009). Viljan att expandera utgör själva grunden för all företagstillväxt, vilket innebär att vi inte kommer att observera en tillväxt i företaget om företagsledningen inte har några tillväxtambitioner. Ambitionen att växa utgör dock ett nödvändigt, men inte ett tillräckligt, villkor för att vi ska observera faktisk tillväxt hos företagen. Viljan att växa behöver också kompletteras med att det finns incitament och möjligheter för företagen att växa.

Den vetenskapliga litteraturen om företagstillväxt bygger till stor del på de teorier som Edith Penrose utvecklade redan under 1950-talet, där företagets interna resurser antas ha en central roll för att förklara företagstillväxt. I boken ”A Theory of the Growth of the Firm” lanserade Penrose (1959) den så kallade resursbaserade synen på företagstillväxt. Teorin går förenklat ut på att tillväxt skapas genom hur företag utnyttjar sina ”produktiva resurser”, det vill säga hur humankapital (personal) och annat kapital används för att skapa sig konkurrensfördelar gentemot andra företag. En viktig implikation av teorin är att framgångsrika företag är de som genom att löpande upgradera sina interna resurser lyckas stärka sin marknadsposition, vilket innebär att uppbyggnaden av interna resurser är av central betydelse för att förklara en långsiktigt hållbar företagstillväxt.

I Sverige har dock avsaknaden av företagstillväxt snarare förklarats som en direkt följd av att det är svårt att finna extern finansiering för den planerade expansionen. Denna förklaring utgår från att kapitalmarknaden kännetecknas av asymmetrisk information, det vill säga att företagarna vet mer om sin verksamhet än potentiella investerare. Detta kan leda till en ovilja att investera i olika typer av projekt och att investeringarna blir för små sett ur ett samhälleligt optimalt perspektiv, vilket motiverar policyinterventioner (Kaplan & Strömberg 2001; Carpenter & Petersen 2002). Notera dock att en expansion av verksamheten också kan vara förknippad med hög grad av osäkerhet, vilket innebär att det kan vara helt rationellt för externa finansörer att inte låna ut pengar till företaget.

Resonemanget ovan indikerar att det är av betydelse att särskilja mellan en expansion som finansieras med hjälp av internt genererat kapital och en som finansieras av externt kapital. Denna distinktion är också betydelsefull eftersom graden av kontroll har visat sig vara en mycket viktig faktor för många företagare (Myers, 1984; Davidsson, 1989; Mueller, 2008). Behovet av att behålla kontroll över företaget innebär att företagsledningen kan vara ovillig att finansiera en expansion med externt genererade medel, även i de fall där en sådan erbjuds som kraftigt ökar deras tillväxtmöjligheter (Cressy & Olofsson, 1997; Johansson m.fl., 2013). Om finansörerna också är ovilliga att låna ut medel på grund av ofullständig information och därmed kräver höga riskpremier kan också företagarna föredra att växa med interna medel istället för med externt kapital (Myers, 1984).

Behovet av internt kapital för att företag i Sverige ska expandera sin verksamhet bekräftas också av en tidigare studie, där hela 90 procent av företagen uppgav att oberoende och kontroll var viktiga motiv för deras företagande (Johansson m.fl., 2013). Resultaten i studien indikerade att företagarnas pris för att ge upp en del av kontrollen av företaget var mycket högt och att internt genererade medel var det vanligaste sättet att finansiera en expansion av verksamheten, medan externa delägare var den minst vanliga finansieringskällan. Detta tyder på att det är svårigheter med att bygga upp internt genererade medel, snarare än möjligheterna att få extern finansiering, som kan förklara varför många företag väljer att inte expandera

verksamheten. Ett problem med studien är dock att den kan ha ett självutvärderingsproblem, så kallad responsbias (List & Gallet, 2001), vilket innebär att företagen inte svarar sanningsenligt utan överdriver problemet med brist på internt kapital.

### **Syfte**

Syftet med denna studie är att undersöka hur omsättningstillväxten och överlevnadssannolikheten påverkas av företagets internt uppbyggda kapital. Undersökningen baseras på data över alla Sveriges aktiebolag under perioden 1997–2010. Det finns få kvantitativa studier som tidigare har använt sig av registerdata för att undersöka om det interna kapitalet påverkar utvecklingen för företag i Sverige.

Ett uppmärksammat undantag är Davidsson m.fl. (2009). Deras studie är dock deskriptiv, tillväxten studeras i max tre år och valet av vinstmått kan förändras genom både tillskott av internt respektive externt genererat kapital. Vi utvidgar deras analys genom att studera tillväxten upp till sju år, samt använda två mått på det internt uppbyggda kapitalet i företaget. Vidare genomför vi regressionsanalyser för att studera hur betydelsefullt det interna kapitalet är för att förklara både den observerade omsättningstillväxten och överlevnadssannolikheten bland företagen i Sverige.

Vår studie är av samhällsekonomisk betydelse eftersom policyimplikationerna skiljer sig åt om avsaknaden av tillväxt kan förklaras av brist på internt genererat kapital, snarare än problem med extern finansiering. När avsaknaden av företagstillväxt förklaras med brist på extern finansiering föreslås ofta selektiva stödinsatser från olika statliga myndigheter i syfte att öka tillgången på externt genererat riskkapital. Denna typ av satsningar kommer troligen inte vara speciellt effektiva om avsaknaden av hållbar företagstillväxt istället beror på svårigheterna att bygga upp ett internt uppbyggt kapital. I detta fall är det av större betydelse att genomföra reformer som ökar tillgången till internt genererat kapital, till exempel en förmånligare beskattning av entreprenörskap och ett generellt minskat skattetryck.

## **Teoretisk bakgrund**

Företagstillväxt förutsätter både en vilja att växa, och att det finns möjligheter att realisera dessa tillväxtambitioner (Davidsson, 1991; Coad, 2009). Detta innebär att tillväxtambitioner utgör ett nödvändigt, men inte ett tillräckligt, villkor för att vi ska observera företagstillväxt.

### **Anledningar till att företag inte vill eller kan växa**

De företagare som inte har tillväxtambitioner har ofta andra verksamhetsmål. De kan exempelvis driva företag för att bli mer självständiga (Cassar, 2007), för att få chansen att utveckla en egen produkt eller verksamhet (Wiklund, 1998), eller för att få en bättre balans mellan arbete och fritid (Cliff, 1998). Tillväxtambitioner kan också avta när företagets ägare uppnått en tillräckligt hög levnadsstandard (Davidsson, 1991) eller om de upplever att tillväxt är förknippat med en mycket högre arbetsbörda (Kolvereid, 1992). Företagets ägare kan också vara rädd för att den kreativa stämningen förloras om företaget växer (Wiklund m.fl., 2003).

En del företag har dock tillväxtambitioner, men avstår ändå från att växa på grund av tillväxtbarriärer. En av de mer diskuterade är bristen på externt riskkapital, det vill säga att företaget inte kan få tillräckligt med externt kapital för att finansiera en expansion av företaget (Beck & Demircuc-Kunt, 2006). Denna förklaring utgår från att kapitalmarknaden kännetecknas av asymmetrisk information, det vill säga att företagen vet mer om sin verksamhet än de potentiella investerarna. Denna asymmetri leder i sin tur till att inves-

teringarna blir för små sett ur ett samhälleligt optimalt perspektiv (Kaplan & Strömberg 2001; Carpenter & Petersen 2002). Småföretagare har ofta sämre möjligheter att få lån jämfört med de företagare som driver större och mer etablerade bolag (Beck & Demirguc-Kunt, 2006), vilket innebär att svårigheterna att få externt kapital i syfte att expandera verksamheten kan utgöra ett speciellt stort problem för denna grupp av företagare.

Ett flertal studier har dock påpekat att småföretagare ofta inte vill växa, även om det finns möjligheter att få externt riskkapital, eftersom de inte vill tappa kontrollen över företaget (Davidsson, 1991; Kolvereid, 1992). Cassar (2007) visar att företagare som anger självständighet som främsta grund för att starta företag också är mindre benägna att växa eftersom tillväxten innebär en minskad kontroll över bolaget. Detta innebär att företagarna kan vara ovilliga att finansiera en expansion med externt genererade medel, även i de fall där de erbjuds extern finansiering som kraftigt ökar deras tillväxtpöjligheter.

### **Informationsasymmetrier kan påverka företagens kapitalstruktur**

Det interna kapitalets betydelse betonas också i Myers (1984) så kallade *pecking order theory*. Enligt denna teori finns det en informationsasymmetri mellan företagets ledning och de externa finansiärerna, vilket leder till att de externa finansiärerna kräver en riskpremie för att finansiera företagets investeringar samt möjligheter att dra sig ur investeringen. Detta innebär att företag i första hand använder sina interna resurser vid investeringar eftersom de är billigare, men också medför en mindre risk för företaget att förlora sin finansiering och i värsta fall tvingas lämna marknaden. Teorin predikterar därmed att de företag som i högre utsträckning kan förlita sig på internt genererat kapital kommer att investera mera, men också löpa mindre risk att mista sin finansiering och därmed tvingas att lämna marknaden.

En alternativ teori som förklarar hur företagen väljer sin kapitalstruktur är den så kallade *trade-off*-modellen. Enligt denna modell identifierar företaget sin optimala nivå på internt genererat kapital genom att väga kostnader och intäkter för olika typer av finansiering (Fama & French, 2002, 2005). Beskattning är en typ av kostnad för det internt genererade kapitalet, medan en av de viktigaste kostnaderna för det externt genererade kapitalet är de riskpremier som finansiären kräver. Enligt modellen bör internt och externt genererat kapital vara likvärdigt i jämvikt, givet att skillnaderna inte tydligt kan motiveras med skillnader i kostnader och intäkter för de olika typerna av kapital. Om vi har tillgång till väl fungerande kapitalmarknader med små informationsasymmetrier kommer därmed inte tillgången till internt genererat kapital att påverka investeringsbeslut eller företagens möjligheter till överlevnad (Modigliani & Miller, 1958; Musso & Schiavo, 2008).

## **Data**

För att analysera det internt uppbyggda kapitalets betydelse för möjligheten att uppnå en långsiktigt hållbar tillväxt använder vi data över alla aktiebolag i Sverige under perioden 1997–2010. Databasen är införskaffad från konsultföretaget PAR (senare uppköpta av Bisnode) som har samlat in detta datamaterial från Patent- och registreringsverket (PRV), dit alla aktiebolag enligt svensk lag måste skicka in sina årsredovisningar. Databasen innehåller all information som finns i företagens årsredovisningar, vilket innebär att vi har tillgång till data på omsättning, antal anställda, vinster, soliditet, samt företagets ålder. Vi har selekterat bort alla inaktiva företag, vilket vi definierar som de företag som har en nettoomsättning på mindre än 100 000 kronor. Totalt består vårt slutgiltiga urval av 342 900 unika företag och 2 710 920 observationer under perioden 1997–2010.

### Mått på tillväxt

Vårt primära mål är att studera hur företagens uppbyggnad av internt genererat kapital påverkar deras tillväxttakt och överlevnadssannolikhet. Företagstillväxt definieras generellt i den vetenskapliga litteraturen som tillväxten i antal anställda eller omsättning (Daunfeldt m.fl., 2014). I denna studie väljer vi att använda tillväxttakten i företagets omsättning som beroende variabel. Denna tillväxttakt kan mätas på olika sätt, till exempel som den absoluta förändringen av omsättningen eller som den procentuella förändringen av omsättningen under en viss period (Daunfeldt m.fl., 2014). Vi följer rekommendationen att mäta tillväxt som skillnaden mellan det logarimerade värdet av omsättningen i företaget gånger 100 (Tornqvist m.fl., 1985; Coad, 2009), vilket ger ett mått på företagets procentuella årliga tillväxt.

### Mått på internt genererat kapital

För att studera betydelsen av det interna kapitalet för företagstillväxten använder vi tre olika mått.<sup>8</sup> Det första måttet är företagets totala avkastning på kapital (*ROA*) i procent eftersom vi vill kunna jämföra våra resultat med Davidsson m.fl. (2009). Detta mått mäter hur mycket företaget tjänade för varje investerad krona och är det bredaste lönsamhetsmåttet i litteraturen (Libby m.fl., 2009). Även om flera andra lönsamhetsmått har använts tidigare (Richard m.fl., 2009) är avkastningen på totalt kapital också det mått som använts flitigast (Davidsson m.fl., 2009; Steffens m.fl., 2009). *ROA* är dock inte ett mått på den interna uppbyggnaden av kapital i bolaget eftersom dess utveckling är helt oberoende av finansieringskällan (skuld kontra eget kapital). Vi använder därför också två mått på det internt uppbyggda kapitalet i företaget.

De första av de två måtten på internt genererat kapital är vinstens kvarhållningsgrad (*retention rate*) i procent och är precis som *ROA* ett flödesmått. Detta mått mäter hur stor del av nettovinsten som företaget behåller i företaget och som inte går till ägarna i form av utdelning, det vill säga i vilken utsträckning som vinsterna stannar kvar och återinvesteras i företaget. Ju högre kvarhållningsgrad, desto högre är graden av internt genererad självfinansiering i företaget.

Det andra av dessa två mått mäter det egna kapitalets andel av det totala kapitalet i procent och är således ett mått på den totala uppbyggnaden av internt kapital i företaget. Vi inkluderar det i analysen för att studera om det är uppbyggnaden av interna medel (stockmått), snarare än förändringen (flödesmått), som spelar roll för företagets tillväxt och överlevnad. Notera att vårt flödesmått (kvarhållningsgraden) endast tar hänsyn till internt genererade medel, det vill säga årets vinst minus årets utdelning, medan vårt stockmått tar hänsyn till både ägarinsättningar och uppskrivningar.

### Andra relevanta faktorer

Vi behöver också kontrollera för andra faktorer som kan förklara företagets framtida tillväxttakt och överlevnadssannolikhet. Från tidigare studier vet vi till exempel att små företag generellt sett har en högre tillväxt (Coad, 2009), men att de är mindre benägna att överleva på marknaden jämfört med större företag (Lotti m.fl., 2003). Vidare har ett stort antal studier påpekat att företagets ålder är av stor betydelse för att förklara företagets tillväxttakt. Haltiwanger m.fl. (2013) presenterar exempelvis resultat som indikerar att det är företagets ålder, och inte dess storlek, som förklarar företagstillväxten. Det är också välkänt i litteraturen att de flesta unga företag inte kommer att överleva på sikt och att överlevnadssannolikheten således är högre för äldre företag (Nightingale & Coad, 2014). Vi väljer därför att kontrollera för företagets storlek, mätt som antal anställda, samt företagets ålder i den empiriska analysen. Företagets ålder baseras på information om det registrerade startåret för företaget.

<sup>8</sup> För utförligare definitioner och beskrivningar av våra mått på det internt uppbyggda kapitalet, se Tillväxtanalys, PM 2017:01.

Företagets tillväxttakt och överlevnad kan också påverkas av om företag ingår i en företagsammanslagning under perioden, antingen på grund av att de blir uppköpta eller för att de själva köper upp ett annat företag. Merparten av tidigare studier har inte haft möjlighet att kontrollera för detta, men vårt datamaterial innehåller information om vilka företag som varit med om en sammanslagning eller ett uppköp under året. Vi kontrollerar därför för detta genom att inkludera en indikatorvariabel som antar värdet ett under det år som företaget köper upp eller slås samman med ett annat företag, och som antar värdet noll om det inte inträffar.

## Transitionsanalys

I en inflytelserik artikel har Davidsson m.fl. (2009) använt sig av transitionsmatriser för att studera hur viktigt det är för företagens framtida tillväxt att de uppvisar relativt höga vinster innan de påbörjar sin tillväxtfas. Resultaten från deras studie indikerar att de företag som uppvisar vinst före tillväxt är cirka 21 procentenheter mer sannolika att uppnå hög tillväxt och hög vinst efter två år jämfört med de företag som växer utan att först uppvisa en god lönsamhet. Vidare är de företag som växer efter att de uppnått vinst cirka 7 procentenheter mindre sannolika att kännetecknas av låg vinst och låg tillväxt efter två år jämfört med de företag som växer innan de redovisar vinst.

Här replikerar vi studien av Davidsson m.fl., men utvidgar också analysen på flera sätt. För det första väljer vi att studera om de företag som initialt uppvisar vinst, men ingen tillväxt, också har en bättre tillväxt och vinstutveckling över en längre tidsperiod. Davidsson analyserar utvecklingen i Sverige över som mest två år, medan vi analyserar utvecklingen upp till sju år efter att den initiala vinsten och tillväxten i företagen har observerats. En längre tidsperiod är av betydelse eftersom de långsiktiga effekterna av en initial vinstutveckling kan skilja sig åt jämfört med vad som händer på kort sikt.

För det andra använder Davidsson avkastningen på totalt kapital för att studera vinsternas betydelse för företagens framtida tillväxt. Detta mått kan påverkas av tillgång till både externt och internt genererat kapital. Vi vill specifikt studera hur det internt genererade kapitalet är korrelerat med den framtida företagstillväxten och inkluderar dessutom ett mått på förändringen av det internt genererade kapitalet (flödesmått) samt ett mått på det totala interna kapitalet (stockmått) i företaget.

Slutligen baseras Davidssons studie på ett urval av 1 482 företag i Sverige under perioden 1997–2000, medan vår studie bygger på registerdata över alla aktiebolag i Sverige under perioden 1997–2010. Det slutgiltiga urvalet i vår studie innehåller 342 900 företag och 2 710 920 observationer. Vi har således tillgång till ett betydligt större och mer omfattande datamaterial än Davidsson m.fl.

### Klassificering och hypoteser

I enlighet med Davidsson m.fl. delar vi först in företagen i datamaterialet utifrån deras observerade omsättningstillväxt och deras avkastning på totalt kapital (ROA). De fem olika grupperna som studeras är:

1. *Star*: Företag som har en omsättningstillväxt och avkastning på totalt kapital som är högre än medianen, och där minst en av variablerna är i den högsta kvartilen.
2. *Profit*: Företag som har en avkastning på totalt kapital som är högre än medianen och som har en omsättningstillväxt som är lägre än medianen, men som inte klassificeras som ett Middle-företag (se nedan).

3. *Growth*: Företag som har en omsättningstillväxt som är högre än medianen och en avkastning på totalt kapital som är lägre än medianen, men som inte klassificeras som ett Middle-företag (se nedan).
4. *Middle*: Företag där både omsättningstillväxten och avkastningen på totalt kapital är i andra eller tredje kvartilen.
5. *Poor*: Företag där både omsättningstillväxten och avkastningen på totalt kapital är under medianen och där minst en av variablerna är i den lägsta kvartilen.

Denna uppdelning används för att skatta en transitionsmatris som visar sannolikheten att företaget, givet dess initiala klassificering, kommer att tillhöra samma eller någon annan grupp nästa period. Motsvarande uppdelning görs sedan också för vinstens kvarhållningsgrad (*RR*) och det egna kapitalets andel av totalt kapital (*ER*). Vi börjar med att testa om företag i kategorin *Profit* är mer sannolika att i kommande tidsperioder tillhöra kategorin *Star* jämfört med de företag som initialt tillhör kategorin *Growth*. Den första hypotesen (**H1**) som vi testar är således:

**H1** *Företag som uppvisar en hög avkastning på totalt kapital och låg tillväxt är mer sannolika att i framtida perioder uppnå en hög avkastning på totalt kapital och en hög tillväxt jämfört med de företag som först uppvisar en hög tillväxt med en låg avkastning på totalt kapital.*

I nästa steg vill vi undersöka om de företag som ingår i kategorin *Profit* är mindre sannolika att i kommande tidsperioder tillhöra kategorin *Poor* jämfört med de företag som initialt tillhör kategorin *Growth*. Den andra hypotesen (**H2**) som vi testar är därmed:

**H2** *Företag som uppvisar en hög avkastning på totalt kapital och låg tillväxt är mindre sannolika att i framtida perioder uppnå en låg avkastning på totalt kapital och en låg tillväxt jämfört med de företag som först uppvisar en hög tillväxt med en låg avkastning på totalt kapital.*

Notera att motsvarande hypotestester också utförs då företagen är uppdelade utifrån vinstens kvarhållningsgrad och det egna kapitalets andel av det totala kapitalet.

## Resultat

Resultaten presenteras i tabell 2.1. I likhet med Davidsson m.fl. (2009) finner vi stöd för båda hypoteserna, det vill säga att de företag som uppvisar vinst före tillväxt är mer sannolika att i kommande perioder ha en hög tillväxt och höga vinster jämfört med de företag som växer innan de uppvisar en hög avkastning på totalt kapital. De företag som uppvisar vinst före tillväxt är också mindre sannolika att i framtiden ha både låga vinster och låg tillväxt. Resultaten implicerar därmed att det är viktigt att växa med vinst för att nå en hållbar tillväxt i framtida perioder.<sup>9</sup>

Det finns dock ett antal intressanta skillnader gentemot de resultat som presenteras av Davidsson m.fl. För det första kan vi notera att skillnaden i sannolikheten mellan att företag i kategorierna *Growth* och *Profit* kommer att kännetecknas av både höga vinster och hög tillväxt minskar över tid. Företag som först uppvisar vinst före tillväxt är mer än 19 procentenheter mer sannolika att efter ett år vara ett företag med både höga vinster och hög tillväxt, jämfört med de företag som uppvisar tillväxt före vinst. Effekten

<sup>9</sup>I Tillväxtanalys PM 2017:01 finns också en analys av transitionssannolikheterna uppdelade efter företagets storlek.



kvarstår åren därefter även om den gradvis minskar i styrka. Efter sju år har den sjunkit till lite drygt tre procentenheter. Företag som uppvisar vinst före tillväxt är således mer sannolika att uppnå både hög tillväxt och höga vinster i det kortare perspektivet, medan skillnaden gentemot de företag som visar tillväxt före vinst minskar över tid.

Vi ser en liknande utveckling för sannolikheten att i slutperioden ingå bland de företag som uppvisar både låg tillväxt och låga vinster. I detta fall är företag som initialt visar vinst före tillväxt 6,69 procentenheter mindre sannolika att ingå i denna grupp efter ett år. Notera dock att denna skillnad också minskar över tid och endast är 0,57 procentenheter efter sju år.

I tabell 2.1 redovisar vi också resultaten för våra två mått på det internt genererade kapitalet i företaget. Resultaten visar att de företag som har en hög kvarhållningsgrad (*RR*) innan de uppvisar en hög tillväxt är mer sannolika att ha både en hög vinstkvarhållningsgrad och en hög tillväxt i kommande perioder jämfört med de företag som växer innan de har genererat internt kapital. Sannolikheten att företagen utvecklas till ett *Star*-företag är dock mycket lägre när vi använder företagets vinstkvarhållningsgrad jämfört med när vi använder avkastning på totalt kapital. När vi mäter vinstens kvarhållningsgrad är företagen också mer sannolika att utvecklas till ett företag som både har låga internt genererade medel och låg tillväxt (*Poor*).

Vi kan således konstatera att de företag som genererar mycket internt kapital vid en viss tidpunkt inte är speciellt benägna att bli ett framtida företag i *Star*-kategorin, och att detsamma gäller för de företag som har en hög omsättningstillväxt men genererar lite internt kapital. Skillnaden mellan *Profit*- och *Growth*-kategorin är fortfarande statistiskt signifikant, där företagen i den senare kategorin har en signifikant lägre sannolikhet att bli ett företag med både högt internt genererat kapital och en hög tillväxt jämfört med de företag som genererar internt kapital innan de växer. Skillnaden mellan grupperna är dock betydligt mindre jämfört med när vi studerade avkastningen på totalt kapital.

**Tabell 2.1** Sannolikheten att företag som initialt befinner sig i grupperna Growth och Profit i slutperioden befinner sig i grupperna Star och Poor. Avkastning på totalt kapital (ROA), vinstkvarhållningsgraden (RR) respektive det egna kapitalets andel av det totala kapitalet (ER) används för att dela in företag i Profit-kategorin.

Variabel	SLUTGILTIG GRUPP		STAR		POOR		
	Initial grupp	Growth	(H1)	Profit	Growth	(H2)	Profit
ROA	Efter 1 år	13.77	***	33.09	11.57	***	4.89
	Efter 3 år	18.94	***	27.80	7.67	***	5.49
	Efter 5 år	19.81	***	25.21	6.42	***	5.33
	Efter 7 år	20.08	***	23.59	5.09	***	4.52
RR	Efter 1 år	1.84	***	7.65	14.76	***	15.53
	Efter 3 år	2.26	***	5.23	12.94	***	14.17
	Efter 5 år	2.55	***	4.56	12.20	***	13.18
	Efter 7 år	2.94	***	3.90	10.50	***	11.26
ER	Efter 1 år	7.71	***	24.16	5.97	***	2.06
	Efter 3 år	10.18	***	22.40	4.56	***	2.01
	Efter 5 år	11.10	***	20.24	4.01	***	1.96
	Efter 7 år	12.28	***	18.22	3.18	***	1.95

Notera: H1 är resultatet av ett Wald-test för att studera om företag som initialt befinner sig i gruppen *Profit* är mer sannolika att hamna i gruppen *Star* jämfört med de företag som initialt befinner sig i gruppen *Growth*. H2 är motsvarande test för att studera om företag som initialt befinner sig i gruppen *Profit* är mindre sannolika att hamna i gruppen *Poor* jämfört med de företag som initialt befinner sig i gruppen *Growth*. \*\*\* = signifikant på 1%-nivån (p-värde < 0.001).

Ett problem med vinstens kvarhållningsgrad är att vi studerar ett flödesmått som kan variera relativt mycket mellan olika år. Detta innebär att vissa företag inte växer trots en hög kvarhållningsgrad eftersom de vill använda inflödet av interna medel för att bygga upp en stock av internt kapital. Detta talar för att det skulle vara bättre att använda ett mått som visar uppbyggnaden av internt kapital under en längre tid. I syfte att studera detta jämför vi i tabell 2.1 också utvecklingen för de företag som har ett högt eget kapital i förhållande till det totala kapitalet (ER) och en låg tillväxt gentemot de företag som uppvisar en hög tillväxt innan de byggt upp internt kapital i bolaget.

Resultaten visar nu att uppbyggnaden av det interna kapitalet i bolaget är mer betydelsefullt än vinstens kvarhållningsgrad för att förklara om företaget i framtida perioder kommer att bli ett Star-företag eller ett Poor-företag. Resultaten överensstämmer nu också mera med de vi fann för avkastningen på totalt kapital.

Vi kan från tabell 2.1 observera relativt stora skillnader, där företag med låg tillväxt som har mycket eget kapital i förhållande till det totala kapitalet är mer sannolika att i framtida perioder karakteriseras av både hög soliditet och hög tillväxt jämfört med de företag som växer trots att de har en låg andel eget kapital i förhållande till det totala kapitalet. Skillnaden mellan Profit- och Growth-kategorin är hela 16,45 procentenheter efter ett år, men avtagande över tid. Efter sju år är dock fortfarande de företag som hade hög soliditet före tillväxt cirka sex procentenheter mer sannolika att vara i Star-kategorin jämfört med de företag som växte innan de byggt upp internt kapital. Notera slutligen att företag som växer efter att de byggt upp ett internt kapital väldigt sällan hamnar i Poor-kategorin, det vill säga kännetecknas av såväl låg soliditet som låg tillväxt.

## Det interna kapitalets betydelse för företagstillväxt och överlevnad

Ett flertal empiriska studier har tidigare analyserat om företagens kapitalstruktur påverkar deras investeringar, samt möjlighet att överleva på marknaden (Bridges & Guariglia, 2008; Musso & Schiavo, 2008; Männasoo, 2008; Huynh m.fl., 2012; Chung m.fl., 2013). Utgångspunkten är att det kan finnas en skillnad i betydelsen av internt och externt genererat kapital, där företagets interna kapital antas ha en central roll för att förklara företagets investeringar och överlevnadssannolikhet.

Vi använder oss av de tidigare beskrivna variablerna för att studera om storleken på det internt genererade kapitalet påverkar företagets tillväxt samt överlevnadssannolikhet. Variablerna inkluderas en och en i de estimerade regressionerna för att undvika potentiella multikolinjäritetsproblem. Vi inkluderar också ett antal kontrollvariabler som tidigare har identifierats som betydelsefulla för företagstillväxten och överlevnadssannolikheten. Dessa kontrollvariabler är företagsstorlek (Chung m.fl., 2013; Daunfeldt m.fl., 2013; Huynh m.fl., 2012; Bridges & Guariglia, 2008; Musso & Schiavo, 2008; Coad, 2009; Männasoo, 2008; Audretsch, 1995; Acs & Audretsch, 1990), företagets ålder (Daunfeldt m.fl., 2013; Coad, 2009; Bridges & Guariglia, 2008; Audretsch, 1995; Acs & Audretsch, 1990), samt om företaget genomgått en sammanslagning under ett givet år (Chung m.fl., 2013).

För att minimera risken att omvänd kausalitet ska påverka resultaten är samtliga förklarande variabler laggade en period, alltså ett år innan vi observerar värdet för utfallsvariabeln. Vi undersöker också om våra kapitalmått påverkar företagets tillväxt och överlevnadssannolikhet efter ett år, tre år, fem år och sju år. Notera att många av våra parameterskattningar är statistiskt signifikanta på höga signifikansnivåer, men att detta inte nödvändigtvis visar på ekonomiskt relevanta skillnader eftersom skattningar genomförs på ett omfattande datamaterial med många observationer (McCloskey & Ziliak, 1996).

## Företagstillväxt

Tillväxtfördelningen för företag har visat sig likna en Laplace-fördelning med sin karakteristiska tältform och med tälttoppen centrerad över värdet noll (Bottazzi & Secchi 2003; Bottazzi m.fl., 2011). Detta innebär att de flesta företag inte växer alls och att ett litet antal företag kännetecknas av en mycket hög positiv, alternativt negativ tillväxt. De flesta tillväxtstudier tar inte hänsyn till detta, utan använder sig av linjära regressionsmodeller (OLS) för att studera vad som påverkar företagets tillväxt. Problemet är att detta innebär att de drar slutsatser om vad som påverkar tillväxten för det genomsnittliga företaget som karakteriseras av en marginell tillväxt, eller till och med ingen tillväxt alls (Bottazzi m.fl., 2011).

I syfte att ta hänsyn till att tillväxtfördelningen inte är normalfördelad skattar vi en kvantilregression (Stigler, 1984; Powell, 1986; Wang & Wang, 2009) för att studera hur tillgången till internt genererat kapital påverkar företagets omsättningstillväxt. Detta innebär mer specifikt att vi studerar vad som påverkar företagets omsättningstillväxt i tillväxtkvantilerna 0.10; 0.25; 0.50; 0.75 samt 0.90. Detta innebär att analysen för den lägsta kvantilen (0.10) omfattar den tiondel av företagen som har den lägsta omsättningstillväxten (i praktiken negativ tillväxt eftersom fördelningen är centrerad vid noll-tillväxt), medan den högsta kvantilen (0.90) visar resultaten för den tiondel av företagen som har den snabbaste tillväxten. Dessa snabbväxande företag har under senare år fått mycket uppmärksamhet bland beslutsfattare och forskare eftersom det har visat sig att de bidrar till merparten av alla nya jobb som skapas i ekonomin (Henreksson & Johansson, 2010; Coad m.fl., 2014).

## Resultat

Tabell 2.2 presenterar resultaten för de variabler som visar sambandet mellan internt genererade medel och företagets omsättningstillväxt. Resultaten indikerar att avkastningen på totalt kapital har en negativ effekt på företagets tillväxt i de tre högsta tillväxtkvantilerna (de med positiv tillväxt) och en positiv effekt i de två lägsta tillväxtkvantilerna (de med negativ tillväxt), vilket indikerar att de företag som tenderar att växa har relativt låga vinster vid tillväxtperiodens början. Detta resultat är speciellt tydligt för de snabbväxande företagen (0.90), där en ökning av avkastningen på totalt kapital med en procentenhet leder till en minskning av den observerade omsättningstillväxten med 0,13 procentenheter. Detta resultat stöds av Daunfeldt m.fl. (2016) som också visat att omsättningstillväxten för de snabbväxande företagen är negativt korrelerad med den initiala avkastningen på totalt kapital. Tidigare har vi visat att företag som växer med vinst är mer sannolika att ha en hållbar tillväxt, vilket innebär att våra resultat kan förklara varför ett flertal studier har visat att de snabbväxande företagens tillväxt inte verkar vara persistent över tid (Hölzl, 2014; Daunfeldt & Halvarsson, 2015).

Notera också att den negativa relationen mellan avkastningen på totalt kapital och omsättningstillväxten består upp till sju år efter det att den initiala vinstnivån observerats. Effekten minskar dock över tid och är dessutom relativt marginell redan efter tre år. En initial ökning av företagets avkastning på totalt kapital med en procentenhet minskar då omsättningstillväxten för det snabbväxande företaget med 0,03 procentenheter. Även om initial avkastning på totalt kapital i många fall uppvisar en negativ relation med framtida omsättningstillväxt kan vi konstatera att effekten oftast är mycket marginell och blir mindre signifikant över tid. Detta visar att avkastningen på totalt kapital generellt sett inte är speciellt starkt korrelerad med långsiktig framtida vinsttillväxt.

**Tabell 2.2** Resultat för det internt genererade kapitalets effekt på omsättningstillväxten för olika tillväxtkvantiler, där *ROA* = avkastningen på totalt kapital; *RR* = vinstens kvarhållningsgrad (*Retention Rate*); samt *ER* = egna kapitalets andel av företagets totala kapital (*Equity Ratio*). Effekten skattad för variabelns effekt på omsättningstillväxten efter 1 år (T-1), 3 år (T-3), 5 år (T-5) och 7 år (T-7).

	0.10	0.25	0.50	0.75	0.90
<b>ROA</b>					
<b>T-1</b>	.045488*** (.02149)	.004723*** (.00791)	-.032153*** (.00373)	-.087892*** (.00702)	-.131932*** (.01776)
<b>T-3</b>	.01808*** (01743)	.005567*** (.00638)	-.002595*** (.00296)	-.015434*** (.00562)	-.031789*** (.01427)
<b>T-5</b>	.011961*** (.01698)	.004497*** (.00626)	-.000608* (.00289)	-.004927*** (.00552)	-.012279*** (.01413)
<b>T-7</b>	.007604*** (.01698)	.003192*** (.00627)	-.000256 (.0029)	-.003464*** (.00555)	-.008135*** (.01402)
<b>RR</b>					
<b>T-1</b>	-5.09e-07 (4.84e-07)	-6.30e-07*** (1.77e-07)	-6.90e-07*** (8.21e-08)	-7.49e-07*** (1.57e-07)	-4.23e-07 (3.97e-07)
<b>T-3</b>	-4.88e-07 (4.84e-07)	-1.17e-07 (1.78e-07)	3.78e-08 (8.22e-08)	-1.64e-08 (1.58e-07)	-1.17e-07 (3.98e-07)
<b>T-5</b>	1.30e-07 (4.97e-07)	1.04e-08 (1.83e-08)	-4.68e-08 (8.50e-08)	-1.01e-07 (1.62e-07)	-2.03e-07 (4.13e-07)
<b>T-7</b>	7.63e-07 (1.92e-06)	-4.33e-07 (7.07e-07)	1.70e-07 (3.28e-07)	1.62e-07 (6.28e-07)	-3.47e-07 (1.59e-06)
<b>ER</b>					
<b>T-1</b>	3.81e-07 (3.12e-07)	2.60e-07* (1.15e-07)	1.73e-07* (5.30e-08)	1.22e-07 (1.02e-07)	7.77e-08 (2.58e-07)
<b>T-3</b>	5.35e-07 (3.56e-07)	3.12e-07* (1.31e-07)	1.07e-07 (6.06e-08)	-2.80e-08 (1.16e-07)	-1.97e-07 (2.94e-07)
<b>T-5</b>	4.94e-07 (3.57e-07)	1.21e-07 (1.31e-07)	-1.14e-08 (6.08e-08)	-1.62e-07 (1.17e-07)	-2.85e-07 (2.96e-07)
<b>T-7</b>	6.16e-07 (3.36e-07)	2.00e-07 (1.24e-07)	7.04e-08 (5.73e-08)	-2.26e-07* (1.10e-07)	-3.48e-07 (2.78e-07)

Signifikansnivåer: \*p<0.05; \*\*p<0.01; \*\*\*p<0.001.

I tabell 2.2 presenterar vi också motsvarande resultat för vinstens kvarhållningsgrad och det egna kapitalets andel av det totala kapitalet. Trots ett mycket omfattande datamaterial kan vi konstatera att det inte finns något samband mellan framtida företagstillväxt och hur mycket internt kapital som bolaget genererar eller har tillgång till. Detta indikerar att de företag som har mycket internt kapital varken är mer eller mindre benägna att bli ett snabbväxande företag i kommande perioder. Vi kan också konstatera att förklaringsgraden för de skattade tillväxtekvationerna generellt sett är väldigt låg, vilket bekräftar merparten av tidigare studier (Coad, 2009) och indikerar att företagstillväxt i huvudsak är slumpmässig eller kan förklaras av variabler som är svåra att mäta och inkludera i kvantitativ analys.

För våra kontrollvariabler visar resultaten generellt att både företagets storlek och ålder har ett statistiskt säkerställt samband med omsättningstillväxten, men att parameterestimaten är för små för att ha någon ekonomisk relevant betydelse (se tabell A1 i Tillväxtanalys PM 2017:01). De företag som har genomgått en sammanslagning under året ökar dock omsättningstillväxten med cirka 20 procentenheter jämfört med de företag som inte har genomgått en sammanslagning. Detta ger stöd för McKelvie och Wiklund (2010) som menar att forskare borde studera *hur* företag växer istället för att studera vad som påverkar hur mycket de växer.

### Överlevnadssannolikhet

Hur överlevnadssannolikheten påverkas av tillgången till internt genererat kapital kan mätas på flera olika sätt. Tidiga studier av företagens överlevnad på marknaden genomfördes ofta med hjälp av kohortanalys, där så kallade överlevnadstabeller beräknades. Dessa tabeller visar sannolikheten att företag som har funnits på marknaden ett givet antal år lämnar marknaden inom ett år. Överlevnadstabeller är en rent deskriptiv metod och tar inte hänsyn till några förklarande variabler. Idag används därför oftast parametriska eller semiparametriska metoder för att studera överlevnadssannolikheter. Dessa metoder är nära relaterade till vanlig regressionsanalys, men fördelningsantagandena skiljer sig åt.

### Resultat

Vi använder oss av en generell regressionsmodell för överlevnadsanalys, *Cox proportional hazard model* (Cox, 1972), och resultaten för variablerna avkastning på totalt kapital, vinstkvarhållandegrad samt det egna kapitalets andel av företagets totala kapital presenteras i tabell 2.3.

Notera att vi också kontrollerar för företagets storlek och ålder, samt för om företaget genomgått en sammanslagning under året. Av utrymmesskäl presenterar vi inte dessa skattningar i tabell 2.3, utan väljer att endast kort diskutera hur dessa kontrollvariabler påverkar överlevnadssannolikheten. I Tillväxtanalys PM 2017:01, tabell A2, presenteras resultaten för hur kontrollvariablerna påverkar överlevnadssannolikheten efter tre år. Notera att en *hazard ratio* lika med ett indikerar att variabeln inte har någon inverkan på överlevnadssannolikheten, medan ett parameterestimat under (över) ett visar att en ökning av variabeln med en enhet minskar (ökar) risken för att företaget lämnar marknaden.

Resultaten indikerar att när avkastningen på totalt kapital (*ROA*) ökar med en procentenhet leder detta till att överlevnadssannolikheten ökar med 0,14 procent efter ett år. Motsvarande siffror efter tre och fem år är 0,06 procent respektive 0,02 procent. En ökning av avkastningen på totalt kapital med 10 procentenheter skulle således leda till en minskad sannolikhet för att företaget måste lämna marknaden på motsvarande 1,4, 0,6 och 0,2 procent på ett, tre samt fem års sikt. Efter sju år finns det inget statistiskt säkerställt samband mellan den initiala avkastningen på totalt kapital och överlevnadssannolikheten, och den skattade effekten är också mycket nära ett.

För vårt alternativa flödesmått, vinstkvarhållandegraden (*RR*), finner vi endast ett statistiskt säkerställt samband på femprocentsnivån efter sju år. Effekten är dock lika med ett upp till 6 decimalers precision, vilket leder till slutsatsen att det inte finns något ekonomiskt signifikant samband mellan vinstkvarhållandegrad och överlevnad. Detsamma gäller för det egna kapitalets andel av företagets totala kapital (*ER*). *Hazard rates* är mindre än ett och statistiskt signifikanta för de två längsta tidslaggarna, men den skattade effekten är väldigt nära ett. Rimliga ökningar av företagets egna kapital i relation till det totala kapitalet leder därmed inte till någon betydande förändring i företagets överlevnadssannolikhet.

**Tabell 2.3** Resultat för det interna kapitalets effekt på överlevnadssannolikheten, där *ROA* = avkastningen på totalt kapital; *RR* = vinstens kvarhållandegrad (*Retention Rate*); samt *ER* = egna kapitalets andel av företagets totala kapital (*Equity Ratio*). Effekten skattad för respektive variablers effekt på överlevnadssannolikheten efter 1 år (T-1), 3 år (T-3), 5 år (T-5) och 7 år (T-7).

	ROA		RR		ER	
	Hazard ratio	Standardfel	Hazard ratio	Standardfel	Hazard ratio	Standardfel
<b>T-1</b>	.99863132***	.0003398	.999979	.000019	.9999995	1.80e-06
<b>T-3</b>	.99935007***	.000413	.9999629	.0000319	1.000001	1.17e-06
<b>T-5</b>	.99983986***	.0004139	.9999914	.0000267	.9999957***	7.10e-07
<b>T-7</b>	1.0000258	.0004082	1.000000*	7.77e-09	.9999964***	8.29e-07

Signifikansnivåer: \* $p < 0.05$ ; \*\* $p < 0.01$ ; \*\*\* $p < 0.001$ .

För de tre kontrollvariablerna visar resultaten generellt att större och äldre företag har en lägre sannolikhet att lämna marknaden, vilket också gäller de företag som under året genomgått en sammanslagning med ett annat företag. Storleken på effekterna skiljer sig dock åt. Företagets storlek påverkar inte överlevnadssannolikheten i någon större utsträckning, medan en ökning av ett företags ålder med ett år minskar risken att företaget tvingas lämna marknaden med cirka 3 procent. Detta bekräftar tidigare studier (Nightingale & Coad, 2014) som har visat att unga företag har en betydligt högre sannolikhet att tvingas lämna marknaden. En sammanslagning har dock betydligt större effekt och minskar risken för ett marknadsutträde med hela 30 procent.

## Slutsatser

Syftet har varit att studera hur betydelsefullt det internt genererade kapitalet är för företagstillväxten och för företagens möjligheter att överleva på marknaden.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att:

- Företag som först bygger upp ett internt kapital innan de växer har bättre möjlighet att uppnå en långsiktig tillväxt än de företag som växer innan de byggt upp ett kapital.
- De snabbväxande företagen tenderar att ha en relativt låg avkastning på totalt kapital, vilket kan tyda på att deras tillväxt på lång sikt inte är hållbar.
- Tillgången till internt kapital kan generellt sett inte förklara den observerade företagstillväxten bland aktiebolag i Sverige under perioden 1997–2010.
- Det interna kapitalet är inte relaterat till överlevnadssannolikheten för aktiebolag i Sverige under perioden 1997–2010.

Vad kan vi dra för slutsatser av våra resultat? En tolkning är att det interna kapitalet inte är av betydelse för företagens framtida tillväxt och överlevnad. Företagarna kan ändå föredra internt kapital av oberoende- och kontrollskäl, även om detta inte är optimalt från ett tillväxtperspektiv, och istället använda uppbyggnaden av internt kapital till annat än att finansiera en framtida expansion av verksamheten. Resultatet stödjer också Fama och French (2005) som menar att valet mellan internt och externt kapital inte spelar någon roll för företagens tillväxttakt eller överlevnad i jämvikt. Detta implicerar att det snarare är den totala mängden riskkapital som påverkar företagens tillväxt och överlevnad, och inte om kapitalet genereras internt eller externt.

Notera dock att våra resultat indikerar effekter på omsättningstillväxten och överlevnadssannolikheten givet den *initiala* uppbyggnaden av internt kapital i företagen. En annan tolkning är därför att företagarna fortfarande föredrar att växa med internt uppbyggt kapital, men att detta är orelaterat till hur mycket internt kapital bolaget har i början av den studerade perioden. Detta skulle innebära att en ökning av företagets internt uppbyggda kapital i förhållande till tillgången på externt kapital kan leda till att fler företag vill expandera sin verksamhet, även om den initiala nivån av internt kapital inte har någon effekt på den observerade företagsutvecklingen. Detta innebär att reformer som ökar tillgången på internt kapital fortfarande kan vara mer effektiva än selektiva statliga stödinsatser som ökar tillgången på externt riskkapital.

I syfte att studera det ovanstående bör framtida studier försöka hitta exogena förändringar i till exempel lagstiftningen som möjliggör naturliga experiment. En lagstiftning som frekvent har ändrats i Sverige är de så kallade 3:12-reglerna, vilket innebär att de möjligtvis kan utgöra grund för en studie som analyserar effekten av att företagarna får tillgång till mer internt uppbyggt kapital genom ett politiskt beslut. Vi kan dock konstatera att de aktiebolag i Sverige som har byggt upp mycket internt kapital under perioden 1997–2010 generellt sett inte har kännetecknats av en högre tillväxt eller överlevnad, varken på kort eller på lång sikt. Det utesluter dock inte att en reform som ökar tillgången till internt kapital kommer att ha en effekt på företagens tillväxt och överlevnad.

Ytterligare en möjlig förklaring till att det internt uppbyggda kapitalet inte har någon effekt på företagstillväxten är att tillväxtambitionerna för de företag som bygger upp ett internt kapital signifikant skiljer sig åt från de företag som väljer att bygga upp sitt ka-



pital med externa medel. Bornhäll m.fl. (2015) finner exempelvis att många företag i Sverige inte växer, trots att de har relativt god lönsamhetsutveckling. Detta kan betyda att vi inte observerar några samband mellan det internt uppbyggda kapitalet och företagens utveckling, eftersom många företagare inte vill växa under de rådande institutionella förutsättningarna. Detta innebär att det kan finnas utelämnade variabler som är korrelerade med uppbyggnaden av internt kapital och de studerade utfallsvariablerna. Det kan till exempel vara olika typer av tillväxtbarriärer (regelkrångel, strikt anställningsskydd, kompetensbrist) som förklarar varför vi inte observerar någon positiv effekt av det interna uppbyggda kapitalet på omsättningstillväxten och överlevnaden bland företagen i vår studie.

En annan möjlig förklaring till avsaknaden av statistiskt och ekonomiskt signifikanta resultat i vår studie är att företagens tillväxt och överlevnad i hög utsträckning är slumpmässig. Vi kan i likhet med tidigare studier konstatera att förklaringsgraden i våra estimerade modeller är låg och att de variabler som inkluderas i skattningarna oftast har väldigt marginella effekter på företagstillväxten (Coad, 2009). Företagstillväxten verkar med andra ord i hög utsträckning vara slumpmässig, alternativt förklaras av utelämnade variabler som är svårsmåta. Detta innebär att det är svårt att förklara vilka variabler som är viktiga för företagens framtida utveckling, vilket också implicerar att selektiva statliga företagsstöd för att få fler växande företag är dömda att misslyckas.

Slumpens stora betydelse för att förklara företagens utveckling innebär att framtida studier bör fokusera mer på *hur* företagen växer istället för *hur mycket* de växer (McKelvie & Wiklund, 2010). Vår analys visar exempelvis att de företag som ingår i ett uppköp eller i en sammanslagning har en högre tillväxt och överlevnadssannolikhet. Framtida studier bör studera de långsiktiga effekterna av detta närmare, samt försöka utröna vilka mekanismer som kännetecknar de framgångsrika uppköpen och sammanslagningarna.

Slutligen finns det skäl att mer ingående studera företagens tillväxtfaser istället för tillväxttakten. I enlighet med Davidsson m.fl. (2009) finner vi att de företag som växer innan de har gått med vinst är mindre sannolika att på sikt kännetecknas av hög tillväxt och höga vinster. Skillnaderna minskar, men är ändå statistiskt signifikanta så länge som sju år efter den initiala tillväxtfasen. Framtida studier bör studera detta mer noggrant för att undersöka vilka mekanismer som de facto påverkar dessa skillnader i att uppnå en långsiktigt hållbar tillväxt. Beror skillnaden på att de företag som växer före vinst är verk samma inom andra branscher, eller tar högre risker än de företag som går med vinst innan de växer? Skiljer sig de företag som först går med vinst innan de växer på andra sätt från övriga företag? Beror till exempel skillnaden på entreprenörens bakgrund och tidigare erfarenheter? Fler studier behövs inom detta område.

## Referenser

- Acs ZS och DB Audretsch, (1990), *Innovation and small firms*. Cambridge: MIT Press.
- Audretsch DB, (1995), "Innovation, growth and survival". I *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 13, No. 4, s. 441–457.
- Beck T och A Demircug-Kunt, (2006), "Small and Medium-Size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint". I *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, No. 11, s. 2931–2943.
- Bornhäll A, S-O Daunfeldt och N Rudholm, (2015), "Sleeping gazelles: The unseen job creators?" I Corbett AC, JA Katz och A McKelvie (red.), *Entrepreneurial growth: Individual, firm, and region [Elektronisk resurs]*. Bingley, U.K.: Emerald. S. 161–185.
- Bottazzi G och A Secchi, (2003), "Why are distributions of firm growth rates tent-shaped?" I *Economic Letters*, Vol. 80, No. 3, s. 415–420.
- Bottazzi G, A Coad, N Jacoby och A Secchi, (2011), "Corporate growth and industrial dynamics: Evidence from French manufacturing". I *Applied Economics*, Vol. 43, No. 1, s. 103–116.
- Bridges S och A Guariglia, (2008), "Financial constraints, global engagement, and firm survival in the UK: Evidence from micro data". I *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 55, No. 4, s. 444–464.
- Carpenter RE och BC Petersen, (2002), "Capital Market Imperfections, High-Tech Investment, and New Equity Financing". I *The Economic Journal*, Vol. 112, No. 477, s. F54–F72.
- Cassar G, (2007), "Money, Money, Money? A Longitudinal Investigation of Entrepreneur Career Reasons, Growth Preferences and Achieved Growth". I *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 19, No. 1, s. 89–107.
- Chung YP, SN Hyun och R Smith, (2013), "How important is capital structure to firm survival?" I *Journal of Corporate Finance*, Vol. 22, s. 83–103.
- Cliff J, (1998), "Does One Size Fit All? Exploring the Relationship Between Attitudes Towards Growth, Gender and Business Size". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 13, No. 6, s. 523–542.
- Coad A, (2009), *The growth of firms: A survey of theories and empirical evidence*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Coad A, S-O Daunfeldt, W Hölzl, D Johansson och P Nightingale, (2014), "High-growth firms: Introduction to the special issue". I *Industrial and Corporate Change*, Vol. 23, No. 1, s. 91–112.
- Cox DR, (1972), "Regression Models and Life-Tables". I *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, Vol. 34, No. 2, s. 187–220.
- Cressy R och C Olofsson, (1997), "The financial conditions for Swedish SMEs: Survey and research agenda". I *Small Business Economics*, Vol. 9, No. 2, s. 179–192.
- Daunfeldt S-O och D Halvarsson, (2015), "Are high-growth firms one-hit wonders? Evidence from Sweden". I *Small Business Economics*, Vol. 44, No. 2, s. 361–383.
- Daunfeldt S-O, D Halvarsson och M Oana, (2016), "High-growth firms: Not so vital after all?". HUI Working Paper 114. Stockholm: HUI Research.
- Daunfeldt S-O, N Elert och D Johansson, (2014), "The economic contribution of high-growth firms: do policy implications depend on the choice of growth indicator?". I *Journal of Industry, Competition and Trade*, Vol. 14, No. 3, s. 337–365.
- Daunfeldt S-O, Å Lang, Z Macuchova och N Rudholm, (2013), "Firm growth in the retail and wholesale trade sectors: Evidence from Sweden". I *The Service Industries Journal*, Vol. 33, No. 12, s. 1193–1205.
- Davidsson P, (1989), *Continued Entrepreneurship and Small Firm Growth*. Doktorsavhandling. Stockholm: Handelshögskolan.
- Davidsson P, (1991), "Continued Entrepreneurship: Ability, Need and Opportunity as Determinants of Small Firm Growth". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 6, No. 6, s. 405–429.
- Davidsson P, P Steffens och J Fitzsimmons, (2009), "Growing profitable or growing from profits: Putting the horse in front of the cart?" I *Journal of Business Venturing*, Vol. 24, No. 4, s. 388–406.
- Fama EF och KR French, (2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt". I *Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 1, s. 1–37.
- Fama EF och KR French, (2005), "Financing decisions: who issues stock?" I *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, No. 3, s. 549–582.
- Haltiwanger J, RS Jarmin och J Miranda, (2013), "Who creates jobs? Small versus large versus young". I *Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No. 2, s. 347–361.
- Henrekson M och D Johansson, (2010), "Gazelles as job creators: a survey and interpretation of the evidence". I *Small Business Economics*, Vol. 35, No. 2, s. 227–244.

- Huynh KP, RJ Petrunia och M Voia, (2012), "Initial Financial Conditions, Unobserved Heterogeneity and the Survival of Nascent Canadian Manufacturing Firms". I *Managerial and Decision Economics*, Vol. 33, No. 2, s. 109–125.
- Hözl W, (2014), "Persistence, Survival, and Growth: a Closer Look at 20 Years of Fast-Growing Firms in Austria". I *Industrial and Corporate Change*, Vol. 23, No. 1, s. 199–231.
- Johansson D, J Palmberg och A Bornhäll, (2013), *Risikkapitalförsörjning i små och medelstora företag – utbud eller efterfrågan?* Svenskt Näringsliv: Stockholm.
- Kaplan SN och P Strömberg, (2001), "Venture capitals as principals: Contracting, screening, and monitoring". I *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, s. 426–430.
- Kolvreid L, (1992), "Growth Aspirations Among Norwegian Entrepreneurs". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, No. 3, s. 209–222.
- Libby R, P Libby och DG Short, (2009), *Financial Accounting*. 7 ed. Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- List JA och CA Gallet, (2001), "What experimental protocol influence disparities between actual and hypothetical stated values?". I *Environmental and Resource Economics*, Vol. 20, No. 3, s. 241–254.
- Lotti F, E Santarelli och M Vivarelli, (2003), "Does Gibrat's law hold among young, small firms?". I *Journal of Evolutionary Economics*, Vol. 13, No. 3, s. 213–235.
- McCloskey DN och ST Ziliak, (1996), "The standard error of regressions". I *Journal of Economic Literature*, Vol. 34, No. 1, s. 97–114.
- McKelvie A och J Wiklund, (2010), "Advancing Firm Growth Research: A Focus on Growth Mode Instead of Growth Rate". I *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Vol. 34, No. 2, s. 261–288.
- Modigliani F och Miller MH, (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". I *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, s. 261–297.
- Mueller E, (2008), "Benefits of control, capital structure and company growth". I *Applied Economics*, Vol. 40, No. 21, s. 2721–2734.
- Musso P och S Schiavo, (2008), "The impact of financial constraints on firm survival and growth". I *Journal of Evolutionary Economics*, Vol. 18, No. 2, s. 135–149.
- Myers SC, (1984), "The capital structure puzzle". I *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, s. 574–592.
- Männasoo K, (2008), "Patterns of Firm Survival in Estonia". I *Eastern European Economics*, Vol. 46, No. 4, s. 27–42.
- Nightingale P och A Coad, (2014), "Muppets and gazelles: political and methodological biases in entrepreneurship research". I *Industrial and Corporate Change*, Vol. 23, No. 1, s. 113–143.
- Penrose E, (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: Oxford University Press.
- Powell JL, (1986), "Censored regression quantiles". I *Journal of Econometrics*, Vol. 32, No. 1, s. 143–155.
- Richard PJ, TT Devinney, G Yip och G Johnson, (2009), "Measuring organizational performance: Towards best methodological practice". I *Journal of Management*, Vol. 34, No. 3, s. 718–804.
- Steffens P, P Davidsson och J Fitzsimmons, (2009), "Performance configuration over time: Implications for growth – and profit-oriented strategies". I *Entrepreneurship Theory & Practice*, Vol. 33, No. 1, s. 125–148.
- Stigler SM, (1984), "Studies in the History of Probability and Statistics XL Boscovich, Simpson and a 1760 Manuscript Note on Fitting a Linear Relation." I *Biometrika*, Vol. 71, No. 3, s. 615–620.
- Tillväxtanalys, (2017), "Betydelsen av internt uppbyggt kapital för företagens tillväxt och överlevnad". PM 2017:01. Östersund: Tillväxtanalys.
- Törnqvist L, P Vartia och YO Vartia, (1985), "How Should Relative Changes be Measured?" I *The American Statistician*, Vol. 39, No. 1, s. 43–46.
- Wang HJ och L Wang, (2009), "Locally Weighted Censored Quantile Regression". I *Journal of the American Statistical Association*, 104, No. 487, s. 1117–1128.
- Wiklund J, (1998), *Small firm growth and performance: Entrepreneurship and Beyond*. Doktorsavhandling. Jönköping: Internationella Handelshögskolan.
- Wiklund J, P Davidsson och F Delmar, (2003), "What do they think and feel about growth? An expectancy-value approach to small business managers' attitudes towards growth". I *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 27, No. 3, s. 247–270.

Marc Cowling

# Kreditgarantisystem

– vad är det och vilken funktion fyller det?



## Sammanfattning

Kreditgarantisystem finns i mer än 100 länder, och är det vanligaste policyinstrumentet i både den utvecklade världen och utvecklingsländerna. Systemen bygger på antagandet att det finns mer entreprenöriell talang än det finns kapital, och att många duktiga entreprenörer är begränsade på kapitalmarknaderna för att de saknar säkerheter för lån och ofta även tillräckligt lång merithistorik (*track record*). Problemet är större för nya och små företag.

Erfarenheter från USA, Kanada och Storbritannien visar att välriktade kreditgarantisystem kan:

- Skapa jobb till en låg kostnad under en längre period.
- Öka produktiviteten eftersom arbetskraft och kapital är komplementära faktorer för små företag. Kombinationen av de båda är nödvändiga för företagets produktion.
- Minska kreditbegränsningarna för de företag som har sund ekonomi men saknar säkerheter.

För policymakers lockar kreditgarantisystemens enkelhet, det vill säga att entreprenörer och banker finner dem enkla att förstå, få tillgång till och administrera. Det är viktigt eftersom bankerna är de vanligaste finansörerna till små och medelstora företag.

En undersökning av den svenska kreditmarknaden visar att många små och medelstora företag ser tillgång till finansiering som ett problem, särskilt mikroföretag och tillverkningsföretag. Många använder kortfristiga kreditinstrument (leasing, factoring och krediter) för att lösa sina finansieringsbehov.

Kreditgivarnas krav på säkerhet för lån har blivit alltmer betungande och påverkar omkring en fjärdedel av alla svenska företag. Brist på säkerhet är den viktigaste begränsande faktorn för framtida tillväxt. Det påverkar cirka 13 procent av alla företag, och cirka 25 procent av de som berörs av olika tillväxthinder.

Ett av sju svenska företag anser att offentligt stödd finansiering skulle vara bra för dem. Samtidigt tycker många små och medelstora företag att en sådan finansiering omgärdas av mycket byråkrati.

## Vad är ett kreditgarantisystem?

Detta kapitel handlar om ett specifikt policyinstrument – *kreditgaranti*. Entreprenörer och små företag kan i princip finnas överallt. Ibland behöver de låna pengar för att kunna utveckla sin verksamhet. Vanligtvis hanterar de detta genom att kontakta en bank. När bankerna bedömer risken för att låna ut pengar tittar de inte enbart på företagets affärsidé utan även på vad som finns dokumenterat sedan tidigare om företaget (*track record*) samt vilka säkerheter som finns för lånet. I de fall när företaget är ungt eller saknar tillräckliga säkerheter kan banken bli tveksam eller ovillig att låna ut det kapital som företaget behöver. I de fallen uppstår alltså en risk att goda affärsmöjligheter inte kan finansieras fullt ut. Ett sätt att hantera detta är genom kreditgarantier.

I detta kapitel ska jag diskutera den teoretiska grunden för ett kreditgarantisystem och beskriva dess funktion och beståndsdelar. Jag kommer att ge några exempel på hur sådana system i praktiken kan vara utformade, erfarenheter från utvärderingar samt något om de förhållanden som typiskt sett associeras med behovet av ett korrigerande kreditgarantisystem. Jag använder mig huvudsakligen av internationella erfarenheter, men berör även kort förhållanden och förutsättningar i Sverige. Avslutningsvis lämnar jag några policyförslag.

### Låneprocessen

Ett kreditgarantisystem (*loan guarantee scheme*, LGS), som ibland även kallas för ett partiellt kreditgarantisystem (*partial credit guarantee scheme*, PCGS), är först och främst ett policyinstrument för kreditgivning. Vid tillfällen när små och medelstora företag inte helt klarar att finansiera sina investeringsprojekt eller sin löpande verksamhet med interna medel (eller mer sällan eget kapital) uppstår normalt ett behov av ett lån eller en kredit. Vanligtvis tar man då kontakt med en bank, i regel där man redan har sina transaktionskonton.

Vissa av dessa företag får avslag, vilket kan uttryckas som att de blir absolut begränsade i sin finansiering. Majoriteten av de små och medelstora företagen får dock under normala ekonomiska förhållanden sina låneansökningar beviljade, även om en betydande minoritet beviljas ett lägre belopp än det sökta. Den senare gruppen blir alltså kvantitetsmässigt (delvis) begränsade i sin finansiering. Sådana begränsningar kan också kallas kreditransonering (*credit rationing*).<sup>10</sup> De delvis och absolut kreditransonerade företagen kan indelas i tre viktiga undergrupper:

1. de som saknar ”meritlista” (dokumenterade erfarenheter eller *track record*)
2. de som inte har eller har otillräckliga materiella tillgångar (säkerheter)
3. de som varken har meritlista eller materiella tillgångar.

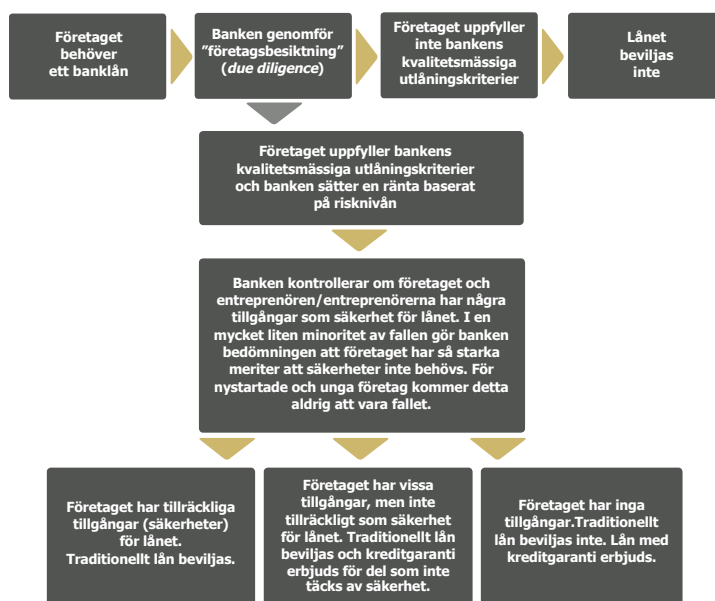
Dessa egenskaper, meritlista och tillgångar som kan utgöra säkerhet vid lånefinansiering, är dessutom särskilt viktiga i bankernas beslutsprocess vid låneansökningar. Brister i dessa avseenden sänker sannolikheten att deras låneansökningar ska beviljas. Nya rön från Storbritannien visar att dessa egenskaper har blivit ännu viktigare i bankernas lånebeslut efter den globala finanskrisen (Cowling, Liu & Ledger, 2012; Cowling, Liu, Minniti & Zhang, 2016; Cowling, Liu & Zhang, 2016).

<sup>10</sup> Förenklat uttryckt kan det engelska uttrycket *credit rationing* förstås som en situation där en långivare är ovillig att låna ut till en låntagare även om denne är villig att betala en högre ränta. Stiglitz och Weiss (1981) definierar det som en situation där låneansökningar från vissa av en grupp till synes identiska företag avslås, trots att dessa företag är beredda att betala en ränta som är lika hög eller högre än den ränta som betalas av de företag vars låneansökningar beviljas.

## Varför är det så viktigt med säkerheter?

Varför föredrar bankerna att låna ut endast när säkerhet finns? På grund av att säkerheten minskar risken vid utlåning under förhållanden med asymmetrisk information, som vanligtvis förknippas med nystartade och små företag (se även kapitel 1, Landström, för en mer utförlig diskussion om begreppet). Eftersom det inom dessa grupper av företag sannolikt finns ett flertal duktiga entreprenörer med goda investeringsförslag, så innebär bristen på tillräcklig säkerhet att deras investeringar kommer att förbli ofinansierade, vilket i sin tur leder till minskad ekonomisk aktivitet och därmed resultat som inte är samhällsekonomiskt optimala. Det är denna egenskap hos kreditmarknaden för små och medelstora företag som gör att kreditgarantisystem potentiellt kan spela en viktig roll. Figur 3.1 visar det allmänna förfarandet i många länder för att få tillgång till kreditgarantier när en traditionell banklåneansökan helt eller delvis begränsas.

**Figur 3.1** Processen för att få tillgång till en kreditgaranti



## Huvudsakliga beståndsdelar i en kreditgaranti

Ett kreditgarantisystems grundläggande roll är således att fungera som en tredjepartsgarant för ett bärkraftigt företags låneansökan till banken. Denna aspekt utgör ”garantin”. I viss mening fungerar den offentliga sektorn som en försäkringsgivare genom att försäkra den långivande banken mot en del av förlusten om lånet inte skulle återbetalas till fullo. Men kreditgarantisystem har normalt även andra viktiga egenskaper som kan variera betydligt mellan olika system, beroende på specifika lokala kontexter och målgrupper. De huvudsakliga beståndsdelarna i ett kreditgarantisystem är

- garantinivån (den procentuella andelen av den utestående skulden som täcks av staten i händelse av utebliven betalning)
- räntesatsen för tilläggsräntan (den marginal som staten får för att garantera lånet)
- det högsta (och i vissa fall lägsta) lånebelopp som erbjuds
- den längsta (och i vissa fall kortaste) löptid för lån som erbjuds
- uppläggningsavgiften.

Om långgivaren inte får betalt utgör den statliga garantin en juridiskt giltig fordran på den garanterade andelen av det obetalda beloppet. I utbyte mot den statliga garantin debiteras i många system en tilläggsränta utöver den långivande bankens ränta, vilken låntagaren betalar till garanten. Detta kan jämföras med en försäkringspremie. Dessutom kan garanten debitera en uppläggningsavgift som är avsedd att täcka de administrativa kostnaderna.

Utöver de mer direkta parametrarna, som till stor del liknar dem som en privat bank eller ett försäkringsbolag skulle tillämpa, har kreditgarantisystem särskilda beslutsregler för det maximala lånebelopp som kan garanteras. Denna övre gräns bestäms av de unika egenskaperna hos den relevanta kreditmarknaden för små och medelstora företag, och även av den maximala exponering som staten (ofta Finansdepartementet) är villig att tolerera. Tillämpningen av en minimigräns, eller undre gräns, för garanterad utlåning avspeglar flera faktorer när det gäller utlåning till små och medelstora företag. För det första har privata banker normalt en beslutsregel att inte begära säkerheter för lån under ett visst belopp eftersom verifiering av tillgångar (säkerheter), och realisering av dessa i händelse av utebliven betalning, blir för kostsamma för relativt små lån. För det andra är det ur ett samhällsperspektiv mindre troligt att en liten investering skulle generera de önskade extra ekonomiska fördelarna. Slutligen anses en privat banks avslag på en begäran om ett relativt litet lån ofta vara en indikation på att företaget har tveksam ekonomisk bärkraft.

Den längsta, och i vissa fall kortaste, löptiden för lån som kan fås med kreditgaranti utgör också en intressant parameter i kreditgarantisystem. Den upplevda fördelen för staten jämfört med den privata banken i detta sammanhang har att göra med skillnaderna i diskontering av de framtida intäkter som investeringen förväntas medföra. Den privata banken föredrar normalt kortsiktig utlåning eftersom det utestående kapitalet återbetalas snabbare och dess nettoexponering per period minskar. Men staten kan föredra mer långsiktig utlåning eftersom de samhälleliga vinsterna kan förlängas, eller få tid att förverkligas, vid utlåning på medellång eller lång sikt.

Slutligen måste staten fatta beslut om vilka typer av företag man vill stödja vid genomförande av ett kreditgarantisystem. De flesta system utesluter företag inom finanssektorn, företag som sysslar med spel och andra sektorer som uppfattas som moraliskt ”dåliga” ur ett samhällsperspektiv samt jordbruksföretag (inom EU). Många system inriktas också snävt på särskilda undergrupper av företag, eller utifrån geografiska kriterier, vilket är fallet i många regioner i EU. Men uppfattningen att kreditransonering är mest sannolik för unga och små företag är allmänt utbredd och för det mesta reflekteras detta synsätt i utformningen av kreditgarantisystem världen över.

### **Vilken är den logiska grunden för ett kreditgarantisystem?**

Kreditgarantisystem finns idag i över hundra länder i hela den utvecklade världen och utvecklingsländerna enligt en granskande studie utförd av Världsbanken (Beck, Klapper & Mendoza, 2008). USA var tidigt ute med att erbjuda denna typ av finansiella instrument 1953, följt av Kanada och Schweiz 1961 och Storbritannien 1981. En aktuell efterhandsutvärdering av EU:s regionala utvecklingsfonder och finansiella instrument i Sammanhållningspolitiken (EU-kommissionen, 2016) kom fram till att det fanns 25 aktiva kreditgarantisystem som gav stöd för utlåning till små och medelstora företag i de nio studerade europeiska regionerna mellan år 2007 och 2013, och mer än 120 program i hela EU.

Den stora genomslagskraften för kreditgarantisystemen leder till ett underförstått antagande att marknaden för kreditfinansiering för små och medelstora företag inte fungerar bra, och att man genom att förbättra relationen mellan risk och avkastning för privata banker kan öka deras vilja att låna ut pengar till de företag som har bärkraftiga investeringsförslag, men brister när det gäller säkerheter eller transparent information (Honohan, 2010; Cowling,



2010b; Cowling & Siepel, 2013). Den viktigaste parametern när det gäller att ändra bankernas riskavkastningsfunktion är graden av täckning, alltså andelen av lånet från den privata banken som garanteras av staten i händelse av utebliven betalning (Beck, Klapper & Mendoza, 2008; Cowling, 1995).

I de 76 kreditgarantisystem som omfattas av Världsbankens granskning från 2008 var medianen för graden av täckning (garantin) 80 procent. I en senare studie av MENA-länderna<sup>11</sup> utförd av Världsbanken (Saadani, Arvai & Rocha, 2010) fann man en något lägre mediangaranti, på 75 procent. Garantinivån säkerställer att banken bär en del av lånerisken och därmed har kvar ett incitament att dels genomföra en noggrann ”företagsbesiktning” (*due diligence*) i samband med låneansökan, dels följa upp beviljade lån. Båda åtgärderna kan minska framtida kreditförluster till följd av utebliven betalning.

Det är alltså viktigt att ta hänsyn till både den teoretiska och empiriska grunden för de statliga kreditgarantisystem som finns runt om i hela världen. Och i synnerhet orsaken till varför unga och små företag ofta är målgrupp för kreditgarantisystem. Små företag utgör en viktig del av de lokala, regionala och nationella ekonomiska system som bildar en ekonomi. Framför allt spelar de en viktig roll för att främja och stimulera den ekonomiska dynamiken, och skapa arbetstillfällen och tillväxt genom att bidra till innovation, konkurrenskraft och det produktiva flödet. De små företagens möjligheter att få tillgång till finansiering är avgörande för att de ska kunna göra investeringar på en sådan nivå att deras tillväxtpotential maximeras. Brist på finansiering reducerar inte bara antalet nya företag som bildas, utan hindrar även befintliga företag från att växa och kan äventyra deras överlevnad. Mer specifikt är extern finansiering en viktig del av den marknadsmekanism som möjliggör en effektiv resursfördelning inom ett ekonomiskt system (BIS, 2012).

Ett genomgående tema i litteraturen om småföretag och i den bredare policydebatten är att det förekommer brister på kapitalmarknaderna, som begränsar småföretagens tillgång till finansiering (Laeven 2003; Love 2003; Gelos & Werner, 2002). Beck och Demirguc-Kunt (2006) uppger att småföretagens finansieringshinder har nästan dubbelt så stor inverkan på den årliga tillväxten som finansieringshinder för stora företag. I en nyligen genomförd studie av tillväxtdynamiken för små och medelstora företag under lågkonjunkturen efter den globala finanskrisen (GFC), konstaterade Cowling m.fl. (2015) att i lågkonjunktur är det tillgången till finansiella resurser, snarare än de mer subjektiva måtten på humankapital, som är de viktigaste bestämningsfaktorerna för tillväxt, särskilt när det gäller försäljning. Detta tyder på att i en mer stabil ekonomisk miljö kan många fler företag dra nytta av den allmänt ökande efterfrågan utan att behöva lägga så stor kraft på konkurrensen med andra företag och entreprenörer. Oavsett detta är det endast de entreprenörer som har tillgång till nödvändiga finansiella resurser som klarar att växa i en lågkonjunktur där hela småföretagarsektorn hämmas av begränsade resurser.

Oaktat det här mer allmänna förhållandet mellan tillgång till finansiering och företagets tillväxt, har Ghosh m.fl. (2000) också hävdad att tillgången på krediter minskar oviljan mot att införa ny teknik som ökar medelinkomstnivån. Viktigt att nämna är också att de identifierar två typer av kreditransonering, på mikro- och makronivå. Den förstnämnda avser kreditgränser (belopp) och den senare avser avslag på låneansökningar. I merparten av forskningen hittills har man beaktat kreditbegränsning på makronivån (Cowling, 1997; Cowling, Liu & Ledger, 2012), alltså lån som inte beviljas alls. Denna problematik har lett till en utbredd användning av kreditgarantisystem i hela den utvecklade världen och i utvecklingsländerna (Klapper m.fl., 2006; Honohan, 2010). Den här typen av policyinsatser på kapitalmarknaderna har syftat till att garantera lån för mindre företag som annars inte skulle få tillgång till kreditfinansiering på traditionellt sätt (Cowling & Siepel, 2013; Cowling, 2010b; Riding, 1997; Cowling & Clay, 1995).

<sup>11</sup> MENA = Middle East and North Africa, alltså Mellanöstern och Nordafrika.

Att säkerställa att mindre företag får tillgång till adekvat finansiering för investeringar och tillväxt är en viktig prioritering för regionala, nationella och övernationella policymakers, och denna uppfattning låg till grund för inrättandet av JEREMIE-programmet, som initierades av EU 2005. Programmet spelade också en framträdande roll i EU:s Sammanhållningsfonder, som syftade till att främja regional utveckling under perioden 2007–2013.

Det faktum att bankerna kanske inte har finansierat alla potentiellt lönsamma utlåningsmöjligheter är särskilt viktigt i kreditransoneringsdebatten. Här brukar man prata om typ 1- respektive typ 2-fel. Ett typ 1-fel inträffar när det finns ett kreditgarantisystem och lån betalas ut till ett företag som inte förmår att sköta sina återbetalningar. Det vill säga att bankerna fattade rätt beslut till att börja med, när man valde att inte låna ut pengar till företaget. Detta är det klassiska problemet med ”ogynnsamt urval” (*adverse selection*) före lånet (Sharpe, 1990; Stiglitz & Weiss, 1981). Omvänt skulle statligt garanterade krediter som framgångsrikt betalas tillbaka utgöra en missad möjlighet till lönsam utlåning för banken, i fall där inget kreditgarantisystem fanns på plats. Detta skulle kunna kallas ett typ 2-fel. Missade möjligheter till lönsam utlåning kan också leda till en mer vittgående effekt på enskilda bankers lönsamhet, om ett företag som fått avslag senare byter bank. Denna situation uppstår eftersom företagskunders bidrag till bankernas lönsamhet till stor del utgörs av tjänster som inte är utlåningsrelaterade.

Om antalet uteblivna betalningar ökar i ett system med kreditgarantier så skulle bankerna, under vissa förutsättningar, vara mer gynnade utan kreditgarantier. Detta inträffar när kreditgarantin driver upp jämviktspriset (genom räntesatsen för den statliga tilläggsräntan) och volymen (antalet lån och det totala värdet av alla lån) som handlas på marknaden. Det kan leda till en situation där bankerna lånar ut på nivåer som ligger över den egna vinstmaximeringsnivån (Cressy, 1996; Deviney 1986; Cowling, 2010b). Därför är också fastställandet av garantinivån så viktigt när det gäller att skapa incitament för bankerna att delta i garantisystemen. I Cowling och Yues (2016) studie av vinstfunktionen för de privata bankerna ifråga om lån som garanterades av den brittiska staten, fann man att för lån som garanterades till 75 procent gjorde de medverkande privata bankerna en genomsnittlig vinst på 1,5 procent per år på sin totala portfölj av garanterade lån. Det är lägre än vinstmarginalen för traditionell utlåning, men gör att kundrelationen kan bevaras och ger banken möjlighet att inhämta ytterligare vinst från den totala kundrelationen.

Det faktum att inte alla potentiella entreprenörer och småföretag får tillgång till lån är ett nödvändigt, men inte tillräckligt, skäl för att motivera statliga ingripanden på kreditmarknaderna.<sup>12</sup> Förståelsen om detta är dock ofta inte särskilt välkänd, vare sig bland företagare eller policymakers. Ur ett politiskt perspektiv kan det å andra sidan även finnas anledning att beakta socioekonomiska mål. En del av det ansvar som vilar på ett lands regering är att förbättra medborgarnas sociala såväl som ekonomiska välstånd, vilket kan motivera policyåtgärder ur en sådan synvinkel.

I en samhällsekonomisk kostnads- och intäktsanalys av en policyåtgärd är det inte bara så att fler arbetstillfällen reducerar transfereringar (en besparing för staten) utan även att nya arbetstagar betalar skatt och därmed stimulerar konsumtionen och den samlade efterfrågan. Vidare är en högre sysselsättning och lokala ekonomiska multiplikatorer också kopplade till positiva samhällseffekter såsom minskad kriminalitet och minskad arbetslöshet över flera generationer. I den svenska kontexten sysselsätter småföretagen dessutom en högre andel invandrare och underlättar därigenom deras integration på arbetsmarknaden. Det finns även en tidsaspekt. Ett lands regering kan ofta motivera mer långsiktiga investeringar där resultaten först visar sig på sikt, eftersom en del av dess uppdrag är att främja och stödja ekonomisk och social utveckling i missgynnade och utsatta områden. Och detta tar tid.

<sup>12</sup> Detta gäller om behovet utvärderas på rent ekonomiska grunder, även om denna typ av begränsningar kan lindras om systemen har en explicit socioekonomisk agenda.

# Kreditgarantisystem: utformning och resultat

## Parametrar som är lätta att förstå

En av de viktigaste faktorerna för framgångsrika kreditgarantisystem världen över är enkelheten i dess grundläggande parametrar<sup>13</sup> och den allmänna flexibilitet som de ger policymakers att justera och omfokusera systemen efter behoven. Det faktum att det oftast är affärsbankerna som genomför *due diligence* återför effektivt en del av den negativa risken till bankerna, även om staten förstås bär den största risken för uteblivna betalningar. Viktigt i den svenska kontexten är att bankerna kan bli villiga att tillhandahålla betydligt fler lån när en stor del av de utestående lånen garanteras och de samtidigt inte behöver drabbas av överdrivet många uteblivna betalningar.

En betydelsefull aspekt är att parametrarna är enkla att förstå för de flesta människor som någon gång har tecknat ett privatlån, ett företagslån eller en försäkring. Kreditgarantisystemen har alltså fördelen av att vara enkla att upprätta och ta i drift, och även av att upplevas som lätta att förstå av alla aktörer på kreditmarknaden. Detta bidrar till att förebygga problemet med många komplexa statliga program som endast förstås och kan utnyttjas av dem med hög grad av medvetenhet, kompetens, kunskap och resurser för att ta sig över alla hinder och hantera komplexa ansökningar.

## Utformning

Här vill jag visa hur ett ”typiskt” europeiskt kreditgarantisystem är utformat och driftsatt sett till grundläggande parametrar, samt hur ansvaret fördelas för de olika delarna av driften.

I tabell 3.1 nedan har jag sammanställt medel- och medianvärden till de grundläggande parametrarna för europeiska kreditgarantisystem. Det kan noteras att garantin i de flesta system täcker 75–80 procent. Detta har ett dubbelt syfte. Täckningen är tillräckligt hög för att motivera bankerna att delta i systemet samtidigt som den exponerar tillräckligt stora summor för risk för att säkerställa att banker (eller andra kreditinstanser) genomför en noggrann *due diligence*. Räntesatsen för tilläggsräntan (utöver den som debiteras av långgivaren) tjänar också två syften. För det första utgår den ifrån klassisk kreditransoneeringsteoretisk grund, där man förutsätter att bankerna har en bakåtböjd utbudskurva för lån och stryper utlåningen vid höga räntesatser. Genom att tillhandahålla en garanti och därmed minska risken för långgivare, ökar man bankernas vilja att tillhandahålla lån till högre räntesatser. För det andra möjliggör den för garanten att generera ett intäktstillflöde som kompenserar framtida kostnader för uteblivna betalningar och täcker löpande administrativa kostnader.

När det gäller löptid för utlåningen, kan vi se att de flesta europeiska system uppmuntrar till mer långsiktig utlåning. Detta har uppenbara fördelar ur en policysynpunkt genom att företagets återbetalningsperiod blir längre och därmed, genom lägre månads-kostnader, minskar belastningen på deras löpande kassaflöden. Dessutom möjliggör det mer ”tålmodiga” investeringar som privata banker normalt inte skulle godta utan garantier. Det kan också noteras att de flesta kreditgarantisystem även har en avgiftsstruktur för den garanterade utlåningen. Här är de vanligaste formerna avgifter relaterade till själva det garanterade beloppet samt avgifter som tas ut per lån, vilket liknar de privata bankernas normala förfarande när de upprättar lån eller inteckningar.

<sup>13</sup> Se det tidigare avsnittet ”Huvudsakliga beståndsdelar i en kreditgaranti”.

**Tabell 3.1** Grundläggande parametrar för kreditgarantisystem i Europa

Systemparameter	Medelvärde	Medianvärde
Garantitäckning (%)	78,8	80,0
Räntesats för tilläggsränta (%)	3,73	2,00
Garantins löptid (år)	11	10

Avgiftsstruktur	% av systemen
Årlig avgift	22,2
Avgift per lån	66,7
Relaterad till lånets storlek	16,7
Relaterad till det garanterade beloppet	55,6
Justerat för risk	16,7
Relaterat till lånets förfallodatum	22,2

Källa: Världsbanken, 2008.

Tabell 3.2 belyser fördelningen av roller för staten, banktillsynsmyndigheter, finansieringsaktörer och andra organisationer som är inblandade i finansiering, ägande, förvaltning, kreditriskbedömning, uppföljning och indrivning av fordringar. Statliga medel är det huvudsakliga finansieringssättet för kreditgarantisystemen. Staten äger också oftast garantisystemen. På operativ nivå förändras förhållandena avsevärt. Det vanligaste är att olika finansieringsaktörer tilldelas det operativa ledningsansvaret, och i än större utsträckning även ansvaret för kreditriskbedömning. När det gäller uppföljning och indrivning av fordringar är det däremot centralbanker och deras tillsynsmyndigheter som i betydligt större omfattning involveras. Således ser vi i hela Europa en ganska tydlig avgränsning av roller. Det statliga engagemanget i finansiering och ägande av systemen är stort, medan finansieringsaktörer oftare är involverade i de operativa aspekterna av garanterade krediter och de offentliga bankerna ofta svarar för den övergripande uppföljningen av systemen.

**Tabell 3.2** Ansvarsfördelning i kreditgarantisystem i Europa

	Finansiering	Ägande	Förvaltning	Kreditrisk- bedömning	Uppföljning	Indrivning
<b>Statlig myndighet</b>	50,0	61,1	22,2	16,7	11,1	11,1
<b>Finansieringsaktör</b>	33,3	16,7	33,3	44,4	33,3	33,3
<b>Privat företag</b>	16,7	16,7	16,7	22,2	22,2	22,2
<b>Icke-statlig organisation</b>	5,6	5,6	11,1	5,6	5,6	5,6
<b>Centralbank</b>	0,0	0,0	0,0	5,6	33,3	33,3
<b>Banktillsynsmyndighet</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	11,1	11,1

Källa: Världsbanken, 2008.

## Resultat

Även om mängden erfarenheter och evidens inom området ökar är den ännu inte så omfattande att vi kan göra en fullständigt generaliserbar tolkning. Effekterna av policy-instrumentet i det enskilda fallet kommer att påverkas av kontextuella faktorer och de parametervärden som väljs. Här har jag utgått från det befintliga kunskapsläget, empiriska erfarenheter och resultat från utvärderingar, för att få en uppfattning om huruvida kreditgarantisystem kan uppfylla sina huvudsakliga mål och – om så är fallet – under vilka omständigheter och för vilka företag. Den första frågan som jag närmar mig är finansieringens *additionalitet*<sup>14</sup>.

**Additionalitet** – Här finner vi den intressantaste evidensen från de brittiska systemen. Där har tre utvärderingar kommit fram till att systemens *additionalitet* ökade med tiden, allt eftersom målgrupperna blev mer fokuserade samtidigt som kontrollen ökade på de långivande bankerna. I utvärderingen från 1999 (KPMG, 1999) uppskattades *additionalitet* föreligga i 70 procent av lånen, eftersom företagen inte hade kunnat utnyttja någon marknadsbaserad kreditfinansiering. Denna siffra ökade till 79 procent i den utvärdering som gjordes 2010 (Cowling, 2010a) och till 82 procent i den utvärdering som gjordes 2013 (Allinson m.fl., 2013). Jämförbara uppskattningar för det kanadensiska systemet (Riding, Madill & Haines, 2007) gav en *additionalitet* på 74,8 procent. Baserat på tillgängliga utvärderingar ter det sig som att systemen löser, eller i vart fall lindrar, kapitalbegränsningar för företag som är genuint kreditransonerade på marknaden, och att man genom att ”bestraffa” oönskade beteenden hos kreditgivare kan uppmuntra till bättre utlåningspraxis inom ramen för systemen. Detta stöds av ytterligare bevis för det optimala kreditgarantiförhållandet i länder i Sydostasien (Yoshino & Taghizadeh-Hesary, 2016), som visade att om staten lämnar en lägre garanti för banker som håller sämre kvalitet så uppmuntras bankerna till en noggrannare *due diligence*. (För ”bra” banker garanterades 77,5 procent och för ”sämre” banker enbart 68,3 procent).

**Lägre räntesatser för lån** – Här är ofta säkerhet och låneränta ”ett par” som fastställs gemensamt. Även om man i systemen vanligtvis debiterar en tilläggsränta som tillfaller staten, har även garantinivån en separat och negativ inverkan på den faktiska låneräntan. Uppskattningar för det italienska systemet tyder på att denna effekt är i storleksordningen -0,45–0,87 procent (D’Ignazio & Menon, 2012), vilket storleksmässigt liknar effekterna i ett system för högteknologiska företag som rapporterats av Cowling, Ughetto och Lee (2016). I denna mening förbättrar garantin inte bara tillgången till finansiering för företag som är kreditransonerade, utan sänker även bankens utlåningsränta.

**Arbetsstillfällen** – De tillgängliga resultaten visar att den nettojobbsskapande effekten av kreditgarantisystem är relativt stark. När det gäller USA har Brown och Earle (2016) funnit att nettokostnaden per skapat arbetsstillfälle under två årtionden var 21 000–25 000 USD, och att dessa effekter var starkare för yngre företag samt när tillgången på kreditfinansiering lokalt var bristfällig. Resultat från Storbritannien visar att den genomsnittliga kostnaden per skapat nettoarbetsstillfälle var 5 500–10 000 GBP (Cowling, 2010a) och att varje företag som fått stöd i genomsnitt skapat 0,4 arbetsstillfällen per år. En senare utvärdering rapporterade dock högre värden med 0,96 nettoarbetsstillfällen per företag och år (Allinson m.fl., 2013). Evidens från både Frankrike (Lelarge, Sraer & Thesmar, 2010) och Norge (Pöyry, Damwad & Agenda Kampang, 2010) ger också stöd för att kreditgarantisystemen varit framgångsrika när det gäller att skapa nya arbetsstillfällen.

<sup>14</sup> Kallas i USA ofta för *incrementality*.

**Utebliven betalning** – I uppskattningar från Storbritannien rapporteras andelen uteblivna betalningar för treåriga lån vara 33,3 procent i kreditgarantisystemet SFLG och 28,0 procent för EFG, som är ett nyare system.<sup>15</sup> I det franska systemet ökade andelen uteblivna betalningar med 6,2 procentenheter jämfört med normal utlåning, och uppskattningar för det italienska systemet indikerar att andelen uteblivna betalningar ökat med 2,5 procent. Men viktigare är att kostnaderna för uteblivna betalningar inte stod i proportion till andelen uteblivna betalningar. I uppskattningar från Storbritannien kan man se att kostnaden för uteblivna betalningar endast uppgick till 17,2 procent av det totala lånevärdet, vilket ger en nettokostnad per låntagare på endast 5 000 GBP. Detta utgör ett riktmärke mot vilket nettointäkter kan jämföras.

**Tillväxt** – Forskningen om kreditgarantisystemens effekter är till stor del, men inte odelat, positiv. Det italienska systemet visade ingen effekt på de faktiska resultaten annat än att uppmuntra företag att övergå till mer långsiktiga krediter (Bartoli m.fl., 2011; Boschi, Girardi & Ventura, 2014). Som kontrast gav det franska systemet en kortsiktig tillväxteffekt på 25 procentenheter och en långsiktig tillväxteffekt på 16 procentenheter (Lelarge, Sraer & Thesmar, 2010). I det specialiserade norska systemet med fokus på innovationsföretag fann man positiva tillväxteffekter för mervärde, tillgångar och avkastning på tillgångar.<sup>16</sup> I mer allmänna brittiska system har man funnit att försäljning, sysselsättning och mervärde ökar, liksom benägenheten att exportera (Cowling, 2010a).

**Samhällsekonomisk lönsamhet** – Det brittiska systemet är det enda system där man har genomfört en seriös samhällsekonomisk kostnads-nyttoanalys baserat på en uppskattning av totalkostnaderna för systemet (fordringar för uteblivna betalningar) och ränteintäkterna, samt analyserat dessa mot tillväxten hos de deltagande företag som till fullo uppfyllde additionalitetsprincipen (dvs. endast företag som var kreditransonerade), justerat för vilken typ av arbetstillfällen som skapats och de relaterade transfereringsbesparingar som uppstått. Den mest detaljerade uppskattningen av de ekonomiska nettofördelarna gav ett värde på 1,05 GBP för varje 1 GBP i nettokostnader för programmet (Cowling, 2010a). En senare utvärdering (Allison m.fl., 2013) rapporterade en högre nettointäkt, men det värdet inkluderade då även ”bevarade” arbetstillfällen.

**Privata banker** – Cowling och Yue (2016) undersökte nettoavkastningen för privata långivande banker i samband med ett kreditgarantisystem. Detta är viktigt eftersom det är underförstått att bankernas totala lånevolym ökar genom ett system. Man fann att bankerna fick en positiv, men blygsam, årlig avkastning (1,5 procent på utlåning). Men de garanterade lånen ingick i en mycket större grupp av övriga lån vilka, totalt sett och betraktade som en investering i kundens totala engagemang i banken, ökade bankens totala lönsamhet för dessa företagskunder.

<sup>15</sup> The Enterprise Finance Guarantee (EFG) är ett brittiskt kreditgarantisystem som startade i januari 2009 och då ersatte The Small Firms Loan Guarantee (SFLG) som i sin tur startade redan 1981. EFG har många designmässiga likheter med SFLG.

<sup>16</sup> Källa: Ännu inte publicerad artikel som referee-granskats av mig under 2016.

# Finansiering av små och medelstora företag i Sverige och kapitalmarknader i en europeisk kontext

Här beaktar jag inledningsvis de viktigaste aspekterna av finansiering till små och medelstora företag i Sverige, inklusive allmänna mönster för kapitalisering av bolag, relevansen för specifika finansieringskällor, tillgång till aktieemissioner, och mönster för efterfrågan på banklån samt bankernas vilja att tillhandahålla lån till små och medelstora företag. Jag ser därefter på kapitalmarknadsaktörernas beskaffenhet och struktur, eftersom detta har visat sig påverka både bankernas vilja att låna ut pengar till små och medelstora företag, samt kostnaden för krediter när dessa finns att tillgå.

## Tillgång till finansiering – en angelägen fråga

Jag använder här en robust regressionsmodell, baserat på svenska data om små och medelstora företag från Europeiska centralbankens (ECB:s) SAFE-enkät 2014 (ECB, 2016)<sup>17</sup>, i syfte att försöka isolera de viktigaste bestämningsfaktorerna för hur angelägen svenska företag betraktar frågan om tillgång till finansiering. Den beroende variabeln är den poängnivå som företaget satt på detta mått, där 1 är det lägsta värdet och 10 det högsta. 10 poäng skulle därmed indikera att tillgång till finansiering är ett mycket stort problem. De förklarande variabelerna är företagets storleksklass, åldersspann och branschtillhörighet; se tabell 3.3.

**Tabell 3.3** Beräkning av bestämningsfaktorer avseende tillgång till finansiering som en angelägen fråga för svenska företag, 2014

Tillgång till finansiering som ett angeläget problem	Koeff.	Std. fel.	P>   t	[95 % konf. intervall]
<b>Företagets storlek (ref = Mikro)</b>				
Litet	-0,208	0,229	0,364	-0,656–0,241
Medelstort	-0,332	0,243	0,172	-0,808–0,145
Stort	-1,387	0,368	0,000	-2,110– -0,664
<b>Företagets ålder (ref = Nystartat)</b>				
Befintligt	-0,070	0,334	0,833	-0,726–0,585
Etablerat	-0,491	0,263	0,062	-1,007–0,025
<b>Branschsektor (ref = tillverkningsind. + primärnäring)</b>				
Byggverksamhet	-0,424	0,317	0,182	-1,046–0,198
Handel	-0,539	0,293	0,066	-1,113–0,036
Tjänster	-0,554	0,243	0,023	-1,030– -0,077
Konstant	4,262	0,324	0,000	3,626–4,898
N obs	933			
Signifikans	0,004			

<sup>17</sup> SAFE är en förkortning av Survey on Access to Finance of Enterprises.

Modellen visar att stora företag är betydligt mindre benägna att klassa tillgång till finansiering som ett problem än alla små och medelstora företag. Koefficienten för stora företag är i sig stor på -1,387 och signifikant. Företagets ålder är däremot inte en variabel som påverkar särskilt mycket. Här finns endast en mindre minskning (på 10 procents signifikansnivå) i resultaten för etablerade företag jämfört med deras mer nystartade motsvarigheter. På branschnivå uppvisar företag inom tjänstesektorn och, i mindre grad, företag inom handelssektorn, i genomsnitt lägre resultat än tillverkningsindustri och byggföretag, vilket indikerar att man i mindre utsträckning oroar sig för tillgång till finansiering. Baserat på dessa rön kan slutsatsen dras att de mest akuta problemen när det gäller tillgång till finansiering i Sverige sannolikt är relaterade till små och medelstora företag som sådana, oavsett ålder eller branschtillhörighet. Dessutom finns sannolikt en geografisk dimension med tanke på de stora skillnaderna mellan (och inom) de olika regionerna i Sverige.

Ovanstående visar därmed implicit den totala omfattningen av underfinansierade företag av vilka en delmängd skulle gynnas av ett kreditgarantisystem. Ett system som skulle öka deras chanser till finansiering genom att reducera riskerna för långgivare.

### Finansiering av svenska företag

Här undersöker jag vilka finansieringskällor som betraktas som relevanta för företagen och, beroende på om en specifik källa är relevant för ett företag, i vilken utsträckning företaget faktiskt har utnyttjat den. När det gäller vilka finansieringskällor som ses som relevanta för företag i Sverige, visar forskningen att leasing, eget kapital, tidsbestämda lån och interna källor uppfattas vara mest relevanta för företagen. Detta visar på potentialen, eller den övre gränsen, för den latenta efterfrågan på specifika finansieringskällor. Men siffrorna för det totala utnyttjandet av de enskilda källorna till potentiell finansiering ger en helt annan bild. Här används leasing av 54,91 procent, intern finansiering av 14,63 procent och tidsbestämda lån av 11,75 procent av företagen. Förutsatt att företagen uppfattar en specifik finansieringskälla som relevant för dem, kan vi se att utnyttjandet av leasing ligger högt, på 81,19 procent, factoring på 67,37 procent, krediter på 65,44 procent och intern finansiering på 59,53 procent. Dessa effekter för leasing och factoring är förenliga med den ökade marknadsföringen i Sverige av dessa finansiella produkter som görs av banker och nybildade finansiella aktörer på marknaden. Således, och givet ekonomiska preferenser, verkar kortfristiga skuldformer vara de finansieringstyper som utnyttjas mest av svenska företag. Och detta kan, i viss mån, vara relaterat till evidensen i tabell 3.4 som belyser de skärpta kraven på säkerheter som ställs av banker i samband med utlåning.

**Tabell 3.4** Förändringar i krav på säkerhet i Sverige

Krav på säkerhet	% av företagen
Ökade	24,7
Oförändrade	71,6
Minskade	3,7
Totalt	100,0

Källa: Europeiska centralbankens (ECB:s) SAFE-enkät, 2009–2014 (ECB, 2016). Författarens egna beräkningar.



Om värdet på företagens fysiska tillgångar i Sverige inte ökat i samma takt som bankernas krav på säkerheter, innebär det att ett antal företag som tidigare hade tillräckliga säkerheter för banklån, nu skulle bli kreditransonerade på grund av otillräckliga säkerheter. Genom att beakta att 24,7 procent av företagen uppgav att så var fallet, skulle detta vid en första anblick vara argument för ett kreditgarantisystem.

Jag fortsätter på temat finansiella begränsningar och beaktar nu hur specifika finansiella begränsningar kan hindra företag som vill finansiera sin framtida tillväxt. Detta är särskilt viktigt eftersom små och medelstora företag är en viktig drivkraft för den ekonomiska tillväxten, och det som möjliggör detta är deras förmåga att finansiera sina tillväxtinvesteringar. Tabell 3.5 visar att otillräcklig säkerhet är det enskilt viktigaste hindret för svenska företag som vill finansiera sin framtida tillväxt, och påverkar ett av åtta svenska företag. Vidare angav ytterligare 9,5 procent av företagen att absolut ransonering på finansmarknaderna och bristande förmåga till egen finansiering var en begränsning.

**Tabell 3.5** Finansiering av tillväxt: den viktigaste begränsningen i Sverige

Begränsning	% av företagen
Otillräcklig säkerhet	12,7
Låneräntor	6,2
Ingen tillgänglig finansiering	9,5
Förlorad kontroll	3,8
Byråkrati	1,6
Andra begränsningar	14,0
Inga hinder	52,5

**Tabell 3.6** Garantiers betydelse för framtida finansiering i Sverige (skala 1–10 där 1 = liten och 10 = stor)

Företagets storlek	Medelvärde
Mikro	5,81
Litet	6,20
Medelstort	6,08
Stort	5,47
Totalt	5,83

Källa: Europeiska centralbankens (ECB:s) SAFE-enkät, 2009–2014 (ECB, 2016). Författarens egna beräkningar.

Tabell 3.6 antyder att det råder allmän konsensus om att kreditgarantier är en viktig fråga i Sverige, vad gäller deras betydelse för finansieringen av företag. Medelvärdet här visar att denna fråga är av störst vikt för små företag (1–49 anställda) även om den, som förväntat, i allmänhet anses viktigare av små och medelstora företag än av stora.

## En statlig aktör i det svenska policysystemet<sup>18</sup>

En viktig aktör i svenska finansieringssammanhang är Almi företagspartner. Almi kan ses som ett operativt policyverktyg som ägs av staten och är i sin tur moderbolag i en koncern med 16 regionala dotterbolag, underkoncernen Almi Invest AB och IFS Rådgivning AB. De regionala dotterbolagen ägs till 51 procent av moderbolaget och till 49 procent av regionala ägare (t.ex. landsting och regionförbund) och bedriver huvudsakligen rådgivning och låneverksamhet. Styrelserna i de regionala dotterbolagen består av politiker, representanter för det lokala näringslivet och organisationer med kopplingar till företagande.

Almis uppdrag är att främja utvecklingen av konkurrenskraftiga små och medelstora företag samt stimulera nya företag med målet att skapa tillväxt och innovation i det svenska näringslivet. Aktiviteterna täcker hela processen från idéer till lönsamma företag. Almis kunder (företagen) har olika behov beroende på var i processen de befinner sig och verksamheten är därför organiserad i tre affärsområden: lån, riskkapital och rådgivning.

Det speciella med Almi är kombinationen av finansiering och affärsutveckling. Utifrån detta kapitelns syfte är det utlåningsdelen som är mest relevant. De olika låneinstrumenten inom den generella kreditfonden har en bred täckning inom sektorn små och medelstora företag. Samverkan med kommersiella banker sker regelmässigt för att säkra additionalitet gentemot den kommersiella lånemarknaden. Fem låneinstrument erbjuds: företagslån, tillväxtlån, mikrolån, innovationsfinansiering och exportfinansiering.

Totalt hade Almi en nytulning på 3 241 miljoner kronor under år 2015. Fördelat på företagens storleksklasser lånades 2 156 miljoner kronor ut till mikroföretag (1–9 anställda), 896 miljoner kronor till små företag (10–49 anställda) och 189 miljoner kronor till medelstora företag (50–250 anställda).

Siffrorna indikerar att Almi är en betydelsefull finansieringsaktör för svenska småföretag. Det faktum att Almi är villiga att ta större risker med sin utlåning än kommersiella banker innebär att de lånar ut till företag som privata långivare betraktar som för riskabla. Detta grunddrag för Almi-lånen bör säkerställa en additionalitet gentemot marknadens utbud. Det är ett nödvändigt, men inte tillräckligt, villkor för att sammantaget lindra genuin kreditransonering på marknaden för små och medelstora företag.

Almi förhåller sig till utlåning på ett sätt som jag uppfattar som typiskt för Skandinavien och som innebär att man verkar direkt på marknaden, snarare än indirekt (som borgensman eller garantigivare gentemot banker). Detta är ovanligt, eftersom det är en metod som oftast förknippas med utvecklingsländer. Med detta sagt, Almi har en välutvecklad portföljstrategi för att stödja små företag och inriktar sig på specifika företagskategorier, genom att exempelvis främja exportföretag eller företag som är på väg in i en tillväxtfas. Detta ligger helt i linje med syftet att stödja värdeskapande småföretag. Lånegarantier är dock ett mycket enklare instrument genom att de har ett enda mål – att säkerställa lånekapital för företag med goda investeringsmöjligheter men som inte kan få tillgång till kapital på grund av att de är för unga och/eller saknar tillgångar att erbjuda som säkerhet. Detta kan drabba *alla* småföretag och i olika skeden, oavsett om de ingår i en förutbestämd målgrupp för politiska åtgärder eller inte. Underförstått är lånegarantier ofta effektiva på grund av att de skapar ett samlat mervärde genom volymen av småföretag som de stödjer, snarare än genom någon spektakulär tillväxt eller särskilt lyckade resultat i enskilda företag.

<sup>18</sup> Faktauppgifter i avsnittet baseras på Almi (2016).

# Kreditgarantisystemens praktiska utformning

## Kritiska indikatorer på behovet av kreditgarantisystem

Hittills har jag analyserat orsakerna till kreditransonering för små företag, och vilka företag som löper störst risk att drabbas av stora svårigheter med kreditfinansiering från traditionella källor, samt hur olika länder i Europa har utformat befintliga kreditgarantisystem. Nu övergår jag till att beskriva vilka kritiska indikatorer som bör beaktas när behovet av ett kreditgarantisystem ska undersökas. I Cowling (2012) har dessa identifierats som följande:

- En mycket koncentrerad banksektor (ett fåtal stora banker).
  - I Sverige har banksektorn en koncentrationsgrad för de fem största bankerna som ligger på 60,7, vilket är betydligt högre än Tysklands 25,0 och Storbritanniens 40,8, men lägre än Danmarks 64,0 och Nederländernas 85,0.
- Glest nätverk av filialer och generellt försämrade förutsättningar för en mer ”relationsbaserad” kreditbedömningsprocess där även kontextuellt baserad information inkluderas.
  - I Storbritannien finns 389 kreditgivande aktörer med 12 360 filialer, jämfört med Sveriges 180 kreditgivande aktörer och 2 147 filialer, samt Danmarks 164 kreditgivande aktörer och 1 996 filialer. I Tyskland finns 1 948 kreditgivande aktörer och 39 411 filialer. Både Danmark och Tyskland har fler filialer utslaget per invånare än Sverige.
- Liten andel ägande av bostäder eller allmänna (materiella) tillgångar.
  - Sverige har en relativt hög andel bostadsägande på 69,3 procent, vilket kan jämföras med 67,0 procent i Nederländerna, 64,8 procent i Storbritannien och 63,3 procent i Danmark. Problemet i Sverige är att bostadsägandet är ojämnt fördelat bland befolkningen på grund av bostadsbrist och en kraftig ökning av bostadspriserna som inneburit att vissa grupper av befolkningen exkluderas från möjligheten att äga sitt hem. Därmed har förmögenhet genom ägande av den egna bostaden blivit mer koncentrerad. Vidare bör man beakta att en betydande del av bostadsägandet i städer utgörs av bostadsrättslägenheter, vilket kan innebära vissa begränsningar för ägarnas möjligheter att använda sin egendom som säkerhet. Härtill kommer den reglerade hyresmarknaden som ger upphov till en orörlighet på marknaden. Marknadsvärdet av bostäder skiljer sig dessutom rejält mellan olika delar av Sverige, från mycket höga nivåer i storstäderna till särskilt låga värden i framförallt norra Sveriges inland.
- För de flesta kommersiella lån krävs att tillgångar ställs upp som säkerhet.
  - Säkerheter ses som en mycket betydelsefull fråga av svenska företag som vill finansiera sin tillväxt genom externa krediter. De svenska företagen rapporterar dessutom att kraven på säkerhet har blivit mer betungande efter den globala finanskrisen.
- En mångskiftande population av entreprenörer och potentiella entreprenörer (såväl fattiga som rika potentiella entreprenörer).

- Det är sannolikt alltid så att ägande av bostäder och andra fysiska tillgångar, samt allmänt välstånd och besparingar, är mer koncentrerade än entreprenörstalang. Detta beror på att tillgångar, välstånd och besparingar typiskt är kopplade till (a) arv och (b) löneinkomster. Det föregående har en unik rumslig aspekt och det senare är i normalfallet särskilt förknippat med formell utbildning, vilket skiljer sig från vad som krävs för ett entreprenöriellt humankapital. Tillgången till lån är villkorad enligt kriterier, varav vissa (t.ex. tillgång på säkerhet) inte tar hänsyn till den entreprenöriella talang som står bakom lånepropån.
- Säkerheter ses som ett betydande problem av svenska företag som vill finansiera sin tillväxt genom externa krediter. De svenska företagen rapporterar dessutom att kraven på säkerhet har blivit mer betungande efter den globala finanskrisen.
- Snäv spridning av banklånens räntenivåer (vilket indikerar att man tillämpar kreditransonering snarare än riskanpassad utlåning).
  - Den genomsnittliga räntesatsen för krediter i Sverige är cirka 4 procent och den övre gränsen är cirka 8 procent. Det tyder på att de svenska bankerna har en bakåtböjd utbudskurva och stryper utlåningen vid relativt låga räntesatser.
- Betydande spridning vad gäller de kreditgivande aktörernas relativa kvalitet.
  - Det finns ”bra” och ”dåliga” banker och banker som är ineffektiva i sin bearbetning av information är mer benägna att göra typ 2-fel (och typ 1-fel) i sina lånebeslut.

### Parameterinställningar i ett kreditgarantisystem

När vi beaktar de faktiska parametrarna för ett nytt kreditgarantisystem, måste vi reflektera över hur både långgivare (banker) och låntagare (små företag) kommer att reagera på (a) garantinivån och (b) tilläggsräntan. Bankernas vilja att låna ut pengar inom ramen för ett kreditgarantisystem påverkas väsentligt av hur stor andel som garanteras av staten. Eftersom tilläggsräntan läggs till den totala kreditkostnaden är även den betydelsefull. Både banker och företag kommer att inkludera tilläggsräntan i sina beräkningar när de bedömer om den föreslagna investeringen kan generera ett sådant framtida kassaflöde som krävs för att klara amorteringar och räntebetalningar.

Viktigt att notera är att de faktiska summor som tillfaller staten genom tilläggsräntorna är relativt små jämfört med kostnaderna för lån som inte återbetalas. Men driften av ett kreditgarantisystem på mikronivå kan inte behandlas isolerat utan man måste även beakta bredare makroekonomiska omständigheter. Tidigare forskning har även, baserat på evidens från det brittiska systemet, fastställt det allmänna förhållandet mellan (reell) BNP-tillväxt (utifrån trendnivåer) och lån som beviljas med stöd av kreditgarantier, och funnit ett signifikant och negativt förhållande (se Cowling, 1995). Detta sker i samband med att bankerna stramar åt kreditvillkoren när de ekonomiska förhållandena försämrats och det blir allt svårare för företagen att uppfylla kraven på säkerhet, i synnerhet som värdet på tillgångarna sjunker.

De flesta system som är i drift i de utvecklade länderna har historiskt sett haft en garantitäckning som legat inom intervallet 70–80 procent och en tilläggsräntesats på 2–3 procent. Detta bör säkerställa att endast låneansökningar av god kvalitet finansieras eftersom banken bär tillräckligt stor andel av risken för att genomföra seriös företagsbesiktning. Det säkerställer att de lån som beviljas med större sannolikhet medför någon grad av additionalitet i förhållande till lån som skulle ha beviljats utan en garanti.

### Löptider för lån

En klar fördel med ett statligt kreditgarantisystem är att staten kan ha ett längre (och bredare) perspektiv vad gäller tidsaspekten och typen av investeringar. Ekonomiska utvärderingar av statligt stödda finansieringsprogram tyder på att det kan ta upp till sex år innan de ekonomiska fördelarna med nya investeringar till fullo har ackumulerats. Detta är viktigt eftersom kostnaderna för många system uppkommer tidigt i investeringsprocessen, och framför allt med tanke på att betalningsförsummelsen för lån som inte återbetalas i 80 procent av fallen inträffar inom två år efter att lånet tecknats. Om dessa fakta inte beaktas kan det leda till att utvärderingar görs alltför tidigt i investeringscykeln och därmed riskerar att leda till felaktiga (och negativa) slutsatser.

### Resursfördelning och utformning av system

Efter att ha fastställt under vilka generella förhållanden på kapitalmarknaden som det skulle kunna vara lämpligt att införa ett kreditgarantisystem, övergår jag nu till att diskutera de mer praktiska aspekterna av att tillhandahålla ett sådant system.

**Genomförbarhetsstudie** – Utför en genomförbarhetsstudie för att fastställa hur stor latent efterfrågan det finns på ett kreditgarantisystem bland små och medelstora företag, samt vilken typ av företag och potentiella entreprenörer som är begränsade ifråga om finansiering. En analys av uteblivna betalningar vid lån till små och medelstora företag kan också ge bättre grundlag för slutsatser om mer långsiktiga effekter ifråga om uteblivna betalningar och kostnader för dessa. Detta kommer också att forma och ligga till grund för systemets grundparametrar.

**Bemanning** – Skapa en central förvaltningsgrupp med uppdrag att godkänna och behandla ansökningar i kreditgarantisystemet (med hjälp av en pro forma-mall) och upprätthålla ett förvaltningsinformationssystem (*management information system*, MIS).

**Förvaltningsinformationssystem (MIS)** – Utforma och konstruera ett förvaltningsinformationssystem med kapacitet att registrera ansökningar och sammanställa uppgifter om företag och lånenivåer. Detta skulle också möjliggöra efterföljande utvärderingar och årlig redovisning för kreditgarantisystemet.

**Utvärdering** – Besluta om lämpliga tidpunkter för utvärdering och allokering av en fastlagd budget för detta. Besluta hur resultaten ska mätas i framtida utvärderingar och inkorporera detta i den rutinmässiga datainsamlingsprocessen i förvaltningsinformationssystemet (MIS).

**Fordringar gentemot statskassan** – Upprätta ett juridiskt system där affärsbankerna kan rikta fordringar direkt till statskassan vid juridiskt fastställd utebliven betalning av ett garanterat lån.

**Banker som uppfyller kriterierna** – Fastställ villkoren för när en affärsbank kan tillåtas utfärda lån med statlig garanti och upprätta ett system för utvärdering av resultat.

**Undantag** – Definiera vilka företag och branscher som inte ska omfattas av systemet. Utöver ”normala” undantag som spelsektorn, finanssektorn och olagliga verksamheter, har många kreditgarantisystem även undantagit andra specifika branscher eller sektorer. I första hand på grund av höga risker för undanträngning (*crowding out*) och låg additionalitet. I Storbritannien är det till exempel brukligt att exkludera detaljhandeln i stadskärnorna. Den exakta utformningen av sådana undantag grundas på resultatet av genomförbarhetsstudien. Geografi kan också vara en viktig parameter att uppmärksamma i den svenska kontexten med stora skillnader inom landet.

**Systemparametrar** – Låt den specifika storleken och omfattningen på grundparametrarna (garantnivå, tilläggsränta, kortaste och längsta låneperiod, lägsta och högsta lånebelopp) grunda sig på genomförbarhetsstudiens analys av kreditmarknaderna för små och medelstora företag. Baserat på en analys av uteblivna betalningar, bör man bedöma vilka effekter det får att införa specifika parametrar, samt den efterföljande inverkan av uteblivna betalningar.

Om vi tar data och erfarenheter från de väletablerade brittiska kreditgarantisystemen EFG och SFLG som utgångspunkt kan vi göra följande tentativa bedömningar om ett eventuellt framtida svenskt system:

- I Storbritannien är det för närvarande totalt 34 kreditgivande aktörer som uppfyller kriterierna för att utfärda lån med statlig garanti. Bland dessa finns 12 nationella banker, 17 regionala banker och finansieringsaktörer, samt 5 factoringföretag och andra aktörer för företagsfinansiering (*asset finance*). Viktigt att notera är att 83 procent av det totala antalet garanterade lån till små och medelstora företag utfärdas av de fyra största nationella bankerna. Således är det avgörande i en svensk kontext att ha storbankerna med sig vid upprättandet av ett svenskt kreditgarantisystem. Sverige har omkring hälften så många kreditgivande aktörer som Storbritannien och en mer koncentrerad bankmarknad. Därmed ter sig de svenska storbankerna och ett representativt urval av åtminstone tio mindre kreditgivande aktörer som lämpligt.
- Totalt svarar statligt garanterade lån för 1–2 procent av den totala utlåningen till små och medelstora företag i Storbritannien. I en svensk kontext, justerat för det ungefärliga antalet små och medelstora företag (1 miljon), andelen som söker lån under ett givet år (17 procent) och andelen avslagna låneansökningar (6,4 procent), skulle detta motsvara maximalt 10 880 lån årligen. Men denna siffra bör avräknas ansökningar av låg kvalitet, och tillföras antalet företag som delvis, men inte helt, uppfyllt lånekraven (dvs. delvis kreditransonerade företag). För den senare gruppen avses företag där reducerade lånebelopp i princip baserats på bristande säkerheter och inte på låneansökningar av låg kvalitet.
- Statens kostnader för systemadministration (inklusive personal, utrustning, lokaler osv.) kan uppskattas till cirka 55 000 kronor per beviljat lån, utslaget på livscykeln för ett enskilt lån.
- Indrivning av fordringar i samband med lån där betalning uteblivit tar normalt 322 dagar från den första uteblivna betalningen.
- Låntagarna ansvarar för återbetalning av 100 procent av den summa de fått genom det brittiska EFG-systemet, inte enbart de 25 procent som inte täcks av den statliga garantin. I händelse av utebliven betalning måste långivarna följa sitt standardförfarande för indrivning av kommersiella fordringar, inklusive realisering av säkerheter, innan det är möjligt att göra anspråk på den statliga garantin.
- I EFG-systemet är långgivare uttryckligen förbjudna att överta ägandet av en privatpersons huvudsakliga bostad, som säkerhet för ett EFG-lån.
- I EFG-systemet har långgivare rätt att begära säkerhet, inklusive borgensförbindelser. Detta är praxis vid kommersiella lån och ett beprövat sätt att säkerställa en viss grad av personligt engagemang för återbetalningen av lånet från företagets sida. I EFG-systemet innebär detta att risken delas mellan låntagaren, långgivaren och staten.

## Slutsats

Jag inledde kapitlet med en diskussion om den teoretiska bakgrunden till kreditransonering som företeelse och hur detta kan ta sig uttryck på kreditmarknader som är relevanta för små företag. Jag diskuterade även de bredare ekonomiska konsekvenserna när små företag är förhindrade att finansiera investeringar med hjälp av externa kreditmarknader. Med utgångspunkt i en stor mängd empiriskt fastställda data identifierades därefter specifika problem som mindre företag står inför när det gäller tillgång till lånekapital från affärsbanker, och hur offentligt stödda kreditgarantisystem kan utgöra en motvikt när marknaderna inte fungerar. Vidare lyfte jag fram specifika institutionella, ekonomiska och marknadsmässiga förhållanden som typiskt sett associeras med behovet av ett korrigerande kreditgarantisystem och de nyttor som har kunnat påvisas i samband med garanterade lån för små företag, förmedlade av affärsbankerna.

Generellt sett pekar den tillgängliga evidensen på att det i de flesta utvecklade länder (inklusive Sverige) sker en kreditransonering av små, ekonomiskt ”sunda” företag med låg risk. Omfattningen är inte stor, men inte heller obetydlig. Lämpligt utformade och administrerade kreditgarantisystem kan ge valuta för skattebetalarnas pengar genom att främja ökad sysselsättning, produktivitet, innovation och export.

Därefter snävades fokus in något för att diskutera de svenska kreditmarknadernas beskaffenhet. Detta är viktigt eftersom alla dessa faktorer bidrar till att i första hand fastslå behovet av ett kreditgarantisystem och i andra hand vilken specifik typ av system som kan vara lämpligast i en svensk kontext. Med utgångspunkt i erfarenheter från befintliga system i hela Europa, diskuterades därefter kärnfrågor kring utformning och utveckling av ett kreditgarantisystem. Jag ägnade särskild uppmärksamhet åt att fastställa vilka effekter som kan uppstå beroende på vilka parametervärden som väljs och att identifiera en möjlig uppsättning grundparametrar.

Min slutsats är att det finns goda argument för att utforma och implementera ett kreditgarantisystem i Sverige, via affärsbankernas normala kanaler, i syfte att motverka småföretagens specifika problem med brist på finansiering för nya investeringar. Exakt hur stor efterfrågan på ett potentiellt system är måste emellertid fastställas i en detaljerad genomförbarhetsstudie, eftersom den avgör storleken på de krav som initialt och löpande skulle ställas på statskassan. Vidare krävs mer information om:

- (a) de specifika egenskaperna hos mindre företag som kreditransoneras i Sverige
- (b) de specifika egenskaperna hos de småföretag som skulle ha störst kapacitet att generera mervärde om kreditransoneringen mildrades
- (c) storleken på den låneefterfrågan som kreditmarknaderna inte kunnat tillgodose. Detta skulle då även bidra till att fastställa de faktiska värdena för de grundläggande systemparametrarna (garantinivå, tilläggsräntesats, låneperiod och lånebelopp).

Avslutningsvis, inför en eventuell debatt om ett potentiellt ”nytt” finansieringsinstrument i Sverige finns anledning att rekommendera ett brett perspektiv i de politiska överväganden som då måste göras. Till exempel en översyn av vilka policyinsatser som redan sker på området och vilken logik som ligger bakom dem. På samma sätt är det betydelsefullt att fundera över offentliga organisationers roll när det gäller utformning och i synnerhet leverans av finansiella policyverktyg. Detta är särskilt relevant med tanke på den allmänna övergången

i många länder mot samfinansiering (*co-funding*) och olika hybrider av offentlig–privata insatser. Vidare måste policymakers fundera över de egentliga målen med de insatser som genomförs. Är de strikt ekonomiska? Socioekonomiska? Eller mera utvecklingsinriktade i syfte att till exempel förbättra förhållandena i missgynnade regioner? Denna aspekt bör vara särskilt intressant i Sverige med tanke på dess speciella geografi och befolkningsfördelning.

### **Policyrekommendationer**

- Jag föreslår att den svenska regeringen genomför en specifik och storskalig undersökning om finansiering av små och medelstora företag, i syfte att få mer kunskap och underlag för potentiella policyinsatser på kapitalmarknaderna för mindre företag.
- Baserat på undersökningens resultat föreslår jag att regeringen i nästa steg inrättar ett nationellt pilotprojekt med ett kreditgarantisystem under en försöksperiod om tre år, där det operativa ansvaret delegeras till finansieringsaktörer i den privata sektorn medan ägar- och uppföljningsansvaret vilar på den offentliga sektorn.
- Kreditgarantisystemet bör vara fokuserat på samtliga små och medelstora företag, eftersom finansieringsproblemen i större utsträckning har visat sig vara kopplade till företagets storlek än till dess ålder (dvs. mer relaterade till brist på säkerhet än till brist på ”meritlista”).
- Jag bedömer att ett nationellt kreditgarantisystem har potential att påverka cirka 2–6 procent av alla små och medelstora företag, och inom ramen för dessa en mycket högre andel av de tillväxtorienterade företagen.



## Referenser

- Allinson GF, P Robson och I Stone, (2013), "Economic Evaluation of the Enterprise Finance Guarantee (EFG) scheme". Project Report. London: Department for Business, Innovation and Skills.
- Almi, (2016), "Årsredovisning 2015", [http://www.almi.se/Aktuellt/Arsredovisning-2015/?vv\\_hit=true](http://www.almi.se/Aktuellt/Arsredovisning-2015/?vv_hit=true) (2016-12-15).
- Bartoli F, G Ferri, P Murro och Z Rotondi, (2011), "Soft Information and Loan Supply in the Crisis: Evidence from the Credit Files of a Large Bank". I *Rivista Bancaria - Minerva Bancaria*, Vol. 2011, No. 5, s. 7–28.
- Beck T och A Demirguc-Kunt, (2006), "Small and Medium-Size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint". I *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, No. 11, s. 2931–2943.
- Beck T, L Klapper och J Mendoza, (2008), "The Typology of Partial Credit Guarantee Schemes around the World". The World Bank Policy Research Working Paper, No.4771. Washington D.C.: The World Bank.
- BIS, (2012), "SME Access to External Finance". Economics Paper, No. 16, January 2012. London: Department for Business, Innovation and Skills.
- Boschi M, A Girardi och M Ventura, (2014), "Partial credit guarantees and SMEs financing". I *Journal of Financial Stability*, Vol. 15, s. 182–194.
- Brown JD och JS Earle, (2016), "Finance and Growth at the Firm Level: Evidence from SBA Loans". I *Journal of Finance*, kommande. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2641184](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2641184) (2016-11-23)
- Cowling M och J Siepel, (2013), "Public intervention in UK small firm credit markets: Value-for-money or waste of scarce resources?". I *Technovation*, Vol. 33, No. 8/9, s. 265–275.
- Cowling M och N Clay, (1995), "Factors Influencing Take-up Rates on the Loan Guarantee Scheme". I *Small Business Economics*, Vol. 7, No. 2, s. 141–152.
- Cowling M och W Yue, (2016), "Private Bank Profit from Loan Guarantee Schemes". ESRC Seminar on SME Finance, University of Brighton, November 2016.
- Cowling M, (1995), "Initial Tests on the Sensitivity of the Parameters of the UK Loan Guarantee Scheme". I *Public Finance*, Vol. 50, No. 3, s. 357–371.
- Cowling M, (1997), "Small Business Loan Requests: Who Gets the Cash?". SME Centre Working Paper, No. 52. Warwick Business School, England.
- Cowling M, (2010a), "An Economic Evaluation of the Small Firms Loan Guarantee (SFLG) Scheme". Report. London: Department for Business Innovation and Skills.
- Cowling M, (2010b), "The role of loan guarantee schemes in alleviating credit rationing in the UK". I *Journal of Financial Stability*, Vol. 6, No. 1, s. 36–44.
- Cowling M, (2012), "Credit rationing, equity gaps, and policy solutions for financing entrepreneurial business in Europe: Theory, tests, evidence and the design and effectiveness of policy instruments". A report to the European Commission, 27 June, 2012. Directorate-General Regional Policy, European Union.
- Cowling M, E Ughetto och N Lee, (2016), "The innovation debt penalty: Cost of debt, loan default, and the effects of a public loan guarantee on high-tech firms". Mimeo. Brighton, England: University of Brighton Business School.
- Cowling M, W Liu och A Ledger, (2012), "Small Business Financing in the UK Before and During the Current Financial Crisis". I *International Small Business Journal*, Vol. 30, No. 7, s. 778–800.
- Cowling M, W Liu och N Zhang, (2016) "Access to bank finance for UK SMEs in the wake of the recent financial crisis". I *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, Vol. 22, No. 6, s. 903–932.
- Cowling M, W Liu, A Ledger och N Zhang, (2015), "What really happens to small and medium-sized enterprises in a global economic recession? UK evidence on sales and job dynamics". I *International Small Business Journal*, Vol. 33, No. 5, s. 488–513.
- Cowling M, W Liu, M Minniti och N Zhang, (2016), "Credit and discouragement during the GFC". I *Small Business Economics*, Vol. 47, No. 4, s. 1049–1074.
- Cressy R, (1996), "Are Business Startups Debt-Rationed?". I *The Economic Journal*, Vol. 106, No. 438, s. 1253–1270.
- D'Ignazio A och C Menon, (2012), "The causal effect of credit guarantees for SME's: Evidence from Italy". Spatial Economics Research Centre, Discussion Paper No. 123. London School of Economics.
- Devinney TM, (1986), *Rationing in a theory of the banking firm*. Berlin: Springer-Verlag.
- ECB (European Central Bank), (2016), "Survey on the access to finance of enterprises: Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset". [http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/surveys/sme/methodological\\_information\\_survey\\_and\\_user\\_guide.pdf?e087e14f81422c89c80805263e1453ea](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/surveys/sme/methodological_information_survey_and_user_guide.pdf?e087e14f81422c89c80805263e1453ea) (2017-01-21).

- EU-kommissionen, (2016), "Commission staff working document: Ex post evaluation of the ERDF and Cohesion Fund 2007-13". Brussels, 19.9.2016 SWD (2016) 318 final. [http://ec.europa.eu/regional\\_policy/en/information/publications/evaluations/2016/commission-staff-working-document-ex-post-evaluation-of-the-erdf-and-cohesion-fund-2007-13](http://ec.europa.eu/regional_policy/en/information/publications/evaluations/2016/commission-staff-working-document-ex-post-evaluation-of-the-erdf-and-cohesion-fund-2007-13) (2016-12-03).
- Gelos G och A Werner, (2002), "Financial Liberalization, Credit Constraints and Collateral: Investment in the Mexican Manufacturing Sector". I *Journal of Development Economics*. Vol. 67, No. 1, s. 1–27.
- Ghosh P, D Mookherjee och D Ray, (2000), "Credit rationing in developing countries". I Mookherjee D och D Ray (red.), *A Reader in Development Economics*. London: Blackwell.
- Honohan P, (2010), "Partial credit guarantees: Principles and practice". I *Journal of Financial Stability*, Vol. 6, No. 1, s. 1–9.
- Klapper L, L Laeven och R Rajan, (2006), "Entry regulation as a barrier to entrepreneurship". I *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, No. 3, s. 591–629.
- KPMG, (1999), "An evaluation of the Small Firms Loan Guarantee Scheme". Report to Department for Trade and Industry (DTI), London. Mars 1999.
- Laeven L, (2003), "Does Financial Liberalisation Reduce Financing Constraints?". I *Financial Management*, Vol. 32, No. 1, s. 5–34.
- Lelarge C, D Sraer och D Thesmar, (2010), "Entrepreneurship and Credit Constraints: Evidence from a French Loan Guarantee Program". In Lerner J och A Schoar (red.), *International Differences in Entrepreneurship*. National Bureau of Economic Research Conference Report. Chicago: University of Chicago Press. S. 243–273.
- Love I, (2003), "Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model". *Review of Financial Studies*, Vol. 16, No. 3, s. 765–791.
- Pöyry, Damvad och Agenda Kaupang, (2010), "Evaluering av Innovasjon Norge". Utarbeidet for Nærings- og handelsdepartementet. Econ-rapport nr. R-2010-054. Oslo: Econ Pöyry. [https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/nhd/vedlegg/rapporter\\_2010/inrapport.pdf](https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/nhd/vedlegg/rapporter_2010/inrapport.pdf) (2016-12-15).
- Riding A, (1997), "On the Care and Nurture of Loan Guarantee Programmes". I *Financing Growth in Canada*. Calgary, Alberta: University of Calgary Press. S. 637–672.
- Riding A, J Madill och G Haines, (2007), "Incrementality of SME loan guarantees". I *Small Business Economics*, Vol. 29, No. 1/2, s. 47–61.
- Saadani Y, Z Arvai och RR Rocha, (2010), "A Review of Credit Guarantee Schemes in the Middle East and North Africa Region". World Bank Policy Research Working Paper No. 5612. Mars, 2011. <https://ssrn.com/abstract=1794917> (2016-11-15).
- Sharpe SA, (1990), "Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: A stylized model of customer relationships". I *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4, s. 1069–1087.
- Stiglitz JE och A Weiss, (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". I *American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, s. 393–410.
- Yoshino N och F Taghizadeh-Hesary, (2016), "Optimal Credit Guarantee Ratio for Asia. Asian Development Bank Institute, Working Paper No. 586. Augusti, 2016. <https://ssrn.com/abstract=2838074> (2016-11-27).
- Världsbanken, (2008), "World Bank Partial Credit Guarantee Survey, 2007". Dataset. Washington D.C.: The World Bank.

Patrik Tingvall  
Erik Engberg  
Daniel Halvarsson

# Reala effekter av statligt och privat riskkapital



# Sammanfattning

Såväl privata som statliga aktörer erbjuder riskkapital till företag. Vi har undersökt om det framträder några skillnader mellan offentligt och privat riskkapital utifrån investeringarnas effekter på portföljföretagen. Tre centrala resultat är följande:

1. Försäljningen hos företag som mottagit riskkapital (VC) tar fart cirka 2–3 år efter investeringen. Den ökade omsättningen kan främst förklaras av ökad effektivitet och nyinvesteringar i kapital (exempelvis maskiner och lokaler). Sysselsättningen tycks dock inte öka snabbare än i jämförbara bolag. Detta kan tolkas som att kapitalet tillsammans med den rådgivning som följer med en VC-investering leder till nyinvesteringar och ökad kostnadseffektivitet.
2. Om vi jämför statliga och privata VC-investeringar finns inga större skillnader. Möjligt finns vissa tecken på att statliga investeringar ger en något svagare tillväxt-effekt, men dessa skillnader är ofta för små för att betraktas som signifikanta. En närmare jämförelse mellan det privata och statliga VC-kapitalet indikerar dock att staten oftare håller kvar vid och fortsätter investera i stagnerande företag.
3. Till sist finner vi att de statliga VC-bolagen inte investerar mer i de tidigaste faserna än privata investerare. Detta trots att ett grundläggande motiv till statlig intervention på riskkapitalmarknaden är att det privata kapitalet antas investera för lite i detta segment.

Detta leder till två slutsatser. För det första ser vi att en närmare analys av exitstrategier för de statliga VC-investerarna vore önskvärd. För det andra menar vi att de teoretiska motiven till statlig intervention på VC-marknaden pekar på att staten bör ligga något tyngre i de tidigaste faserna än de privata investerarna, eftersom det mest sannolikt är här det finns ett finansieringsgap. Vi finner ingen sådan skillnad. Idag är vår kunskap dock begränsad när det gäller den faktiska förekomsten av ett sådant gap och hur det i så fall skulle se ut. Innan nya direktiv om de statliga VC-bolagens investeringsprofil formuleras är det därför önskvärt med en närmare analys.

Vi ser alltså inte några dramatiska skillnader mellan statligt och privat riskkapital vad gäller deras tillväxteffekter. Detta kan både indikera att statliga riskkapitalister gör ett bra arbete, eller att de kanske tar alltför små risker.

# Introduktion

I detta kapitel ska vi närmare studera *offentligt och privat riskkapital*. Vi jämför huvudsakligen investeringarnas effekter i portfölj företagen<sup>19</sup>, men även vilka faser fonderna investerar i samt effekten av upprepade investeringar.

## Venture capital

Venture capital (VC) är riskkapital (*private equity*) som investeras i unga, ofta högteknologiska företag med stor tillväxtpotential. Dessa företag har ofta svårt att få tillgång till lån då deras investeringar inte sällan associeras med hög risk. VC blir därför ofta en viktig finansieringskälla.<sup>20</sup>

VC innebär att investeraren köper aktier, ägarandelar, i ett portfölj företag, och sedan aktivt engagerar sig för att stötta och utveckla företaget, exempelvis genom rådgivning och tillgång till nätverk, med ambitionen att senare (en vanlig tidshorisont är 5–7 år) kunna sälja sina aktier med vinst. I Sverige omfattar VC-investeringar cirka 0,7 procent av landets BNP, vilket är bland de högsta nivåerna i Europa, men samtidigt väsentligt lägre än i USA, där motsvarande andel ligger på 2 procent. En anledning till det stora intresset kring VC ligger i att det ofta är riktat mot innovativa start-ups och därför utgör en viktig faktor för ekonomisk tillväxt. VC anses exempelvis ha spelat en viktig roll i IT-revolutionen i USA, och på hemmaplan har VC-investerare varit inblandade i svenska succéföretag som Skype, Spotify, Klarna och King.

## Svenska statens roll på riskkapitalmarknaden

Den svenska staten har verkat på riskkapitalmarknaden sedan tidigt 70-tal, med Svetab och Företagskapital som tidiga pilotverksamheter. Efter en försiktig start utökades statens engagemang successivt, och i mitten av 1990-talet bedömde man att staten varit aktiv tillräckligt länge för att en utvärdering skulle vara möjlig (Riksdagens revisorer, 1996). Utfallet från denna analys var inte helt positivt. Endast några få av de statliga riskkapitalbolagen hade lyckats investera i hållbara företag, och riksdagens revisorer uppskattade kostnaden per anställd i målbolagen till närmare 200 000 kronor (Tillväxtanalys, 2010).

Trots viss kritik mot statliga riskkapitalbolag har man bedömt att kapitalförsörjningen, främst till små och medelstora företag, är en så pass prioriterad fråga att statens verksamhet på detta område under de senaste 10–20 åren vuxit, och denna utveckling gäller inte endast Sverige (Europeiska kommissionen, 2010). Inom Europa har Europeiska kommissionen och enskilda länder genomfört reformer riktade mot att främja riskkapitalet. Den statliga delen av riskkapitalfinansieringen är substantiell. Enligt samarbetsorganisationen för europeiskt riskkapital (Invest Europe, tidigare EVCA) utgjorde år 2013 totalsumman av *fundraising* (allt anskaffat kapital) till private equity knappt 54 miljarder euro, varav den statliga delen uppgick till 38 procent. VC-delen utgjorde då cirka 8 procent av totalsumman private equity (EVCA, 2014).

Den statliga andelen av VC-investeringar i Sverige är, beroende på definitioner och tillgängliga data, inte helt lätt att beräkna. Ett sätt är att utgå från de statliga ”näringspolitiska fonderna”. Under perioden 2010–2015 har deras andel av de totala VC-investeringarna i Sverige varierat mellan 20 och 40 procent.<sup>21</sup>

<sup>19</sup> Företagen som det investeras riskkapital i kallas ofta för portfölj företag.

<sup>20</sup> VC bör skiljas från den typ av riskkapital som investeras i mogna företag, för exempelvis uppköp (så kallade buyouts).

<sup>21</sup> I nuläget avses Industrifonden, Almi Invest AB, Fouriertransform, Innovationsbron AB (ingick 2013 i Almi Invest AB) samt Inlandsinnovation AB. För vidare information, se t.ex. Tillväxtanalys (2016).

Med en växande andel statligt riskkapital blir det angeläget att närmare undersöka hur effektiva de statliga aktörerna är och hur de påverkar de privata riskkapitalbolagen. I Sverige har sedan 2011 debatten till stor del cirkulerat kring hur de statliga VC-bolagen ska styra sina investeringar, snarare än vad de har åstadkommit. Nyckeln till denna debatt kan spåras till Svensson (2011). Det centrala budskapet från Svensson är att i den mån staten intervenerar på VC-marknaden bör den fokusera på de tidiga faserna då det är troligast att det förekommer underfinansiering (marknadsmislyckanden) i detta segment. Svensson ställer sig även positiv till fond-i-fond-lösningar där statliga VC-investerare drar nytta av privata investerares kompetens och förmåga att välja investeringar.

Sedan Svensson (2011) har det statliga VC-kapitalets roll vidare analyserats av Riksrevisionen (2014), SOU 2015:64 och proposition 2015/16:110. I samtliga fall betonas att staten, i den mån den ska agera på VC-marknaden, bör lägga fokus på tidiga skeden. Även så kallade fond-i-fond-lösningar ses i allmänhet som något positivt. Dessa rekommendationer har inte helt undgått kritik. Almi Företagspartner (2015) pekade på att det finns en inneboende konflikt mellan att det statliga kapitalet ska gå in i tidiga skeden (där privata investerare inte går in i tillräcklig omfattning) och samtidigt delta i samfinansieringslösningar mellan statligt och privat VC.

### **Disposition och frågeställningar**

Kapitlet inleds med en litteraturöversikt över statligt riskkapital, följt av en teoretisk bakgrund till vilka roller privata och statliga aktörer kan spela. Nästa avsnitt beskriver vårt datamaterial och därefter diskuterar vi det ekonometriska angreppssättet. Kapitlet avslutas med våra resultat och slutsatser.

De senaste årens VC-debatt har huvudsakligen handlat om var, när och hur staten ska intervensera, snarare än hur lyckosam staten har varit på riskkapitalmarknaden. Det behövs sålunda en analys av hur de statliga VC-bolagen de facto investerat och vilka resultat som uppnåtts. Med detta som bakgrund studerar vi om statligt och privat VC skiljer sig åt vad gäller dess effekt på:

- Sysselsättning
- Investeringar
- Omsättning

Andra frågeställningar är:

- I vilka faser investerar staten?
- Fortsätter statliga investerare i större utsträckning än privata investerare att investera i företag som inte ”lyfter”?

# Teorier kring statligt riskkapital

## Argument för statligt riskkapital

Teorier kring statligt riskkapital diskuteras utförligt i kapitel 1 varför vi här belyser frågan mer översiktligt. Vad motiverar införandet av statligt riskkapital när det redan finns en mängd privata aktörer? Borde inte marknaden själv kunna förse unga bolag med tillräckligt VC? I litteraturen finns det i huvudsak två marknadsmisslyckanden som motiverar statlig inblandning på VC-marknaden. Det kanske mest använda argumentet bygger på att marknaden tenderar att generera för lite riskkapital. Detta argument grundas i att företag inte självklart vill lämna ut känslig information om sin affärsverksamhet. Det leder i sin tur till att det blir svårt för potentiella investerare att utvärdera bolag (Lerner, 2002; Akerlof, 1970).<sup>22</sup> Ett annat marknadsmisslyckande uppstår då små, innovativa och humankapitalintensiva företag ofta saknar tillgångar som kan användas som säkerhet. Detta gör i sin tur att investerare blir mer försiktiga när det gäller att investera i innovativa småföretag och start-ups som från ett samhällsekonomiskt perspektiv borde erbjudas riskfinansiering. Därigenom leder marknadslösningen till ett så kallat *funding-gap* som staten teoretiskt kan åtgärda.

Ett annat argument för statlig intervention bygger på att den privata avkastningen från innovationer och entreprenörskap är lägre än den samhälleliga avkastningen. Med detta synsätt genererar marknadslösningen för lite innovationer. Genom att stötta innovativa företag (med riskkapital) kan staten bidra till att öka antalet innovationer till en samhällsekonomiskt motiverad nivå. Ytterligare ett argument är att statligt riskkapital kan verka kontra-cykliskt och jämna ut det mer pro-cykliska privata riskkapitalet (Gompers & Lerner, 2003; Robinson & Sensoy, 2013; Lerner & Watson, 2008). Vid sidan om dessa argument kan statlig inblandning även motiveras med att staten kan tillåta sig en längre planeringshorisont än privata investerare.

Kort sagt, trots att privata riskkapitalister har goda förutsättningar att minska finansieringsgapet finns det anledning att tro att framför allt unga riskkapitalmarknader tenderar att drabbas av ett slags moment 22, där bristen på riskkapital kan förklaras med alltför få innovativa företag, samtidigt som bristen på innovativa företag kan förklaras med bristen på riskkapital (Gilson, 2013; Grilli & Murtinu, 2014).

## Argument mot statligt riskkapital

Även om marknadslösningen för riskkapital inte är perfekt finns det anledningar till varför statligt VC kan vara problematiskt. En anledning är att statligt riskkapital kan tränga undan det privata och därmed inte bidrar till att öka den totala tillgången av VC. Vidare har det förts fram argument om att en svag incitamentsstruktur för statliga VC-bolag påverkar effektiviteten. Ersättningen till förvaltarna är ofta lägre inom statliga VC-bolag, som inte heller möter samma risk för likvidation som privata VC-aktörer om det går dåligt (Colombo m.fl., 2016). Förutom effektivitetshänsyn finns det risk för vänskapskorruption. Utan översyn finns det en risk att människor även inom den offentliga verksamheten kan missbruka offentliga medel för att gagna sig själva framför den allmänna nyttan. Lerner (2009, 2010) visar på exempel där inkompetens, slöseri och korruption förekommit hos statliga VC-företag. Till sist finns en risk att statligt VC kan användas för att kompensera för dålig politik i andra politikområden. Beroende på i vilken utsträckning det finns fog för den här typen av problem riskerar ett politiskt misslyckande snarare att addera till marknadens misslyckande än att korrigera det (Florida & Smith, 1993).

<sup>22</sup> Riskkapitalister har särskilt goda förutsättningar att undvika de problem som är kopplade till asymmetrisk information. Genom sofistikerade processer för utvärdering, kontraktering och övervakning undersöker de bolag noggrant innan de gör en investering (Kaplan & Strömberg, 2001).

## Empirisk litteratur

Den empiriska litteraturen om VC kan indelas på olika sätt. Här fokuserar vi på ett antal olika utfallsvariabler samt studier som studerar de olika effekterna av privat VC, statligt VC och blandat VC (både privat och statligt VC).

### Produktivitet och företagstillväxt

Chemmanur m.fl. (2011) undersöker effekterna av VC-investeringar i ett antal amerikanska företag och finner att företag med VC-investeringar uppvisar högre produktivitet än liknande företag som inte erhållit VC, någonting som författarna tolkar som en följd av investerarnas lyckosamma urvalsprocess ("screening"). Den högre produktiviteten sträcker sig upp till fyra år efter VC-investeringen, vilket författarna tolkar som bevis för en långsiktigt positiv effekt. I en senare studie av Alperovych m.fl. (2015) studeras ett antal belgiska företag med särskilt fokus på om privat och statligt VC påverkar företagen olika. De finner att företag med privat VC-finansiering fick ökad produktivitet, medan de som hade statligt VC-finansiering istället fick sämre produktivitet.

I andra studier har man istället undersökt effekten av VC på sysselsättningstillväxt, som dessutom ofta är en nyckelvariabel för politiker. Flera tidiga studier av detta område fokuserade på det statliga stödprogrammet *American Small Business Investment Research* (SBIR). Lerner (1999) studerade tillväxten i sysselsättning och omsättning hos de 900 högteknologiska företag som deltog i programmet under åren 1985–1995. Han fann att de deltagande företagen växte snabbare än en kontrollgrupp av liknande företag. Vidare noterar Lerner att effekten endast kunde ses i regioner med en befintlig och omfattande VC-verksamhet.<sup>23</sup>

Vid en jämförelse av effekterna av privat och statligt riskkapital fann Grilli och Murtinu (2014) att de företag som fått statligt riskkapital inte ökade sin omsättning medan de som fått privat eller blandat kapital gjorde det. De kunde dock inte påvisa några skillnader i sysselsättningstillväxten.

### Exit och patent

Det är genom att sälja sina ägarandelar i portföljföretaget, antingen till en annan investerare eller via en börsnotering, som en VC-investerare får avkastning på sin investering. Detta kallas för att göra en "exit". Portföljföretagets försäljningsvärde vid exit blir därmed den egentliga värdemätaren för framgång hos en investerare. En förutsättning för en framgångsrik exit är givetvis att portföljföretaget överlever. Om ett företag läggs ned finns det helt enkelt inte någon vinst att hämta, och det investerade kapitalet går förlorat. Puri och Zarutskie (2012) jämför överlevnaden hos 10 000 amerikanska företag som mottagit riskkapital, och ser att chansen för överlevnad är större för de företag som mottagit VC under de första etableringsåren. Effekten klingar dock av över tid.

I en ny studie undersöker Brander m.fl. (2015) effekten av riskkapital på företag i Kanada, USA, Europa och delar av Asien. De finner att företag som fått både privat och statligt VC hade högst sannolikhet att göra framgångsrik exit, företag som fått endast privat VC var näst mest framgångsrika, och företag som fått endast statligt VC hade markant lägre chans till lyckad exit. Författarna tolkar resultaten som att företagen som fått blandat VC blev mer framgångsrika tack vare en ökad tillgång till kapital jämfört med företagen som endast fick privat VC. Liknande slutsatser dras av Cumming m.fl. (2014) i en studie av europeiska företag.

Flera studier som använder patent som ett mått på innovationskraft har funnit att företag med privata investerare har högre sannolikhet att få nya patent, jämfört med företag med bara statliga investerare (se Brander m.fl., 2010; Bertoni & Tykvova, 2015).

<sup>23</sup> Andra studier som utvärderat SBIR-programmet är Audretsch m.fl. (2002), Gans och Stern (2003) och Wallsten (2000).



## Undanträngning

Som vi såg i det tidigare avsnittet ”Teorier kring statligt riskkapital” är en potentiell negativ aspekt av statligt VC att det kan tränga undan privata investerare (*crowding out*). Frågan om undanträngning har även undersökts empiriskt i flera studier. En tidig analys av undanträngningseffekter är Leleux och Surlémont (2003) som inte finner bevis för undanträngning i ett flertal europeiska länder. En senare studie av Brander m.fl. (2015) tyder på att statligt VC kan stimulera tillgången på privat VC. Det teoretiska argumentet för detta är en sorts lärande- eller demonstrationseffekt som antas vara starkast på utvecklade VC-marknader. I studier över kanadensiska, amerikanska och europeiska företag finner dock Cumming och Macintosh (2006) samt Armour och Cumming (2006) belegg för att statligt riskkapital istället trängde undan privat kapital. Cozzarin m.fl. (2015) tittar närmare på undanträngningseffekten och visar att statligt riskkapital tränger undan privat på den inhemska marknaden, vilket i sin tur fick privata investerare att omlokalisera sina investeringar till grannländer.

Några tänkbara tolkningar av dessa blandade resultat kan vara dels skillnader i VC-marknadens mognad (som nämndes ovan), dels hur de statliga interventionerna utformas och implementeras. Om det statliga riskkapitalet exempelvis konkurrerar med privata investerare om de mest attraktiva investeringarna och erbjuder generösa investeringsvillkor som de privata investerarna har svårt att konkurrera med, finns det givetvis en risk för att entreprenörer väljer statliga investerare framför privata. Med smart programdesign kan den här typen av undanträngning minimeras.

Sammanfattningsvis kan man dock säga att VC-kapital i allmänhet har en positiv effekt på de mottagande företagen och att det finns en tendens till mer positiva utfall från privat VC än statligt VC.

## Data och beskrivande statistik

Via Svenska riskkapitalföreningen (SVCA) har Tillväxtanalys fått information om cirka 700 svenska företag som mottagit privat och eller statligt riskkapital åren 2007–2013. Data omfattar följande statliga riskkapitalbolag: Almi Invest, Industrifonden, Inlandsinnovation, Fouriertransform, Innovationsbron och Saminvest Mitt AB. I detta kapitel ligger fokus på riskkapital som investeras i de tidiga skedena, så kallat *venture capital (VC)*. Uppköp och investeringar i sena skeenden behandlas alltså inte här. I enlighet med Invest Europes klassifikation av investeringsstadier definieras VC som de investeringar som sker i form av *seed*, *start-up* eller *later stage venture*, men inte *growth capital*. Statligt riskkapital definieras vi som de sex VC-bolag som är helt ägda och finansierade av staten. Vi räknar inte in pensionsfonder och andra halvstatliga riskkapitalföretag.<sup>24</sup> I VC-data anges även vilken investeringsfas det investerade kapitalet går in i (*seed*, *start-up*, *later stage*).

Informationen om företagens insatsvaror och produktion kommer från Statistiska centralbyrån (SCB) och täcker alla svenska företag. Data på företagsnivå kompletterar data över riskkapital med information om produktion, omsättning, antal anställda, förädlingsvärde, investeringar, kapitalstock, vinst, branschtillhörighet, utbildningsnivå hos de anställda och geografisk lokalisering. Riskkapitaldata och företagsdata kopplas samman genom företagens unika ID-koder.

<sup>24</sup> För detaljer, se Tillväxtanalys PM 2017:02.

## Riskkapital i Sverige 2007–2014

Med undantag för toppnoteringen 2008 har VC-investeringar i Sverige uppgått till ungefär 2,5–4,5 miljarder kronor årligen. Under perioden 2008–2013 minskade de privata VC-investeringarna, samtidigt som det statliga riskkapitalet ökade. Sammantaget har detta inneburit att statens andel av totalt VC nästan fyrdubblats från dryga 10 procent 2009 till toppnoteringen 2013 på närmare 40 procent. Sedan 2013 har dock mängden privat VC ökat varför statens andel fallit undan.<sup>25</sup> Ser vi till den sektoriella fördelningen av VC är *IT och telekom* den enskilt största sektorn, följd av *life science*. Tillsammans stod dessa två sektorer för 72 procent av det totala riskkapitalet. Sektorerna *energi och miljö* respektive *affärstjänster och industriella produkter* står för knappt 10 procent vardera. De återstående 10 procenten är uppdelade mellan *konsumentprodukter, tjänster och detaljhandel (exkl. affärstjänster), jordbruk, kemikalier och material*.

Av de statliga investerarna är Industrifonden beloppsmässigt den enskilt största investeraren. Almi Invest och Fouriertransform skapades båda år 2009, följda av Inlandsinnovation år 2010 (se en översikt över statliga investerare i tabell 4.1). Almi Invest har stegvis ökat sina investeringar sedan grundandet. Fouriertransform skapades som en del av ett räddningspaket till den krisande bilindustrin, och deras mandat har sedan dess utökats till att omfatta andra tillverkningsbranscher. Inlandsinnovation fokuserar på norra Sverige (investerar i de sju nordligaste länen). Innovationsbron införlivades i Almi Invest 2013. Saminvest Mitt AB<sup>1</sup> ägs av Almi Företagspartner Mitt AB och namnändrades år 2015 till Almi Invest Mitt AB för att tydliggöra samhörigheten med Almis riskkapitalverksamhet.<sup>26</sup> Bland de statliga investeringarna sticker Fouriertransform ut genom att bolaget fokuserar mer på investeringar i något senare skeden (inklusive *growth capital*) och att det investerar större belopp i varje bolag, vilket speglar företagets särskilda mandat att stödja mogna men utsatta företag, medan de övriga statliga aktörerna fokuserar på företag i tidigare skeden.

**Tabell 4.1** Översikt över statliga riskkapitalinvesteringar 2007–2013

Investerare	Totala investeringar*	Antal företag	Obs.	Genomsn. tranche (utbetalning)*
<b>Industrifonden</b>	2,618,252	123	473	5,535
<b>Fouriertransform</b>	1,146,176	24	46	24,917
<b>Almi Invest</b>	783,024	390	599	1,307
<b>Innovationsbron</b>	420,708	485	485	867
<b>Inlandsinnovation</b>	86,904	9	10	8,690
<b>Saminvest Mitt AB</b>	65,422	31	46	1,422

\*I tusentals kronor.

<sup>25</sup> Den underliggande statistiken är relativt volatil och kan påverkas av klassificeringen av några enskilda affärer. Det kan även nämnas att i förhållande till strategiska företagsuppköp, i syfte att rekonstruera och sedan avyttra företaget (*leveraged buyouts*), utgör VC-kapitalet en mindre andel. Dessa affärer riktas dock i allmänhet mot större företag.

<sup>26</sup> Ej att förväxla med den nya statliga riskkapitalfonden, Saminvest, som f.n. (2016) är under upprättande.

## Portföljföretagen

De data vi analyserar innehåller 699 företag som mottagit riskkapital (portföljföretag).<sup>27</sup> Av dessa företag finansieras 55 procent helt eller delvis av statligt riskkapital. Ser vi till beloppen erhåller företag som endast får statligt riskkapital i genomsnitt 5 miljoner kronor medan motsvarande belopp för de som får privat riskkapital är 30 miljoner kronor. De största beloppen går dock till företag där det investeras både privat och statligt riskkapital vilka i genomsnitt får 45 miljoner kronor. Eftersom Almi Invest gör en betydande andel av sina investeringar i samverkan med enskilda personer (så kallade affärsänglar), som vi inte observerar i SVCA-data, så underskattas sannolikt andelen företag med både privat och statlig finansiering.<sup>28</sup>

Mönstret med de minsta beloppen kopplade till rent statligt kapital är kvar när vi tar hänsyn till i vilken fas investeringen görs. Som vi ser i tabell 4.2 så är de rent statliga investeringsbeloppen mindre oavsett investeringsfas, samtidigt som beloppen dubblas efter varje steg (seed, start-up, later stage).

En intressant observation är att privata och statliga investerare fördelar sina investeringar på ett liknande sätt mellan investeringsstadier, även om det statliga kapitalet ur ett marknadskompletterande perspektiv mer borde fokusera på de tidigare stadierna. Både för statligt och privat riskkapital går cirka 2–3 procent av investeringarna till seed (2,2 procent för statlig seed, jämfört med 2,7 procent för privat seed). Vad gäller antalet investeringar så framträder en liknande bild, med 7,7 procent av antalet privata investeringar fördelade till seed, medan motsvarande siffra för statliga investeringar är 7,5 procent. Samma bild kvarstår om vi tittar på de senare stegen, start-up och later stage. Med andra ord finns det inga belägg för att staten fokuserar på tidigare skeden (seed och start-up) i större utsträckning än privat VC. Detta kan tyckas förvånande då ett av huvudargumenten för statligt VC är att man ska kompensera för bristen på privata investeringar i de tidigaste skedena. Att staten kanske bör öka sitt fokus mot tidiga skeenden har även påpekats av Svensson (2011), Riksrevisionen (2014), SOU 2015:64 och proposition 2015/16:110.

**Tabell 4.2** Investeringar efter investeringssteg, tkr

	Median	Medelv.	Stdv.	Obs. (%)
<b>ALLT VC</b>				
<b>Seed</b>	929	1,771	3,443	325 (7,6 %)
<b>Start-up</b>	1,349	4,073	9,747	2,612 (61,4 %)
<b>Later stage</b>	2,989	7,720	15,235	1,315 (30,9 %)
<b>STATLIGT</b>				
<b>Seed</b>	445	737 [2,2 %]	967	123 (7,5 %)
<b>Start-up</b>	898	2,013 [51,4]	4,003	1,055 (64,4 %)
<b>Later stage</b>	1,778	4,179 [46,4]	7,735	458 (28,0 %)
<b>PRIVAT</b>				
<b>Seed</b>	1,339	2,401 [2,7 %]	4,183	202 (7,7 %)
<b>Start-up</b>	2,221	5,469 [49,4%]	11,989	1,557 (59,5 %)
<b>Later stage</b>	4,114	9,612 [47,8%]	17,722	857 (32,8 %)

Not: Data bygger på hela datasetet från SVCA för åren 2007-2014. Andelen totala investeringar ges i parenteser (,), medan andelen av totalt VC ges i hakparenteser [,].

<sup>27</sup> Att antalet analyserade företag är färre än den totaluppräknings som ges i tabell 4.1 beror dels på ett visst bortfall när vi kopplar VC-data till företagsdata samt att några av VC-investeringarna i tabell 4.1 avser investeringar i senare faser och därför lyfts ut från analysen.

<sup>28</sup> Samtliga Almi Invests investeringar i etapp 1 (2009–2015-09-30) måste ske tillsammans med minst 50 procent privat kapital.

Flera portfölj företag tar emot mer än en VC-investering. 75 procent av alla företag där VC investerats under ett år får åtminstone en ytterligare injektion under följande år. Tio investeringar under ett år är den högsta noteringen för ett företag i våra data. Under hela perioden 2007–2014 är den högsta noteringen 47 investeringar för ett och samma företag. Således är det vanligt att riskkapital betalas ut bitvis, i takt med att entreprenören uppnår vissa förhandsbestämda mål (s.k. milstolpar). På det här sättet kan investerarna styra entreprenören (övervakning) och minimera riskerna kopplade till beteenden som inte gynnar verksamheten (så kallad *moral hazard*). Vidare är det vanligt att företagen tar emot kapital från flera olika investerare. Det VC som investeras är fokuserat mot relativt små företag; medianföretaget hade tre anställda när de fick sin första insats av riskkapital, och 16 procent av företagen hade endast en anställd. Vi kan även notera att inget företag med mer än 221 anställda fick VC-kapital (överlag tenderar större företag att istället vara föremål för så kallade *leveraged buyouts*).

## Metod

Det är svårt att utvärdera effekten av riskkapitalinvesteringar på företagets prestation, även om man får tillgång till pålitliga och detaljerade data över riskkapitalinvesteringar, företagets insatser och prestationer. En utmaning består i att VC-investerarna inte väljer ut företagen slumpvis. En noggrann ”företagsbesiktning” (*due diligence*) genomförs regelmässigt av investerarna som ett underlag inför en eventuell investering. Det är alltså troligt att företag som mottar VC-investeringar skiljer sig från de som inte får det. Den första utmaningen ligger således i att skapa en kontrollgrupp av företag där inga VC-investeringar skett, men som är så lik de som mottagit VC-kapital som möjligt. En annan utmaning berör den statistiska skattningen av den effekt som VC har på företagets tillväxt. Här väljer vi att fokusera på VC:s effekt på portfölj företagets omsättning. Vi beaktar även att riskkapital kan påverka försäljningen såväl direkt som indirekt genom förändringar i sysselsättning och investeringar.

### CEM-matchning och tidsaspekten

För att ta oss runt selektionsproblemet använder vi oss av en matchningsmetod som kallas för *coarsened exact matching* (CEM) och som visat sig ha fördelen att den är relativt okänslig för mätfel (Iacus m.fl., 2011, 2012; Blackwell m.fl., 2009). Matchningen går till som följer. För företag som mottar riskkapital år  $t$  matchar vi på företagets egenskaper året innan, alltså  $t-1$ . Matchningen för omsättnings- och kapitalekvationerna baseras på observerade data över följande variabler: eget kapital/skulder, antal anställda, tillväxt i antal anställda, vinstkvot, branschkod samt andelen högutbildade anställda.<sup>29</sup> Metoden att skapa en kontrollgrupp genom matchning har applicerats i andra studier av effekterna av VC på företag; se exempelvis Croce m.fl. (2013), Cumming m.fl. (2014) samt Grilli och Murtinu (2014).

Vi visar matchningsresultaten i tabell 4.3, där de två första kolumnerna visar ett mått på obalansen (skillnaden) mellan de som fått kapital och kontrollgruppen, samt inom parentes (.) obalansen mellan behandlingsgruppen och övriga företag. Som vi ser minskar obalansen för alla variabler efter matchningen, vilket tyder på att matchningen lyckats skapa en kontrollgrupp som är mer lik de företag som fått kapital än gruppen av alla företag.

<sup>29</sup> För sysselsättningsekvationen ersätter vi matchningen med avseende på antal anställda och tillväxt av antalet anställda med omsättning och omsättningstillväxt.

Valet av variabler kan motiveras som följer. Teoretiskt bör matchningen fånga dels den analys som avses, dels selektion in i VC. I våra data inkluderas *branschillhörighet* för att fånga upp breda förutsättningar kopplade till bransch; *antal anställda* för att jämföra företag med liknande storlek och liknande förutsättningar kopplade till administration och skalfördelar; *rörelseresultat per anställd* för att företag ska jämföras med liknande lönsamhet; *andelen anställda med eftergymnasiala studier* för att företag ska jämföras med andra företag med liknande kunskapsnivå, och slutligen anses de två måtten *omsättningstillväxt* och *andel eget kapital* vara av särskilt intresse för att förklara selektion in i VC.

I kolumnerna 3–5 visar vi genomsnittsvärden för matchningsvariablerna för tre grupper: behandlade företag, kontrollgruppen samt hela företagspopulationen. Återigen ser vi att skillnaden mellan de behandlade företagen (med VC-investeringar) och kontrollgruppen är mindre än skillnaden mellan de behandlade företagen och alla de företag som inte mottagit VC (utom för variablerna antal anställda och omsättning).

**Tabell 4.3** Matchningsresultat

	MATCHNINGSOBALANS <sup>(A)</sup>		MEDELVÄRDEN		
	Oms ekv.	Syss ekv.	Behand- lade	Kontroll- grupp	Alla ftg.
<b>Sysselsättning</b>	0,09 (0,32)		14,50	19,64	10,14
<b>Sysselsättningstillväxt</b>	0,09 (0,44)		0,12	0,04	0,01
<b>Vinstkvot</b>	0,04 (0,72)	0,03 (0,72)	-29,86	-4,94	-0,61
<b>Andel högutbildade</b>	0,04 (0,69)	0,00 (0,69)	56,22	54,29	14,46
<b>Branschkod</b>	0,05 (0,67)	0,04 (0,67)	57,03	56,27	53,21
<b>Eget kapital/Skulder</b>	0,15 (0,20)	0,14 (0,20)	3,51	2,54	2,46
<b>Omsättning</b>		0,03 (0,12)	20 119	38 428	17 835
<b>Omsättningstillväxt</b>		0,09 (0,44)	0,20	0,03	-0,01
<b>Total L1 dist.</b>	0,55	0,58			

Not: <sup>(A)</sup> Matchningsobalans, *univariate L1 distance* mellan de företag som fått kapital och kontrollgruppen; inom parentes (.), obalansen mellan behandlingsgruppen och samtliga övriga företag.

### Tidsaspekten

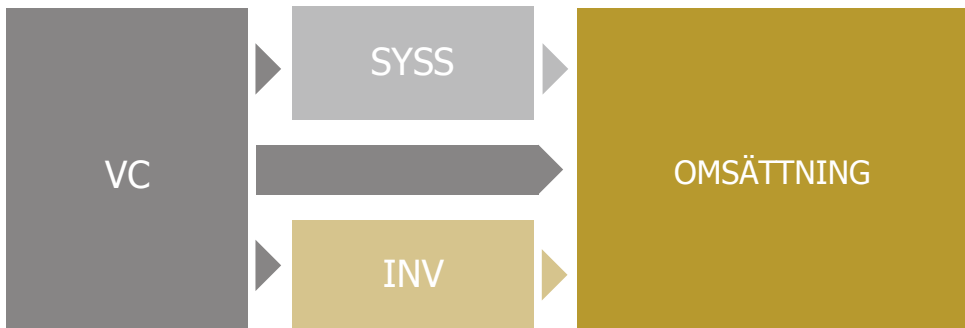
I den empiriska analysen följer vi företag upp till fyra år efter VC-investering. Denna tidsbegränsning går att motivera enligt följande. För det första minskar antalet företag som vi kan följa drastiskt efter fyra år. För att undvika att dra slutsatser baserat på ett fåtal observationer begränsas analysen till fyra år. För det andra ”störs” (kontamineras) data av andra icke observerbara händelser över tid, varför det blir svårare att göra kausala kopplingar till en händelse långt bakåt i tiden. För det tredje riktas VC mot små och medelstora företag där tiden mellan insats och marknadseffekt i genomsnitt är kortare än i stora företag. Enligt studier av tidsdynamik brukar tre–fyra år anses vara en fullt tillräcklig observationsperiod för denna typ av företag.<sup>30</sup>

<sup>30</sup> För detaljer, se Tillväxtanalys, (2014), ”Tillväxtanalys 2015”.

### Estimering av effekten av VC på omsättning, kapital och sysselsättning

I vår ekonometriska analys undersöker vi effekten av VC på omsättning, sysselsättning och företagens fysiska kapitalstock. För att analysera den direkta effekten av riskkapital på omsättning följer vi Liu och Yoon (2000), Griliches och Mairesse (1997) samt Frankel och Romer (1999) och skattar en produktionsbaserad modell. Skattningen av effekten på antal anställda och investeringarnas eller kapitalstockens storlek bygger på arbetsmarknadsmodeller över företagens efterfrågan av arbetskraft. Slutligen bygger vi ett strukturellt ekvationssystem där vi estimerar effekten av VC på omsättningen, samtidigt som vi tar hänsyn till att VC även kan påverka omsättningen både direkt och indirekt via sysselsättningsförändringar och investeringar i fysiskt kapital. Figur 4.1 illustrerar systemets struktur.

**Figur 4.1** Direkt och indirekt effekt av riskkapital på omsättning



Efter att vi skapat vår kontrollgrupp skattar vi riskkapitalets effekt på omsättning, sysselsättning och kapitalstock med två metoder. Dels gör vi en så kallad *difference-in-differences* (DiD)-analys där vi jämför behandlade företag med kontrollgruppen. Dels gör vi även *fixed effects*-skattningar enbart på de företag som fått kapital. Den senare strategin syftar till att identifiera trender orsakade av tillskott i riskkapital snarare än att jämföra utvecklingen mellan två grupper (Tillväxtanalys, 2014, 2015).

## Resultat

För att undersöka effekten av riskkapital på omsättning utvecklar vi analysen stegvis. Först skattar vi den direkta effekten av riskkapital på omsättning, för att därefter inkludera indirekta effekter genom förändringar i sysselsättning och investeringar i fysiskt kapital. Slutligen tittar vi närmare på effekten av riskkapital på sidokanalerna arbetskraft och investeringar. För varje steg redovisar vi separata resultat för privat, statligt och blandat (både privat och statligt) VC.

### Den direkta effekten av VC på företags omsättning

I tabell 4.4 analyseras omsättningseffekten hos de företag som mottog en VC-investering någon gång under den studerade tidsperioden. Resultaten har skattats med en *fixed effects estimator* där vi begränsat oss till de företag där riskkapital investerats. Således letar vi enbart efter trendbrott vid och efter mottagningstillfället.

Bland de företag som *enbart mottar privat VC* (kolumn 1 i tabell 4.4) hittar vi inget stöd för ökad omsättning efter VC-injektionen. Istället för en ökad försäljning ser vi en tendens till en negativ försäljningseffekt under det aktuella året. En möjlig förklaring till detta är att investeringarna ökar samma år som pengarna kommer in. Om riskkapital används för att finansiera en stor investering så är det inte orimligt att detta leder till en temporär omfördelning av företagets interna resurser och ett tillfälligt fall i omsättningen (resurser används tillfälligt för att genomföra investeringen).

Om vi går vidare till de företag som *enbart mottar statligt VC* (kolumn 2 i tabell 4.4) får vi något annorlunda resultat. För det första ser vi inte något fall i omsättning det år när VC-investeringen sker medan vi ser en viss tendens till en positiv omsättningseffekt åren därefter. Mer detaljerat så hittar vi en positiv effekt i perioderna (t+1), (t+2) samt (t+4), där den största effekten är i (t+4) och skattad till 0,42, vilket innebär en ökning i omsättning med cirka 52 procent.<sup>31</sup>

Omkring 20 procent av företagen i vårt urval har fått både privat och statligt VC (så kallat *blandat VC*, se kolumn 3). Det visar sig att det inte finns någon signifikant effekt på omsättning, förutom i period (t+4).

Till sist delar vi upp analysen på tillverknings- och tjänstesektorer. För att behålla analysen på en någorlunda översiktlig nivå gör vi här ingen uppdelning mellan statligt och privat VC. Med andra ord slår vi samman alla typer av VC-investeringar.

För *tillverkningssektorn* (kolumn 5) hittar vi inga signifikanta effekter av riskkapital på omsättning, vare sig under investeringsåret eller åren därefter. För tjänstesektorn (kolumn 4) ser vi dock en nedgång i omsättning under året för VC-investeringen, vilket följs av en omsättningsuppgång som blir signifikant tre till fyra år efter investeringen. Den största effekten uppnås även här vid (t+4) då effekten skattas till cirka 0,30, vilket innebär en omsättningsökning med cirka 35 procent.<sup>32</sup> Med andra ord tycks många företag realisera den positiva effekten av riskkapital först några år efter VC-finansieringen. Denna försening kanske kan förklaras av själva genomförandeprocessen av de investeringar som följer med inflödet av riskkapital. Den observerade fördröjda effekten är även i linje med den *j-curve effect* som observerats och diskuterats av Meyer och Mathonet (2011).

Om vi istället vänder blicken till kontrollvariablerna ser vi att både *kapital (K)* och *arbetskraft (L)* har förväntat positiva och signifikanta tecken. Företagens profil vad gäller *arbetskraftens utbildning* fångas av tre variabler som var och en mäter andelen sysselsatta med en viss utbildningslängd (med enbart grundskola som referensgrupp). Den genomgående slutsatsen är att sammansättningen av de anställdas utbildning inte påverkar utfallsvariabeln.

<sup>31</sup>  $(e^{0.42} - 1) * 100 = 0,52$

<sup>32</sup>  $(e^{0.30} - 1) * 100 = 0,35$

VC är bara en av flera finansieringskällor som kan användas för investeringar. Därmed är behovet av VC kopplat till företagets finansiella styrka. Det är därför intressant att analysera mått på finansiell kapacitet såsom *skulder*, *eget kapital* och *vinst*, och hur dessa förhåller sig till företagets omsättning. Resultaten i tabell 4.4 tyder på att det inte finns något samband mellan eget kapital-kvoten och företagets omsättning. Elasticiteten av skulder med avseende på omsättning skattas till mindre än ett, vilket tyder på att den relativa storleken av skulder minskar när företag växer.

**Tabell 4.4** Beroende variabel, omsättning; fixed effects-modell; endast företag som fått VC

	1. Privat VC	2. Statligt VC	3. Blandat VC	4. Tjänstesektorn <sup>(A)</sup>	5. Tillverkningsindustrin <sup>(A)</sup>
<b>In (K)</b>	0,1904 (0,062)***	0,0972 (0,074)	0,0918 (0,076)	0,1645 (0,047)***	0,0022 (0,065)
<b>In (L)</b>	0,5998 (0,080)***	0,6618 (0,074)***	0,4797 (0,078)***	0,5540 (0,058)***	0,8176 (0,088)***
<b>Gymnasiet</b>	7,6e-05 (0,003)	-0,0052 (0,003)*	0,0080 (0,007)	5,8e-05 (0,003)	0,0037 (0,004)
<b>Högskola (kort)</b>	-0,0052 (0,003)	-0,0069 (0,003)**	0,0045 (0,008)	-0,0057 (0,003)	0,0024 (0,005)
<b>Högskola (lång)</b>	-0,0033 (0,003)	-0,0083 (0,003)***	,00323 (0,007)	-0,0037 (0,003)	0,0013 (0,005)
<b>In (Skulder)</b>	0,2794 (0,056)***	0,2015 (0,069)***	0,3595 (0,063)***	0,2707 (0,044)***	0,3447 (0,047)***
<b>Eget kapital/Oms.</b>	1,3e-05 (0,0001)	0,0004 (0,0004)	0,0009 (0,0002)***	1,6e-05 (0,0002)	0,0010 (0,0002)***
<b>Vinst/Oms.</b>	0,0012 (0,0001)***	0,0060 (0,002)***	0,0031 (0,0006)***	0,0014 (0,0003)***	0,0034 (0,0007)***
<b>Period-dummies</b>	ja	ja	ja	ja	ja
<b>Företagsdummies</b>	ja	ja	ja	ja	ja
<b>Riskkap. (t)</b>	-0,1909 (0,094)**	-0,0605 (0,085)	-0,1141 (0,131)	-0,1551 (0,063)**	-0,0616 (0,097)
<b>Riskkap. (t+1)</b>	-0,0078 (0,116)	0,1988 (0,113)*	-0,0201 (0,151)	0,0484 (0,079)	0,0899 (0,108)
<b>Riskkap. (t+2)</b>	-0,0612 (0,1349)	0,2911 (0,152)*	0,0729 (0,154)	0,1445 (0,092)	0,0417 (0,143)
<b>Riskkap. (t+3)</b>	-0,0236 (0,161)	0,2900 (0,177)	0,2003 (0,160)	0,2013 (0,114)*	0,2410 (0,167)
<b>Riskkap. (t+4)</b>	-0,0247 (0,197)	0,4204 (0,210)**	0,3476 (0,204)*	0,3030 (0,147)**	0,1431 (0,227)
<b>R<sup>2</sup>-within</b>	0,51	0,52	0,50	0,46	0,59
<b>Obs.</b>	1,945	1,124	945	3,173	841

Not: \*, \*\*, och \*\*\* indikerar signifikans på 10, 5 och 1 procentsnivåerna, respektive. Robusta standardfel klustrade på företagsnivå. <sup>(A)</sup> För tillverknings- och tjänstesektorerna täcker analysen alla företag oavsett vilken typ av riskkapital de mottagit.



Som nämnts tidigare går analysen i tabell 4.4 ut på att identifiera trendbrott i företagens utveckling det år VC-investeringen skett och åren därefter. I tabell 4.5 går vi vidare genom att lägga till en kontrollgrupp mot vilken vi jämför de behandlade företagen.<sup>33</sup> I kolumn 1–3 jämförs företag som mottagit VC med liknande företag där någon sådan investering inte skett, medan vi i kolumn 4 direkt jämför företag som enbart fått privat riskkapital (PVC) och enbart statligt riskkapital (GVC).

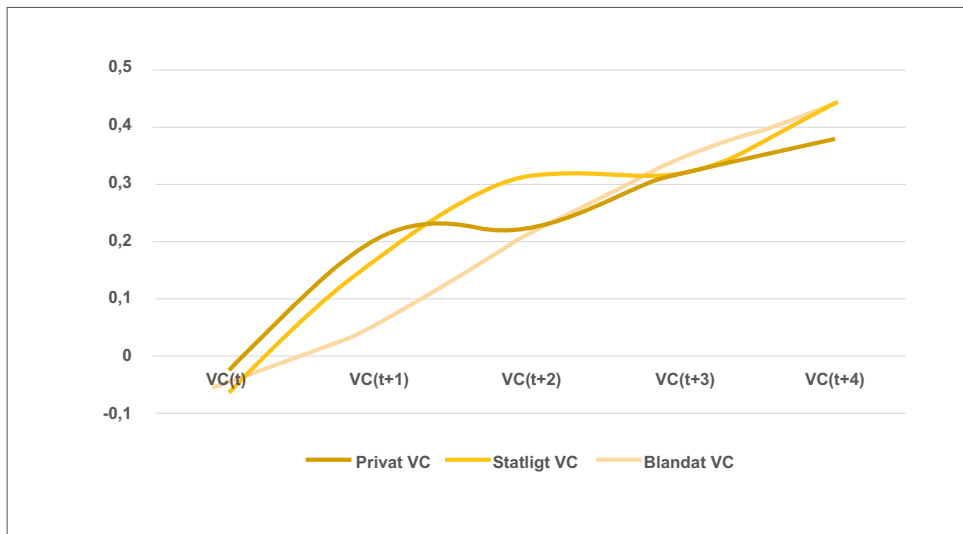
**Tabell 4.5** Beroende variabel, omsättning; fixed effects-modell; kontrollgruppsföretag inkluderade

	1. PRIVAT VC	2. STATLIGT VC	3. BLANDAT VC	4. PRIVAT VS. STATLIGT VC <sup>(A)</sup>	
	Estimering 1–3. CEM-matchade data			PVC	GVC
<b>Riskkap. (t)</b>	-0,0232 (0,062)	-0,0660 (0,072)	-0,0529 (0,117)	-0,1261 (0,072)*	0,2117 (0,081)***
<b>Riskkap. (t+1)</b>	0,2056 (0,073)***	0,1721 (0,081)**	0,0534 (0,137)	0,0921 (0,089)	-0,0386 (0,104)
<b>Riskkap. (t+2)</b>	0,2270 (0,074)***	0,3110 (0,117)***	0,2138 (0,122)*	0,0803 (0,100)	0,065 (0,146)
<b>Riskkap. (t+3)</b>	0,3179 (0,088)***	0,3176 (0,142)**	0,3455 (0,143)**	0,1537 (0,123)	-0,0086 (0,211)
<b>Riskkap. (t+4)</b>	0,3778 (0,115)***	0,4434 (0,147)***	0,4369 (0,153)***	0,1891 (0,158)	0,1163 (0,180)
<b>Alla kontrollvar.</b>	ja	ja	ja		ja
<b>R<sup>2</sup>-within</b>	0,40	0,48	0,41		0,49
<b>Obs.</b>	8 761	7 933	7 754		3 069

Not: \*, \*\*, och \*\*\* indikerar signifikans på 10, 5 och 1 procentsnivåerna, respektive. Standardfel är klustrade på företagsnivå. För kontrollvariabler, se tabell 4.4. <sup>(A)</sup> Skattningarna i kolumn 4 är baserade på företag som antingen får endast statligt eller endast privat riskkapital.

I tabell 4.5 tydliggörs de mönster som skönjs i tabell 4.4. För det första ser vi i tabell 4.5 återigen att omsättningen inte lyfter under det år då VC-investeringen sker. Går vi vidare till perioderna efter kapitalinjektionen visar kolumnerna 1–3 att omsättningen växer snabbare bland de företag som mottar VC (oavsett ursprung) jämfört med de som inte får det. Figur 4.2 illustrerar tillväxtmönstret som skattas i tabell 4.5.

<sup>33</sup> För att underlätta den relativa jämförelsen mellan olika behandlade grupper så jämförs alla behandlade företag med samma referensgrupp.

**Figur 4.2** Utveckling av omsättning i företag som mottagit respektive inte mottagit riskkapital

Not: Figur 4.2 är baserad på resultaten i tabell 4.5, kolumnerna 1–3. Källa: Tillväxtanalys (2017).

Som visas i figur 4.2 växer omsättningen snabbare hos de företag som får riskkapital jämfört med de företag som inte får riskkapital. Det finns även vissa skillnader inom gruppen företag med riskkapitalfinansiering. Initialt ökar omsättningen snabbare hos de företag som endast får privat eller statligt VC, men efter tre år växer alla företag ungefär i samma takt oavsett vem som är investerare. Givet det vi ser i figur 4.2 är det svårt att hävda att en viss typ av VC genererar mer tillväxt än någon annan. Att det inte finns några större skillnader i effekt mellan olika typer av riskkapital tydliggörs även i kolumn 4 i tabell 4.5.

### Riskkapitalets effekt på omsättning och indirekta effekter

Som nämnts tidigare kan analysen av effekten av VC bli missvisande om VC inte bara har en direkt effekt på omsättning utan även påverkar omsättningen indirekt via investeringar och sysselsättning. För att ta hänsyn till detta estimerar vi ett strukturellt ekvationsystem (*structural equation model*, SEM) vilket gör det möjligt att se direkta, indirekta och totala effekter av VC på omsättning.

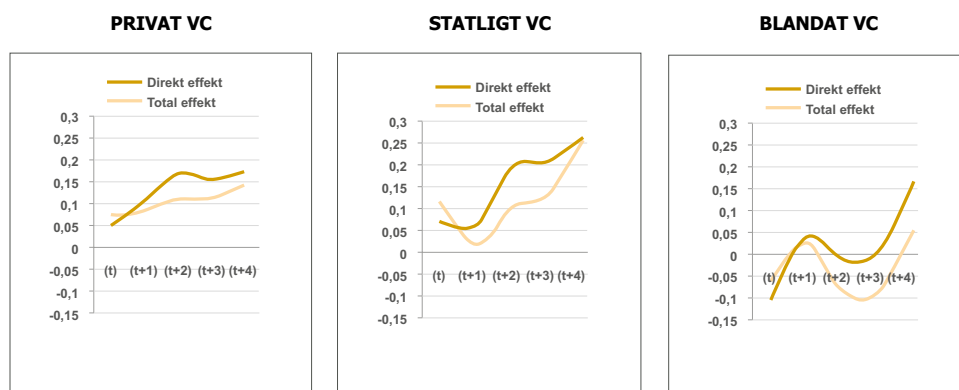
Tabell 4.6 och figur 4.3 sammanfattar de direkta och totala effekterna av riskkapital på omsättning, det vill säga den totala effekten inkluderar både den direkta och indirekta effekten. Om den direkta och den totala effekten skiljer sig åt så kan vi hänföra skillnaden till den indirekta effekten av VC som går via sysselsättning och investeringar i fysiskt kapital.

I tabell 4.6 ser vi att det inte finns någon evidens för en signifikant behandlingseffekt av blandat VC, medan det finns vissa positiva signifikanta effekter av enbart privat och enbart statligt riskkapital.

**Tabell 4.6** Direkta och totala effekter av riskkapital på omsättning, strukturell modell (SEM)

	PRIVAT VC		STATLIGT VC		BLANDAT VC	
	Direkt effekt	Total effekt	Direkt effekt	Total effekt	Direkt effekt	Total effekt
<b>Riskkap. (t)</b>	0,0566 (0,048)	0,0759 (0,044)*	0,0679 (0,046)	0,1108 (0,043)***	-0,10413 (0,066)	-0,0635 (0,061)
<b>Riskkap. (t+1)</b>	0,1088 (0,046)**	0,0864 (0,042)**	0,0615 (0,060)	0,0192 (0,060)	0,0374 (0,078)	0,0233 (0,077)
<b>Riskkap. (t+2)</b>	0,1687 (0,057)***	0,1123 (0,057)**	0,1948 (0,099)**	0,1005 (0,087)	-0,0149 (0,124)	-0,0880 (0,116)
<b>Riskkap. (t+3)</b>	0,1587 (0,062)***	0,1138 (0,057)**	0,2078 (0,105)**	0,1329 (0,092)	0,0031 (0,110)	-0,0891 (0,093)
<b>Riskkap. (t+4)</b>	0,1735 (0,089)*	0,1427 (0,080)*	0,2628 (0,165)	0,2536 (0,127)**	0,1636 (0,113)	0,0515 (0,089)
<b>Obs.</b>	6 415		6 171		2 341	

Not: För fullständig uppsättning estimat, se Tillväxtanalys (2017).

**Figur 4.3** Totala och direkta effekter av VC på omsättning hos företag som mottagit VC jämfört med matchad kontrollgrupp (SEM-skattningar)

Not: Baseras på estimaten från tabell 4.6.

Om vi jämför de direkta och totala effekterna av riskkapital (illustreras i figur 4.3), ser vi att den direkta effekten är större än den totala effekten under alla år utom året då företagen får VC. Detta resultat håller för alla typer av riskkapital. De mönster vi observerar i figur 4.3 och tabell 4.6 kan sammanfattas i tre punkter:

1. Effekten av privat VC verkar vara större än statligt VC (även om skillnaden inte är signifikant).
2. Det är svårt att finna stöd för signifikanta effekter av blandat VC på omsättning.
3. Den genomsnittliga direkta effekten är större än den totala effekten sett över alla tidsperioder.

Avsaknaden av positiva indirekta effekter leder till frågan om hur riskkapital påverkar investeringar och efterfrågan på arbetskraft. De låga totala effekterna pekar snarare på att det kan vara en negativ effekt av riskkapital, på antingen sysselsättning eller investeringar. Vi fortsätter därför analysen genom att titta närmare på förhållandet mellan riskkapital och efterfrågan på investeringar och arbetskraft.

### Effekter av riskkapital på investeringar

I tabell A1 (appendix) analyseras effekten av olika typer av riskkapital på företagens fysiska kapitalstock. I enlighet med Hall m.fl. (2001) skattar vi en modell av företagets efterfrågan på produktionsfaktorer (med omställningskostnader), där efterfrågan av arbetskraft är den vanligaste målvariabeln (Cahuc & Zylberberg, 2004; Hijzen & Swaim, 2008).<sup>34</sup>

Tabell A1 visar att i de fall riskkapitalet ger signifikanta effekter på företagets kapitalstock kommer den positiva effekten antingen under året då investeringen görs eller 1–2 år därefter. De signifikanta effekterna försvinner dock efter tre år. Detta resultat är dock förväntat då riskkapital ofta är menat att finansiera en viss investering.

Om vi tar hänsyn till osäkerheten i de skattade resultaten är det svårt att peka ut någon typ av investerare som ger en starkare effekt på företagets fysiska kapitalstock än någon annan. Om något tyder detta på att alla investerare har liknande mål med sina VC-investeringar. Svårigheten att skilja på olika investerare bekräftas i kolumn 4 i tabell A1 där vi direkt jämför statligt och privat VC (se även Tillväxtanalys, 2017, för en mer ingående diskussion om detta).

### Sysselsättning

Ökad sysselsättning är en faktor som rankas högt hos flera politiska instanser och beslutsfattare. I vår analys utgör sysselsättning även en kanal för de indirekta effekterna genom vilka riskkapital kan påverka omsättningen. Vi kommer därför här att specifikt analysera sysselsättningseffekterna av VC. Vi utgår från en modell över företagets efterfrågan på arbetskraft med justeringskostnader för sysselsättningsförändringar (Cahuc & Zylberberg, 2004; Hijzen & Swaim, 2008).<sup>35</sup>

Sysselsättningseffekterna återges i tabell A2 (appendix) och är tämligen enkla att sammanfatta; det går i princip inte att påvisa några statistiskt säkerställda sysselsättningseffekter av VC inom 3–4 år. Det enda undantaget är för blandat VC där vi har positiva effekter under behandlingsåret och negativa effekter 2 år därefter. Givet tvetydigheten i resultaten och den bristande robustheten så tyder resultaten överlag på att VC inte påverkar sysselsättningen på kort eller medellång sikt. Ser vi på de statistiskt ej säkerställda skattningarna är de flesta punkttestimaten negativa. Det vill säga, om något så pekar resultaten snarare mot minskad sysselsättning. Detta leder oss mot två slutsatser.

För det första finns det en tendens till att den totala effekten av riskkapital på omsättning är lägre än den direkta effekten, vilket tyder på att det finns en negativ indirekt effekt av riskkapital som går via investeringar och sysselsättning. För det andra har vi en tendens till positiva investeringseffekter och negativa sysselsättningseffekter. Sammantaget kan detta tolkas som att VC fungerar som en katalysator för ökad effektivitet, där investeringar i kapital görs samtidigt som man gör sig av med potentiell överskottsarbetskraft. För privata investerare är avsaknaden av positiva sysselsättningseffekter oproblematiske. Det huvudsakliga syftet för dem är att generera avkastning, något som inte nödvändigtvis kräver sysselsättningstillväxt. För statligt riskkapital är sysselsättning dock ofta ett önskat utfall, vilket kan skapa en intressekonflikt när statligt riskkapital försöker öka både konkurrenskraft och sysselsättning.

<sup>34</sup> Regressionerna i tabell A2 skattas med Han-Philips fixed effects dynamiska paneldataestimator (Han m.fl., 2014).

<sup>35</sup> De sysselsättningsregressioner som presenteras i tabell A2 är i likhet med kapital-ekvationerna skattade med Han-Philips fixed-effects dynamiska paneldataestimator (Han m.fl., 2014).

## Robusthet

För att granska robustheten i våra resultat genomför vi två stabilitetstest. Som diskuterats i tidigare avsnitt tenderar risken förknippad med en riskkapitalinvestering att vara större ju tidigare skede målföretaget befinner sig i. Enligt policymotiven bör staten fokusera på de tidigaste faserna, samtidigt som vi i data såg att fördelningen av VC investerat i seed, start-up och later stage såg ungefär lika ut mellan privata och statliga investerare. Vi har även sett att tillväxteffekterna är ungefär samma för statligt och privat VC om man ser till alla investeringar oavsett stadium. I tabell 4.7 ser vi närmare på denna problematik genom att för varje investeringssteg jämföra tillväxteffekten på omsättning av statligt och privat VC.

Resultaten i tabell 4.7 är tämligen enkla att sammanfatta: För seed- och later stage-investeringar ger statligt VC den största tillväxteffekten på omsättning, medan privata investerare lyckas något bättre i start-up. För blandat VC finner vi mestadels insignifikanta resultat. Det vill säga, i linje med vad vi sett ovan ter sig *statligt och privat VC generera ungefär lika stora tillväxteffekter*.

**Tabell 4.7** Privat och statligt VC, per investeringssteg; SEM-estimeringar; beroende variabel, omsättning

	DIREKT EFFEKT			TOTAL EFFEKT		
	Privat VC	Statligt VC	Blandat VC	Privat VC	Statligt VC	Blandat VC
<b>Seed kapital</b>	0.1953 (0.121)	1.3399 (0.216)***	0.1060 (0.111)	0.1258 (0.101)	0.8837 (0.173)***	0.0467 (0.056)
<b>Early stage</b>	0.3249 (0.057)***	0.0832 (0.055)	0.0094 (0.102)	0.2787 (0.050)***	0.0358 (0.054)	0.0722 (0.087)
<b>Later stage</b>	-0.0056 (0.044)	0.1000 (0.058)*	0.0937 (0.289) <sup>(A)</sup>	0.0030 (0.042)	0.1473 (0.055)***	n.a.
<b>Kontrollvariabler</b>	ja	ja	ja	ja	ja	ja

Not: \*, \*\*, \*\*\*, indikerar signifikans på 10, 5, 1 procents nivå. För kontrollvariabler, se tabell 4.4.

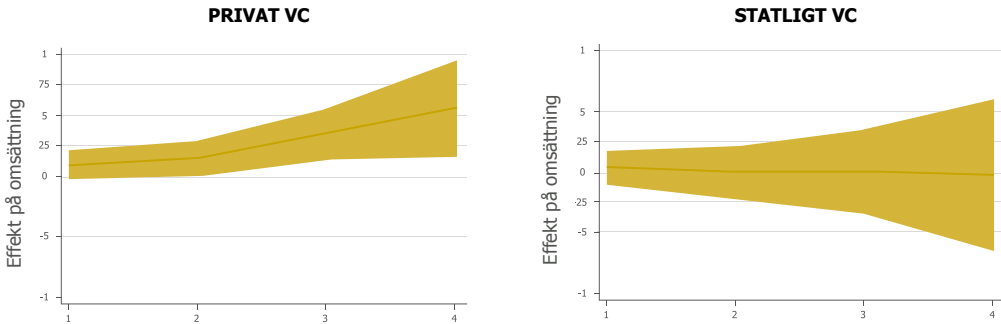
Som diskuterats tidigare är det inte ovanligt att företag får mer än en utbetalning (tranche) av VC. I våra data är det en knapp tredjedel, 31 procent, av företagen som endast mottar en utbetalning. Under perioden 2007–2013 var det genomsnittliga antalet utbetalningar 3,8 med ett maximum för ett enskilt företag på hela 47 utbetalningar. En anledning till denna uppdelning är att investeraren vill utöva viss kontroll över portföljföretaget. En tolkning av att företag tar emot flera investeringar kan därför vara att företaget utvecklas efter det tilltänkta schemat. Samtidigt kan behovet av upprepade investeringar indikera att företagen har svårigheter med att finansiera sin egen verksamhet. Det finns även risk för en inlåsnings-effekt. När ska en investerare dra sig ur ett företag som inte levererar? För varje satsad krona ökar förlusten om företaget man investerat i läggs ner. Det kan från detta perspektiv vara frestande att fortsätta investera i företag som inte tar fart. Frågan om huruvida mottagande av flera investeringar är ett tecken på tillväxt eller stagnation är därför till stor del empirisk.

Med detta som bakgrund har vi analyserat hur effekten förändras för varje ytterligare år företagen mottar VC.<sup>36</sup> Resultaten från denna analys återfinns i figur 4.4 (för detaljer, se Tillväxtanalys,

<sup>36</sup> Data över företagens utveckling är årliga varför vi i den empiriska analysen slår samman alla investeringar som sker under ett och samma år. Analysen bygger på det antal år som företagen mottagit PVC eller GVC.

2017). Resultaten visar på en skillnad i effekten av VC beroende på om det är ett statligt VC-bolag eller en privat aktör som gör upprepade investeringar i samma företag. För privata VC-bolag ser vi att effekten på omsättning ökar för varje investering, medan det inte finns något sådant mönster för statligt VC. En tolkning av detta är att staten, i större utsträckning än privata investerare, håller kvar vid och fortsätter att investera i stagnerande företag.

**Figur 4.4** Marginaleffekten av VC-investeringar på omsättning



Källa: Tillväxthanalys (2017). "Antal investeringar" syftar på hur många år företaget har tagit emot VC-investeringar.

## Slutsatser och policyrekommendationer

Den svenska staten har verkat på den svenska VC-marknaden sedan tidigt 1970-tal och idag utgör statligt venture capital 15–25 procent av totalt venture capital (riskkapital i tidiga skeden). Med en så pass stor andel blir det angeläget att närmare undersöka hur effektiva de statliga aktörerna är. I Sverige har den diskussionen sedan 2011 till stor del handlat om hur de statliga VC-bolagen ska styra sina investeringar, snarare än vad de har åstadkommit. Anledningen till detta går till stor del tillbaka till Svensson (2011), där det centrala budskapet är att i den mån staten intervenerar på VC-marknaden bör den fokusera på de tidiga faserna samt så kallade fond-i-fond-lösningar. Denna diskussion är policyorienterad, samtidigt som tillgången på svenska empiriska studier är tunn. Vi menar därför att det behövs analyser av hur de statliga VC-bolagen de facto har investerat och vilka resultat som uppnåtts. Med detta som bakgrund har vi i detta kapitel diskuterat följande frågor:

- Vilka är motiven för och emot statlig intervention på riskkapitalmarknaden?
- Skiljer sig effekten av statliga och privat VC-investeringarna med avseende på:
  - Sysselsättning
  - Investeringar
  - Omsättning
- I vilka faser investerar staten?
- Fortsätter statliga investerare att investera i företag som inte lyfter i större utsträckning än privata investerare?

De centrala resultaten från denna studie kan sammanfattas i följande punkter:

- Under åren 2007–2013 femdubblades de årliga statliga riskkapitalinvesteringarna; summan av statligt riskkapital ökade från cirka 200 miljoner kronor per år i början av perioden till drygt 1 miljard kronor år 2013. Samtidigt minskade de privata riskkapitalinvesteringarna

från knappt 7 miljarder kronor år 2008 till knappt 2 miljarder kronor år 2013. Det vill säga, samtidigt som det privata riskkapitalet har krympt i omfattning har det statliga vuxit. Efter 2013 har det dock svängt mot en växande andel privat kapital.

- Försäljningen hos portföljföretag tar fart cirka 2–3 år efter VC-finansieringen. Den ökade omsättningen kan främst förklaras av ökad effektivitet och nyinvesteringar i kapital och maskiner. Dock finns det inga tecken på att sysselsättningen ökar snabbare än i andra jämförbara bolag. Detta kan tolkas som att kapitalet tillsammans med den rådgivning som följer med en VC-investering leder till ökad kostnadseffektivitet.
- Om vi skiljer statliga VC-investeringar från privata finns inga större skillnader. Vi ser dock vissa tecken på att statliga investeringar ger en något svagare tillväxteffekt. Dessa skillnader är ofta för små för att betraktas som signifikanta.
- En närmare jämförelse mellan det privata och statliga VC-kapitalet indikerar dock att staten, i större utsträckning än privata investerare, fortsätter investera i stagnerande företag.
- Till sist finner vi, i likhet med Svensson (2011) och Riksrevisionen (2014), att de statliga VC-bolagen inte investerar mer i de tidigaste faserna än privata investerare. Detta trots att ett grundläggande teoretiskt motiv till statlig intervention på riskkapitalmarknaden är att det privata kapitalet antas investera för lite i detta segment.

Även om den övergripande slutsatsen kan sägas vara att statligt VC inte dramatiskt skiljer sig från det privata ger analysen upphov till två frågor.

*För det första* menar vi att tendensen att statliga VC-aktörer fortsätter investera i stagnerande företag i större uträkning än privata, motiverar en djupare analys av de statliga VC-bolagens exitstrategier. Vilka exitstrategier har de statliga VC-bolagen och hur är de motiverade? En spekulativ tolkning till att staten verkar fortsätta investera i företag som inte tar fart kan vara en intressekonflikt där det hos de (regionala) VC-fonderna finns en förväntan att fonderna delvis ska fungera som en regional utvecklingsaktör. Det skulle kunna innebära en förväntan om att investera och stanna kvar i företag som inte är ”tillväxtrakter”, men ändå är hyggliga företag med lokal och regional betydelse. Poängen är dock att det behövs en närmare analys av exitstrategier för de statliga VC-investerarna.

*För det andra* menar vi att de teoretiska motiven till statlig intervention på VC-marknaden pekar på att staten bör ligga något tyngre i de tidigaste faserna än de privata investerarna, då det mest sannolikt är i detta segment det finns ett finansieringsgap. I våra data ligger dock statligt och privat VC ungefär jämnt fördelat över de olika faserna. Det bör också noteras att vi här saknar information om affärsänglarnas investeringar. Det innebär att det privata riskkapitalet till och med kan förmodas ligga något tyngre i seed-finansiering än statligt. Detta medför dock inte att man med automatik kan förorda att staten bör flytta sin investeringsprofil mot tidigare skeden då det bygger på ett antagande om att finansieringsgapet är särskilt påtagligt i de tidigaste faserna. Idag vet vi väldigt lite om det verkligen finns något finansieringsgap och i så fall hur omfattande det är. Det bör också tilläggas att nystartade företag har en hög dödlighet under sina första levnadsår. Med överskottsfinansiering riskerar vi sålunda att försena strukturomvandling och utträde av icke-levnads-kraftiga företag. Med andra ord är frågan om hur VC ska fördelas över de olika faserna en komplex fråga där vi idag inte sitter med facit i hand.

Till sist, och kanske av störst vikt, ser vi inte några dramatiska skillnader mellan statligt och privat riskkapital vad gäller deras tillväxteffekter. Detta resultat kan indikera att statliga riskkapitalister antingen gör ett bra arbete eller att de kanske tar alltför små risker.

## Referenser

- Almi Företagspartner, (2015), ”Remissvar - En fondstruktur för innovation och tillväxt”. <http://www.almi.se/Aktuellt/Remissvar---En-fondstruktur-för-innovation-oci-tillvaxt/>.
- Alperovych Y, G Hübner och F Lobet, (2015), ”How Does Governmental Versus Private Venture Capital Backing Affect a Firm’s Efficiency? Evidence From Belgium”. I *Journal of Business Venturing*, Vol. 30, No. 4, s. 508–525.
- Akerlof GA, (1970), ”The Market for ‘Lemons’: Qualitative Uncertainty and Market Mechanisms”. I *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, s. 488–500.
- Armour J och D Cumming, (2006), ”The Legislative Road to Silicon Valley”. I *Oxford Economic Papers*, Vol. 54, No. 4, s. 596–635.
- Audretsch DB, AN Link och JT Scott, (2002), ”Public/private technology partnerships: evaluating SBIR-supported research”. I *Research Policy*, Vol. 31, No. 1, s. 145–158.
- Bertoni F och T Tykvová, (2015), ”Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies”. I *Research Policy*, Vol. 44, No. 4, s. 925–935.
- Blackwell M, S Iacus, G King och G Porro, (2009), ”cem: Coarsened Exact Matching in Stata”. I *Stata Journal*, Vol. 9, No. 4, s. 524–546.
- Brander JA, E Egan och TF Hellmann, (2010), ”Government sponsored versus private venture capital: Canadian evidence”, NBER Working Paper No. 14029.
- Brander J, Q Du och T Hellmann, (2015), ”The effects of government-sponsored venture capital: International Evidence”. I *Review of Finance*, Vol. 19, No. 2, s. 571–618.
- Cahuc P och A Zylberberg, (2004), *Labor economics*. Cambridge: MIT Press.
- Chemmanur T, K Krishnan och D Nandy, (2011), ”How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface”. I *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 12, s. 4037–4090.
- Colombo M, D Cumming och S Vismara, (2016), ”Governmental venture capital for innovative young firms”. I *Journal of Technology Transfer*, Vol. 41, No. 1, s. 10–24.
- Cozzarin B, D Cumming och A Dahaj, (2015), ”Government venture capital and cross border investment”. Working paper. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2641982](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2641982) (2016-11-14).
- Croce A, J Marti och S Murtinu, (2013), ”The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: ‘Screening’ or ‘value added’ effect?”. I *Journal of Business Venturing*, Vol. 28, No. 4, s. 489–510.
- Cumming DJ, L Grilli och S Murtinu, (2014), ”Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis”. I *Journal of Corporate Finance*, Tillgänglig online 24 oktober 2014. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.016>
- European Commission, (2010), ”Communication from the commission. Europe 2020: a strategy for smart, sustainable and inclusive growth”. Brussels, 3.3.2010, COM(2010) 2020.
- EVCA, (2014), ”2013 European private equity activity: statistics on fundraising, investments and divestments”. <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf> (2016-11-25).
- Florida R och D Smith, (1993), ”Keep the government out of venture capital”. I *Issues in Science and Technology*, Vol. 9, No. 4, s. 61–68.
- Frankel JA och D Romer, (1999), ”Does Trade Cause Growth?”. I *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, s. 379–399.
- Gans JS och S Stern, (2003), ”The product market and the market for ‘ideas’: commercialization strategies for technology entrepreneurs”. I *Research Policy*, Vol. 32, No. 2, s. 333–350.
- Gilson R, (2003), ”Engineering a venture capital market: Lessons from the American experience”. I *Stanford Law Review*, Vol. 55, No. 4, s. 1067–1103.
- Gompers P och J Lerner, (2003), ”Short-term America revisited? Boom and bust in the venture capital industry and the impact on innovation”. I Jaffe AB, J Lerner och S Stern (red.), *Innovation Policy and the Economy*. Vol. 3. Cambridge, MA: MIT Press. S.1–27.
- Grilli L och S Murtinu, (2014), ”Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms”. I *Research Policy*, Vol. 43, No. 9, s. 1523–1543.
- Griliches Z och J Mairesse, (1997), ”Production Functions: The Search for Identification”. Working Papers 97-30, CREST (Centre de Recherche en Economie et Statistique).
- Hall BH, B Mulkay och J Mairesse, (2001), ”Firm level investment and R&D in France and the United States: A comparison”. I Deutsche Bundesbank (red), *Investing Today for the World of Tomorrow*. Berlin Heidelberg: Springer-Verlag.



- Han C, PCB Phillips och D Su, (2014), "X-differencing and Dynamic Panel Data Estimation". I *Econometric Theory*, Vol. 30, No. 01, s. 201–251.
- Hijzen A och P Swaim, (2008), "Offshoring, Labour Market Institutions and the Elasticity of Labour Demand". I *European Economic Review*, Vol. 54, No. 8, s. 1016–1034.
- Iacus SM, G King och G Porro, (2011), "Multivariate matching methods that are monotonic imbalance bounding". I *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 106, No. 493, s. 345–361.
- Iacus SM, G King och G Porro, (2012), "Causal inference without balance checking: Coarsened exact matching". I *Political analysis*, Vol. 20, No. 1, s. 1–24.
- Kaplan S och P Strömberg, (2001), "Venture capitalists as principals: Contracting, screening and monitoring". I *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, s. 426–430.
- Leleux B och B Surlmont, (2003), "Public versus private venture capital: Seeding or crowding out? A pan-European analysis". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, No. 1, s. 81–104.
- Lerner J, (1999), "The government as venture capitalist: The long-run impact of the SBIR program". I *The Journal of Business*, Vol. 72, No. 3, s. 285–318.
- Lerner J, (2002), "When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective 'public venture capital' programmes". I *The Journal of Business*, Vol. 112, No. 477, s. F73–F84.
- Lerner J, (2009), *The boulevard of broken dreams: Why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed - and what to do about it*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Lerner J, (2010), "The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital". I *Small Business Economics*, Vol. 35, No. 3, s. 255–264.
- Lerner J och B Watson, (2008), "The public venture capital challenge: The Australian case", I *Venture Capital*, Vol. 10, No. 1, s. 1–20.
- Liu, B-Y och B J Yoon, (2000), "China's Economic Reform and Regional Productivity Differentials", I *Journal of Economic Development*, Vol. 25, No. 2, s. 23–41.
- Meyer T och Mathonet P-Y, (2011), *Beyond the J Curve: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*. Chichester: John Wiley & Sons.
- Proposition 2015/16:110, *Staten och kapitalet - struktur för finansiering av innovation och hållbar tillväxt*.
- Puri M och R Zarutskie, (2012), "On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital-and Non-Venture-Capital-Financed Firms". I *The Journal of Finance*, Vol. 67, No. 6, s. 2247–2293.
- Riksdagens revisorer, (1996), "Riksdagens revisorers förslag angående statligt engagemang i regionala investeringsbolag". 1996/97:RR2. Stockholm: Riksdagens revisorer.
- Riksrevisionen, (2014), "Statens insatser för riskkapitalförsörjning - i senaste laget". Riksrevisionen, RiR 2014:1.
- Robinson DT och BA Sensoy, (2013), "Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance". I *The Review of Financial Studies*, Vol. 26, No. 11, s. 2760–2797.
- SOU 2015:64, *En fondstruktur för innovation och tillväxt*. Betänkande av utredningen Statliga finansieringsinstanser. Näringsdepartementet.
- Svensson R, (2011), "Statligt venture capital i stort behov av omstrukturering". I *Ekonomisk Debatt*, Årg. 39, No. 6, s. 14–27.
- Tillväxtanalys, (2010), "Staten och riskkapitalet. Delrapport 1: Metodbeskrivning och kunskapsöversikt". Rapport 2010:01. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2014), "Företagsstöd till innovativa små och medelstora företag – en kontrafaktisk effektutvärdering". Rapport 2014:16. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2015), *Tillväxt genom stöd: En bok om statligt stöd till näringslivet*. Tillväxtfakta 2015. Red. Tingvall P och E Deiaco. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2016), "Riskkapitalstatistik 2015: Venture Capital – Investeringar i svenska portföljbolag". Statistik 2016:06. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2017), "Firms' Responses to Private- and Government-Sponsored Venture Capital". PM 2017:02. Östersund: Tillväxtanalys.
- Wallsten S, (2000), "The Effects of Government-Industry R&D Programs on Private R&D: The Case of the Small Business Innovation Research Program". I *The RAND Journal of Economics*, Vol. 31, No. 1, s. 82–100.

## Appendix

**Tabell A1.** Riskkapitalets påverkan på investeringar och kapitalstock. Beroende variabel,  $\ln$  (kapitalstock). Han-Philips dynamiska paneldataestimator.

	1. Privat VC	2. Statligt VC	3. Blandat VC	4. Privat vs. statligt VC <sup>(A)</sup>	
Estimering 1–3. CEM-matchade data					
$\ln(K) (t-1)$	0,6373 (0,059)***	0,6452 (0,064)***	0,6469 (0,065)***		0,6499 (0,057)***
$\ln(VA)$	0,0544 (0,32)*	0,0196 (0,034)	0,0519 (0,033)		0,0320 (0,029)
$\ln(w)$	0,0343 (0,048)	0,0192 (0,053)	0,0273 (0,053)		0,0140 (0,045)
$\ln(r)$	0,0441 (0,063)	0,0520 (0,067)	0,0694 (0,068)		0,0417 (0,059)
Gymnasieutb.	0,0041 (0,002)*	0,0022 (0,002)	0,0028 (0,002)		0,0032 (0,002)
Univ. utb. (kort)	0,0065 (0,003)***	0,0035 (0,003)	0,0040 (0,003)		0,0055 (0,002)**
Univ. utb. (lång)	0,0038 (0,002)	0,0016 (0,002)	0,0011 (0,002)		0,0037 (0,002)*
$\ln$ (Skulder)	0,3438 (0,027)***	0,3563 (0,027)***	0,3481 (0,027)***		0,3526 (0,025)***
Eget kapital / oms.	0,0034 (0,002)**	0,0026 (0,002)*	0,0027 (0,002)*		0,0037 (0,001)**
Vinst/oms.	-0,1231 (0,050)**	-0,1006 (0,051)**	-0,1020 (0,50)**		-0,1332 (0,048)***
Period-dummies	ja	ja	ja		ja
Företagsdummies	ja	ja	ja		ja
				Privat	Statligt
VC (t)	0,1737 (0,120)	0,2737 (0,138)**	0,3206 (0,165)*	0,1612 (0,120)	0,2661 (0,139)*
VC (t+1)	0,2825 (0,155)*	0,2588 (0,194)	0,4754 (0,204)**	0,2667 (0,155)*	0,2471 (0,195)
VC (t+2)	0,3295 (0,187)*	0,1527 (0,268)	0,4707 (0,260)*	0,2969 (0,188)	0,1432 (0,270)
VC (t+3)	0,3072 (0,229)	0,3217 (0,389)	0,3481 (0,350)	0,2668 (0,230)	0,3182 (0,392)
VC (t+4)	-0,1078 (0,267)	0,7455 (0,556)	0,5938 (0,522)	-0,1538 (0,269)	0,7290 (0,560)
Buse R <sup>2</sup>	0,0610	0,0602	0,0618		0,0625

Not: \*, \*\*, och \*\*\* indikerar signifikans på 10, 5 och 1 procents nivå. <sup>(A)</sup> Estimeringarna i kolumn 4 är baserat på de företag som enbart får statligt riskkapital samt de som enbart får privat riskkapital.

**Tabell A2.** Beroende variabel, log av sysselsättning. Han-Philips dynamiska panel-dataestimator.

	1. Privat VC	2. Statligt VC	3. Blandat VC	4. Privat vs. statligt VC <sup>(A)</sup>	
Estimering 1–3. CEM-matchade data					
<i>ln</i> (L) (t-1)	0,7423 (0,046)***	0,6643 (0,047)***	0,6489 (0,048)***		0,9181 (0,083)***
<i>ln</i> (FV)	0,5827 (0,011)***	0,6316 (0,011)***	0,6200 (0,011)***		0,7143 (0,026)***
<i>ln</i> (w)	-0,5135 (0,012)***	-0,5556 (0,013)***	-0,5381 (0,013)***		-0,6141 (0,031)***
<i>ln</i> (r)	-0,0480 (0,003)***	-0,0503 (0,003)***	-0,0524 (0,003)***		-0,0550 (0,008)***
Gymnasiet	-0,0003 (0,0005)	-0,0004 (0,0005)	-0,0002 (0,0005)		-0,0006 (0,002)
Högskola (kort)	-0,0009 (0,0006)	-0,0010 (0,0006)*	-0,0010 (0,0006)*		-0,0020 (0,002)
Högskola (lång)	-0,0009 (0,0005)*	-0,0010 (0,0005)*	-0,0011 (0,0005)*		-0,0025 (0,002)
Vinst/oms.	-0,0169 (0,004)***	-0,0166 (0,004)***	-0,0154 (0,004)***		-0,2972 (0,038)***
Period-dummies	ja	ja	ja		ja
Företagsdummies	ja	ja	ja		ja
				Privat	Statligt
VC (t)	-0,0092 (0,034)	0,0541 (0,037)	0,1034 (0,058)*	-0,0095 (0,042)	0,0403 (0,045)
VC (t+1)	-0,0291 (0,046)	-0,0127 (0,052)	0,0766 (0,071)	-0,0346 (0,058)	-0,0275 (0,066)
VC (t+2)	0,0035 (0,055)	-0,0940 (0,073)	-0,1504 (0,080)*	-0,0006 (0,077)	-0,1122 (0,098)
VC(t+3)	-0,0092 (0,066)	-0,0081 (0,089)	-0,1336 (0,094)	-0,0133 (0,104)	-0,0289 (0,128)
VC (t+4)	-0,0228 (0,078)	0,0175 (0,113)	-0,0902 (0,129)	-0,0083 (0,136)	-0,0048 (0,164)
Buse R <sup>2</sup>	0,43	0,47	0,45		0,50
Obs.	5 080	4 851	4 659		1 177

Not: \*, \*\*, och \*\*\* indikerar signifikans på 10, 5 och 1 procents nivå. <sup>(A)</sup> Estimeringarna i kolumn 4 är baserat på de företag som enbart får statligt riskkapital samt de som enbart får privat riskkapital.

Jörgen Lithander

# Erfarenheter från en policyinsats

– regionala saminvesteringsfonder

# Sammanfattning

Under perioden 2009–2015 har regionala saminvesteringsfonder investerat riskkapital i små och medelstora företag i samtliga Sveriges åtta NUTS 2-områden. Satsningen skulle vara marknadskompletterande och varje investering måste ske inom fondens geografiska område, tillsammans med en privat aktör och i tidiga skeden. Tillväxtanalys har utvärderat insatsen.

Vi ser att det inledningsvis fanns en osäkerhet om vad fonderna mer precist förväntades uppnå, och hur de skulle bedömas utifrån de två huvudmålen:

- tillväxt i portföljföretagen
- förbättrad regional kapitalförsörjningsstruktur.

Det geografiska upplägget innebar stora skillnader mellan fondernas investeringsområden (regioner). I kapitlet lämnas några exempel på detta när det gäller antal arbetsställen och branschstruktur. Fonderna hade också olika syn på sin egen roll, från att betrakta sig som en traditionell riskkapitalaktör till en regional utvecklingsaktör. Fondernas uppdrag, resurser och verktyg hade dock ingen kontextuell anpassning, utan var samma över hela landet.

Inom satsningen har det investerats 3,4 miljarder kronor i 320 portföljföretag, och 60 procent av medlen kom från privata aktörer. I jämförelse med privata investerare har satsningens investeringar en betydligt bredare branschprofil.

När det gäller utträde (exit) är industriell försäljning hittills vanligast. Fonderna har även fler exits som har gått tillbaka till portföljföretaget och dess ägare, än vad vi ser vid en jämförelse med privata investerare.

En modell för att undersöka effekterna i portföljföretagen har testats. När tillräckligt med investeringsdata finns tillgängligt (2018) kommer en effektutvärdering att genomföras.

De regionala kapitalförsörjningsstrukturerna bedöms generellt ha utvecklats positivt, men utifrån tillgängliga data och de metoder vi använt kan vi inte utsluta att de förändringar vi ser skulle kunna ha skett även utan själva insatsen och fondernas arbete.

En etapp två av satsningen är redan beslutad. Givet detta rekommenderar vi en precisering av mål och programlogik vilket även kan påverka implementeringsmodellen. Det är sannolikt att kompletterande policyinsatser på såväl utbuds- som efterfrågesidan skulle underlätta fondernas arbete.

## Introduktion

Övriga kapitel i denna antologi berör på ett mer övergripande sätt olika perspektiv på statens medverkan på kapitalförsörjningsmarknaden. I detta kapitel blir vi mer konkreta och fokuserar på en *specifik policyåtgärd* – regionala saminvesteringsfonder – som vi studerar närmare, huvudsakligen avseende bakgrund, implementering och aktiviteter. Vi berör också kort hur vi hanterat tidiga effektmätningar. Kapitlet baseras på erfarenheter från ett flerårigt utvärderingsuppdrag som mer ingående avrapporterats i Tillväxtanalys tidigare rapporter (2010; 2011; 2013; 2016).

År 2009 sjösattes en statlig policyåtgärd med regionala saminvesteringsfonder. Fonderna skulle investera riskkapital (ägarkapital) i onoterade små och medelstora företag. Satsningen skulle vara marknadskompletterande och inte tränga ut privata investeringar. En viktig grundbult var saminvestering, vilket innebar att varje investering måste ske tillsammans med en privat, oberoende aktör.

Tolv regionala fonder bildades vilka tillsammans inkluderade hela Sverige, från söder till norr, från storstad till glesbygd. Instrumentet riskkapital blev därmed i praktiken tillgängligt för nya grupper företag och privata medinvestorare. Upplägget innebar därmed även att en kontextuell dimension byggdes in med påtagligt varierande grundförutsättningar mellan de olika fonderna. Verktyg och spelregler var dock desamma över hela landet.

Varje fond fick bara investera inom ”sitt” geografiska område, men i övrigt fanns inga branschmässiga avgränsningar. Fondernas kapitalbas summerade till 1,4 miljarder kronor. Det fanns flera mål med åtgärden, men i huvudsak var ambitionen att skapa tillväxt i ett antal portföljföretag respektive att förbättra den regionala strukturen för kapitalförsörjning.

Investeringsperioden påbörjades i slutet av år 2009 och avslutades den 30 september 2015. Totalt investerades 3,4 miljarder kronor i 320 portföljföretag. Den privata medfinansieringen uppgick till cirka 2 miljarder kronor eller 60 procent av de totala investeringarna.

I detta kapitel vill vi mer konkret sätta strålkastarljuset på själva policyåtgärden. Vi gör det genom att diskutera kring dessa frågeställningar:

- Varför ville staten införa åtgärden? Vilka mål hade man?
- Hur utformades och genomfördes åtgärden? Vad innebar den uttalade regionala dimensionen?
- Vilka investeringar och exits har genomförts? Hur mäter vi effekter i portföljföretag och i de regionala kapitalförsörjningsstrukturerna?

Kapitlet avslutas med en diskussion om erfarenheter och policyrekommendationer.

# Policyinsatsen

## Varför ville staten öka utbudet av regionalt riskkapital?

Två huvudsakliga förklaringar till statens beslut att införa regionala saminvesteringsfonder har identifierats. Den första handlar om ”finansIELlt gap”, ett antagande om en partiell utbudsbrist på kapitalförsörjningsmarknaden. Den andra är mer pragmatisk och handlar om en förändrad inriktning i de finansieringsresurser som fanns att tillgå via EU.

### Finansiella gap

Till förklaringen om ”finansiella gap” eller ”kapitalförsörjningsgap” hör diskussionen om (delvisa) marknadsmisslyckanden. Start och expansion av företag är en viktig del av den ekonomiska tillväxten (se t.ex. Acs & Audretsch, 1988). Det finns emellertid vissa karaktärsdrag för små och nya företag som kan antas försvåra för marknadens aktörer att finansiera dem på ett fullgott sätt, bland annat informationsasymmetri, osäkerhet och bristande tillgång på realsäkerheter (Jensen & Meckling, 1976; Amit m.fl., 1998). För en mer utvecklad diskussion om detta, se kapitel 1, Landström.

I argumentationen för förekomsten av finansiella gap menas att investeringsmogna (*investment ready*) företag med tillväxtpotential ibland kan misslyckas att finansiera sin verksamhet på grund av ovanstående karaktärsdrag. Ett sådant utfall betraktas som ogynnsamt för ”samhällsnyttan”. Det bör dock tilläggas att begreppet är långt ifrån invändningsfritt. Till exempel kan man hävda att finansierarna gör en korrekt bedömning om de ska investera eller inte och att företag som inte hittar finansiering helt enkelt inte uppfyller finansierarnas krav (Nightingale m.fl., 2009). En annan synpunkt är att det snarare är företagen som har för lite kunskap om vilka finansieringsmöjligheter som faktiskt finns och hur de ska förhålla sig till dem (Bolton, 1971).

### Nya signaler från EU-kommissionen...

Europeiska regionala utvecklingsfondens (ERUF:s) uppgift är att stärka den ekonomiska och sociala sammanhållningen i EU genom att utjämna regionala skillnader. Bland annat finansieras direkta investeringsstöd till företag, finansieringsinstrument samt infrastrukturinvesteringar i vid bemärkelse.

I slutet av 1990-talet förändrades finansieringsinsatserna mot företag inom ERUF. I de flesta EU-länder minskade andelen traditionella bidrag medan olika varianter av återbetalningsbara finansieringsformer ökade. Denna förändring var dock svag i Sverige som i huvudsak fortsatte med direkta projektbidrag. Inför programperioden 2000–2006 uppmanade EU-kommissionen medlemsstaterna att styra över medel i strukturfondsprogrammen från direkta bidrag till olika finansieringsformer som garantier, lån och riskkapital. Argumenten var bland annat mindre konkurrensnedvridning och – genom ”revolverande fonder” – att skapa ett återflöde av kapital och garantiutrymmen.

...leder fram till en pilotsatsning och de regionala riskkapitalfonderna

År 2005 startades en svensk pilotsatsning med tre regionala riskkapitalfonder.<sup>37</sup> Satsningen var tydligt influerad av det skotska policyinstrumentet Scottish Co-investment Fund (SCF). Ytterligare insatser bedömdes emellertid som önskvärda. På uppdrag av Nutek och Almi utförde ett konsultföretag i början av år 2008 åtta regionala förstudier för att undersöka det befintliga utbudet inom kapitalförsörjning och om det kunde finnas behov av kompletterande,

<sup>37</sup> Regioninvest Gotland AB, AB Vestra Partnerinvest samt Saminvest Mitt AB. För en utvärdering, se Ramböll (2011).

statliga åtgärder (Sweco EuroFutures, 2008). Den generella bilden som rapporten tecknar är att det finns ett gap mellan såddfasen och nästa steg där det kommersiella kapitalet på allvar träder in. Vissa regionala skillnader framträdde också, till exempel svårigheter för företag i inlandet samt i mindre orter att få lånefinansiering på grund av det låga andrahandsvärdet på fastigheter och anläggningar i dessa områden. För denna grupp av företag menade konsulterna därför att det fanns ett behov av andra instrument, till exempel lånegarantier eller kompletterande lån med begränsade säkerheter.

En eller flera nationella JEREMIE-holdingfonder övervägdes, men fick avföras på grund av legala svårigheter. Istället beslöts om en regionalt baserad modell med riskkapitalfonder i Sveriges samtliga åtta strukturfondsregioner (NUTS 2-områden). Det är således den modellen som implementerats och beskrivs i detta kapitel. Satsningen inleddes hösten 2009 och nyinvesteringarna fick ske fram till sista september 2015.<sup>38</sup> Det bör dock påpekas att fonderna (den offentliga aktören) i den svenska insatsen har fått en mer proaktiv roll än i den skotska förlagan, där investeringsbeslut i princip fattas av förhandscertifierade privata investerare medan SCF har en betydligt mer passiv roll.

### Vad ville staten uppnå?

Målet med policyinsatsen var inledningsvis inte helt tydligt. I generella termer nämndes fler och växande företag samt en förbättrad kapitalförsörjning för små och medelstora företag i tidiga skeden. Ett flertal delmål (utan explicit rangordning) identifierades dock i olika dokument och diskussioner (Tillväxtanalys, 2010). Bland dem kan nämnas tillväxt i portföljföretagen (de företag som mottar riskkapital), förbättrad regional kapitalförsörjningsstruktur, kompetensutveckling av olika finansieringsaktörer, förbättrade samarbeten mellan dem, horisontella krav (miljö, jämställdhet och mångfald) samt att fondernas kapital skulle revolvera.<sup>39</sup>

Under insatsens första år arbetade huvudaktörerna med att försöka konkretisera ovanstående och lyckades också i samsyn formulera en insatslogik (Tillväxtanalys, 2016).<sup>40</sup> Även om detta var en avsevärd förbättring kvarstod ett flertal oklarheter om till exempel prioriteringar, definitioner, fondernas roller och avkastningsnivå. Förenklat kan insatslogiken sägas innehålla två huvudspår avseende förväntade resultat och effekter. Det ena, mera kortsiktiga, om tillväxt i portföljföretagen och det andra, mera långsiktiga, om en förbättrad regional kapitalförsörjningsstruktur. Inte minst det senare skulle efter hand visa sig ge upphov till en hel del tolkningsmöjligheter.

### Design och genomförande

#### Målgrupp och geografi

Målgruppen var mikroföretag samt små och medelstora företag, och investeringarna skulle huvudsakligen ske i tidiga skeden. Den enskilda fonden har varit begränsad till investeringar

<sup>38</sup> En andra omgång ("Fond II") med ungefär samma villkor har dock inletts under slutet av 2015.

<sup>39</sup> Dvs. att kapitalbasen på lång sikt inte skulle minska. Vilket i praktiken innebär att avkastningsnivån blev ett betydelsefullt kriterium. De förluster som erfarenhetsmässigt alltid sker i sådana sammanhang måste därmed uppvägas av andra investeringar med tillräckligt hög avkastning. Någon explicit avkastningsnivå nämndes dock inte.

<sup>40</sup> Av utrymmesskäl visas inte den grafiska figuren här. En mer utvecklad version presenteras dock senare i kapitlet (figur 5.1).



i de företag som har verksamhet inom det geografiska ”fodområdet” (i regel NUTS 2-området). Genom beslutet att bilda tolv regionala fonder inkluderades hela Sverige i satsningen, från huvudstad till Norrlands inland.<sup>41</sup> Ur ett rent affärsmässigt perspektiv är en sådan geografisk inlåsning av ett riskkapitalinstrument närmast ologisk. I satsningen fanns dock som tidigare berörts även andra mål än avkastning på investerat kapital.

Implementeringsmodellen innebär således att ett uniformt verktyg använts i fondområden med betydande kontextuella skillnader, till exempel när det gäller antal företag, näringslivsstruktur, utbud av privata finansörer, forskningsinstitutioner, rådgivare och andra relevanta aktörer.

### Kapital och investeringsmetod

Fondernas kapitalbas summerade till 1,4 miljarder kronor med en avsevärd variation mellan fonderna, från 36 till 200 miljoner kronor.<sup>42</sup> Det offentliga kapitalet hade två källor: hälften från ERUF och hälften från regionala finansörer (regionförbund, länsstyrelser, regionala Almi Företagspartner etc.). Investeringsintervallet bedömdes i normalfallet kunna ligga mellan en och tio miljoner kronor. Ingen specifik avkastningsnivå formulerades, men insatsen skulle långsiktigt vara ”revolverande”, vilket innebär att kapitalbasen på lång sikt inte skulle minska.

Två viktiga principer som lyftes fram var ”marknadskompletterande” och ”saminvestering”. Med det förra avsågs att insatsen inte skulle tränga ut befintliga privata investeringar. Med det senare avsågs att investeringar måste ske tillsammans med en privat, oberoende aktör och på samma villkor (*pari passu*) som dennes. Den privata aktören skulle *minst* gå in med samma belopp som den regionala, offentliga riskkapitalfonden.

Fonderna har genomfört sina uppdrag på lite olika sätt. Förenklat kan man säga att det vanligaste var att företag (framförallt i tidig fas) med investeringsbehov själva sökte upp en riskkapitalfond. Det näst vanligaste var att fonderna själva var ute och sökte investeringsobjekt (framförallt företag i expansionsfas). Minst vanligt, men ändå förekommande, var att privata investerare kom till fonderna med ett potentiellt portföljföretag i sällskap.

Fonderna har också uppfattat sin roll lite olika. Några har varit tydliga med att de ser sig som en strikt riskkapitalaktör medan andra mera uppfattat sig som en regional utvecklingsaktör.

<sup>41</sup> Övre Norrland: Partnerinvest i Norr; Mellersta Norrland: Saminvest Mitt + Mittkapital; Norra Mellansverige: Almi Invest (AI) Norra Mellansverige + AI Västsverige Värmland; Östra Mellansverige: AI Östra Mellansverige; Stockholm: AI Stockholm; Västsverige: AI Västsverige (V:a Götaland/Halland); Skåne/Blekinge: Sydsvensk Entreprenörskapsfond (SEF) I + SEF II + SEF III; Småland och Öarna: AI Småland och Öarna. Förändringar har skett under insatstiden. SEF II och SEF III slogs samman år 2012. År 2013 gick Almi och Innovationsbron samman i en gemensam organisation varvid Almi ”övertog” Innovationsbrons verksamhet. Mittkapital såldes samma år av Sjätte AP-fonden till det statligt helägda Inlandsinnovation.

<sup>42</sup> Detta är den totala offentliga finansieringen. Efter ”avdrag” för förvaltningskostnader återstår enligt Tillväxtverkets finansieringsplan ca 1,2 miljarder kronor till investeringar.

# Tillväxtanalys utvärderingsuppdrag och avrapporteringar

Tillväxtanalys har alltsedan år 2009 haft ett regeringsuppdrag att utvärdera insatsen. Av uppdragsbeskrivningen framgick att utvärderingen skulle fungera som ett underlag för lärande inför eventuella framtida insatser av liknande karaktär. Uppmärksamheten mot den svenska policyinsatsen skulle även kompletteras med erfarenheter från internationell forskning och empiri med svensk policyrelevans.

Tillväxtanalys har publicerat tre delrapporter (2010, 2011, 2013) och en slutrapport (2016) inom uppdraget. Delrapporterna har, förutom löpande nedslag i den pågående insatsen, inkluderat metodbeskrivning, sammanställning av internationell empirisk forskning inom policyområdet samt fördjupade komparativa fallstudier om saminvesteringsfonder och affärsänglar. Slutrapporten innehåller en sammanfattning av myndighetens erfarenheter av insatsen som helhet, deskriptiv statistik samt en modell för effektutvärdering. Inför utarbetandet av slutrapporten har även två underlagsrapporter tagits fram (Damvad, 2015; Oxford Research, 2015). Detta kapitel hämtar huvudsakligen sina erfarenheter från slutrapporten (Tillväxtanalys, 2016). Kapitlet blir med nödvändighet översiktligt; för en mer utförlig genomgång hänvisas därför till slutrapporten.

Så långt om insatsens ramverk. Upplägget med regionala fonder innebär även att det inte går att bortse från kontextuella skillnader i fondernas spelplan. Låt oss titta lite närmare på det.

## En geografisk dimension

### Regionala fonder – regionala förutsättningar

Kravet på varje fond att endast investera inom sin egen region innebär naturligtvis att det regionala näringslivets sammansättning blir betydelsefull.<sup>43</sup> Det är ur denna ”företagspool” i fondområdet som investeringsobjekten ska hämtas. I slutrapporten (Tillväxtanalys, 2016) undersöks därför detta (mer detaljerat än vad som redovisas här). Redan i *antalet* arbetsställen som formellt uppfyller insatsens (lägsta) krav för riskkapitalinvesteringen framkommer tydliga skillnader mellan regionerna.<sup>44</sup> Bland ytterligheterna återfinns Stockholm med cirka 73 000 arbetsställen och Västsverige med drygt 51 000. I den andra änden hittar vi Värmland med 6 900 arbetsställen och Mellersta Norrland med 10 000.

Förutom antalet potentiella investeringsobjekt är naturligtvis även *branschstrukturen* av största intresse. Ur ett riskkapitalperspektiv är vissa branscher normalt mer intressanta än andra, till exempel genom olika förväntningar om nytänkande, skalbarhet, tillväxtpotential och internationella förutsättningar (Fraser-Sampson, 2007). Även här framträder regionala skillnader. Mest tydligt är det kanske för branschen IT/telekommunikation (IKT) där Stockholm dominerar med mer än fyra av tio arbetsställen i riket (42 procent). De tre nästföljande regionerna (Västsverige, Sydsverige och Östra Mellansverige) har en betydligt lägre branschandel, mellan 12 och 17 procent, och resterande fondområden har andelar av rikets IKT mellan 2 och 5 procent.

<sup>43</sup> När begreppet regioner används i detta kapitel avses det geografiska område där respektive fond verkar. I normalfallet motsvarar det ett NUTS 2-område.

<sup>44</sup> Beräkningar har gjorts på antalet privata, icke-finansiella aktieföretag med arbetsställe i respektive region (”fondområde”). Enbart företag med färre än 250 anställda (SME) har inkluderats. Syftet med jämförelsen är att illustrativt visa skillnader i bruttostorleken på den regionala ”företagspool” som finns att tillgå. Någon bedömning om resp. företags tillväxtpotential, investeringsbehov och utvecklingsfas har inte genomförts. Källa: RAMS och FEK (SCB). Tillväxtanalys bearbetning.

Sammantaget ges en bild av den olikhet i näringslivsförutsättningar som respektive fond har att hantera i sina uppdrag. Till detta ska även adderas regionala skillnader i kapitalförsörjningsmarknadens mognad och funktion. Fondernas uppdrag, resurser och verktyg hade dock ingen kontextuell anpassning.

### Regional struktur för riskvillig finansiering

Fondernas förutsättningar att lösa sin uppgift påverkas av fler faktorer än antal och branschtillhörighet för de tänkbara investeringsobjekten (företagen) inom regionen. Marknaden för riskkapital utgörs av ett flertal aktörskategorier, deras kunskap och erfarenheter, samarbeten och organisering etcetera. Det finns goda anledningar att anta att en sådan marknadsmognad inte är lika mellan satsningens olika fondområden, knappast heller inom de vidsträckta ytor som ett NUTS 2-område utgör. En fond som verkar på en mogen marknad med erfarna aktörer har givetvis andra förutsättningar än den som måste börja med att förklara hur instrumentet riskkapital fungerar. Även om detta är intuitivt logiskt så är mognadsgraden på den regionala strukturen i detta avseende svårsmätbar.

Eftersom ett av målen med insatsen explicit var att förbättra den regionala kapitalförsörjningsstrukturen behövde vi ändå försöka närma oss frågan, oaktat mätproblem. Vi återkommer senare i kapitlet till diskussionen om eventuella strukturförändringar och orsakssamband och begränsar oss här till en kortfattad bedömning av operationalisering och det regionala *utgångsläget*.<sup>45</sup>

I slutrapporten lanserar vi begreppet ”regional struktur för riskvillig finansiering”. Med det menas finansiering med hög riskvilja, vilket inkluderar ägarkapital, men även andra finansieringsformer där finansören kan sägas ta en viss förhöjd risk. En vidare tolkning än enbart riskkapital således. Strukturbegreppet definieras med hjälp av fyra grundkomponenter: utbud, efterfrågan, regional samverkan och exitmöjligheter.

Komponenterna tolkas så att *utbud* handlar om antal riskvilliga finansörer, samarbeten mellan dem, arbetssätt, kompetensnivå och likviditet. Även eventuella stimulansinsatser för att öka utbudet inkluderas. *Efterfrågan* – antalet investeringsmogna företag, deras tillväxtpotential, kunskap om och attityder till riskkapital. Eventuella stimulansinsatser på efterfrågesidan är också en del av denna komponent. *Regional samverkan* – antalet andra tillväxtfrämjande aktörer och insatser i regionen, kännedom och förståelse för varandras arbetssätt och roller. Slutligen *exitmöjligheter* – dels portföljföretagens attraktivitet för investerare i nästa finansieringsomgång, dels antalet sådana investerare, nätverk och aktiviteter.

I nästa skede (se tabell 5.1) används en anpassad variant av den evolutionära marknadsutvecklingsmodellen (Avnimelech & Schwartz, 2009) som ett verktyg för att bedöma mognadsfas (och senare även förändringar) i de regionala strukturerna för riskvillig finansiering. Tre faser används (i stegrande mognadsgrad): ”latent”, ”framväxt” och ”mognad”. Att positionera fondområden i denna fasindelning kräver flera metoder och information från flera källor. Slutligen får en kvalitativ bedömning göras utifrån en sammanvägd bild.<sup>46</sup> En sådan bedömning placerar regionernas utgångslägen i två av de ovan nämnda faserna. I den *latenta fasen* hamnar Småland och öarna samt Mellersta Norrland. I *framväxtfasen* Övre Norrland (”tidig” i fasen); Norra Mellansverige (tidig); Östra Mellansverige; Sydsverige; Västsverige samt Stockholm (sen).

<sup>45</sup> I slutrapporten redovisas såväl metod som resultat mer i detalj.

<sup>46</sup> I detta kapitel saknas utrymme för en djupare metodbeskrivning. Kort kan ändå källorna nämnas: fokusgruppsintervjuer i samtliga NUTS 2-regioner med ett urval relevanta aktörer, data från publika källor (SCB, Tillväxtverket, regionernas struktur-fondsprogram) samt enkäter och intervjuer från följeforskningen (Ramböll).

**Tabell 5.1** Fasindelning regional struktur för riskvillig finansiering

Grundförut-sättningar	Faser i strukturut-vecklingen	Utbud av riskvillig finansiering	Efterfrågan på riskvillig finansiering	Regional samverkan	Exitvägar/ investerare i nästa led
	Latent	Få aktörer. Låg likviditet. Splittrade aktörer. Låg kompetens.	Få "inv. klara" företag. Dålig kunskap om VC. Dåliga attityder till VC.	Överlappande insatser. Låg kännedom om varandras arbete. Lite samverkan.	Låg exitaktivitet. Oklara exitvägar.
<b>T.ex. närings-livsstruktur (lämplig för riskkapital)</b>	Framväxt	Fler aktörer. Ökad likviditet. Ökad syndikering. Ökad kompetens. Tydligare arbets-sätt växer fram.	Fler "inv. klara" företag. Bättre kunskap om VC. Bättre attityder till VC.	Ökad dialog. Ökad kännedom om varandras arbete. Växande förståelse för varandras roller och arbetssätt. Aktörer hittar sam-verkanssätt.	Växande exitaktivitet. Tydligare exitvägar växer fram. Nätverk mot exitaktörer eta-bleteras.
<b>Regional kapitalbas</b>					
<b>Ändamåls-enliga regelverk</b>	Mognad	Kritisk massa av aktörer. Hög likviditet. Etablerade syndikat. God kompetens. Etablerade arbetssätt. VC och tillväxt-ftg. utvecklas tillsammans i en dynamisk an-passningsprocess.	God "inv. bered-skap" bland företagen. God kunskap om VC. Bra attityder till VC.	Aktörer samarbetar och anpassar sig efter varandra.	God exitaktivitet. Fungerande regional exit-marknad alt. etablerade kontaktvägar utåt.

Även om indelningen bygger på kvalitativa bedömningar och inte ger exakta numeriska värden tecknar den tillsammans med diskussionen om näringslivssammansättning ovan en bild av fondernas olika förutsättningar att lösa sina investeringsuppdrag.

En annan betydelsefull aspekt är även hur *fonderna själva uppfattat* sitt uppdrag. Målformuleringar och andra regionala tillväxtaktörers<sup>47</sup> förväntningar öppnar upp för olika tolkningar och prioriteringar av det andra spåret – att förbättra strukturen för riskvillig finansiering. I den kvalitativa underlagsrapporten framgår också betydande skillnader i olika fonders syn på sig själva, från att vara regionala utvecklingsaktörer till att se sig som traditionella riskkapitalaktörer. Även omfattningen av de direkt strukturbyggande insatser som fonderna genomfört skiljer sig åt (som vi senare kommer att se i tabell 5.6).

Därmed har vi kort beskrivit bakgrund och upplägg för insatsen, Tillväxtanalys utvärderingsuppdrag och den regionala kontexten. I nästa avsnitt ser vi vad som faktiskt har skett.

<sup>47</sup> I vissa fall är sådana regionala aktörer även medfinansierare av insatsen, ett faktum som kan antas påverka deras förväntningar på fondernas aktiviteter och regionala roll.

## Investeringar<sup>48</sup>

Totalt har det inom satsningen investerats 3,4 miljarder kronor i 320 portfölj företag. Som tidigare berörts innebär regelverket att både offentliga och privata medel är inräknade i denna summa. Den privata medfinansieringens del var cirka 2 miljarder kronor eller 60 procent, vilket betyder att varje satsad offentlig krona har ”växlats upp” med cirka 1,5 privata kronor.

### I vad har det investerats?

I satsningens föreskrifter fanns inga särskilda branschrestriktioner. En översiktlig indelning av portfölj företagen, baserad på EVCA:s<sup>49</sup> branschstruktur, visas i tabell 5.2.

**Tabell 5.2** Portfölj företagens branschstruktur (enligt EVCA), fördelat på antal investeringsbeslut och investeringsvolym. År 2009–juni 2015.

Bransch	Antal inv. beslut	Andel (%)	Inv. volym (mnkr)	Andel (%)
<b>IT/Telekommunikation (IKT)</b>	103	32	329,6	24,4
<b>Life Science (LS)</b>	47	15	226,2	16,7
<b>Industri/Transport (IND)</b>	64	20	272,1	20,1
<b>Handel (HAND)</b>	52	16	215,0	15,9
<b>Energi/Miljöteknik (CL)</b>	28	9	162,8	12,0
<b>Övrigt (ÖVR)</b>	27	8	146,0	10,8
<b>Totalt</b>	320 <sup>a</sup>	100	1 351,7	100

Anmärkning: a = Två fonder, Mittkapital i Jämtland och Västernorrland samt Partnerskapsfond Mittsverige, har investerat i samma portfölj företag (i industrisektorn) varför detta företag förekommer två gånger i denna tabell. I totalsiffran 320 har detta företag endast räknas med en gång. P.g.a. avrundning summerar inte alltid andelar till exakt 100 %.

Källa: Ramböll/Fondprojekten (“webportal för investeringsdata”).

Tabellen visar att *investeringsbesluten* faller ut i tre branschgrupper. Den största enskilda branschen är IKT som ensam samlar ungefär en tredjedel av samtliga investeringsbeslut. Den andra gruppen består av tre branscher (Industri/Transport, Handel samt Life Science) vars enskilda andelar ligger mellan 15 och 20 procent. Sammantaget kan ungefär hälften av alla investeringsbeslut härröras till denna grupp. Den tredje gruppen består av Energi/Miljöteknik tillsammans med Övrigt, med åtta respektive nio procent. Ungefär vart sjätte investeringsbeslut hamnar i den gruppen.

Om vi istället studerar *volymen kapital* uppstår vissa skillnader, vilket betyder att investeringarnas storlek skiljer sig åt mellan branscherna. IKT är fortfarande störst, men andelen har nu sjunkit med åtta procentenheter till lite drygt 24 procent av fondernas investeringar. Förhållandevis lägre belopp per investeringar således. Grupp två med Industri/Transport, Handel och Life Science ligger i princip still med sina knappa 53 procent. Branscherna i den tredje gruppen (Energi/Miljöteknik och Övrigt) har ökat något och står nu för nästan var fjärde fondkrona, vilket indikerar något högre investeringsbelopp för dessa investeringar.

<sup>48</sup> Siffrorna avser perioden från satsningens början till juni 2015. Nyinvesteringar kunde dock göras i ytterligare tre månader varför de slutgiltiga siffrorna avviker något från de som presenteras här.

<sup>49</sup> Den europeiska riskkapitalföreningen, “European Private Equity & Venture Capital Association”. Organisationen namnändrades i oktober 2015 till “Invest Europe”.

### Betydligt bredare branschprofil

Hur ska ovanstående investeringsprofil bedömas? Investerar fonderna ungefär som marknaden eller finns det skillnader? Tillväxtanalys har – utifrån underlagsdata från Svenska riskkapitalförbundet (SVCA) – skapat en jämförelsegrupp som består av privata investerare.<sup>50</sup> Jämförelsen visar att satsningens investeringar har en betydligt bredare branschprofil än jämförelsegruppens. Några exempel: Jämförelsegruppen riktar 80 procent av investeringarna mot IKT och Life Science medan motsvarande andel för de regionala fonderna bara är hälften så stor. Medan regionalfonderna satsar var femte krona på Industri/Transport stannar jämförelsegruppens andel på endast var tjugonde krona. Branschgruppen Handel nås bara av 2 procent av jämförelsegruppens investeringsvolym medan de regionala fonderna satsat närmare 16 procent.

Detta kan tolkas på flera sätt. Den regionala näringslivsstrukturen får genomslag. Eftersom de regionala fonderna *måste* investera i sin egen region har de en mer begränsad bas för sin *deal flow* än jämförelsegruppen som har hela Sverige som potentiell pool. Fondernas egen uppfattning om sin roll är en annan aspekt. Rimligen är privata aktörer fokuserade på avkastning medan vissa av de regionala fonderna visade sig ha mer eller mindre formulerade ambitioner om regional utveckling på sin agenda. Investeringar i företag som normalt inte är intressanta för riskkapital kan vara det ur ett regionalt utvecklingsperspektiv. Det kan röra sig om företag som i och för sig saknar stor tillväxtpotential, men som är ekonomiskt sunda och har tämligen stor betydelse på en lokal eller regional marknad. En annan förklaring går att hämta i satsningens krav på att vara marknadskompletterande, en ansats som i sig motiverar till andra typer av investeringar än för de privata aktörerna. Oavsett bakomliggande orsaker kan vi slå fast en betydande skillnad i investeringsprofil.

### Små företag dominerar, men få i de tidigaste faserna

Nio av tio fondkronor har investerats i småföretag med upp till 49 anställda. Bland dem dominerar mikroföretagen (upp till nio anställda) stort med drygt 70 procent. Investeringarna skulle även huvudsakligen ske i företag som befann sig i tidiga skeden. Begreppet diskuterades och förtydligades av förvaltningsmyndigheten<sup>51</sup> år 2010 och gavs slutligen en relativt vid tolkning: ”portföljföretaget måste befinna sig i såddstadiet, uppstarts eller expansionsfas” (Tillväxtverket, 2010, s. 16). Investeringarna har skett helt i enlighet med dessa riktlinjer, men enbart två procent av fondkronorna har investerats i den allra tidigaste såddfasen. Det får sägas vara en överraskande liten andel.

### De privata medinvesteringarna

Eftersom varje investering *måste* ske tillsammans med privata medinvesteringar är de tveklöst betydelsefulla aktörer. Utan dem går det överhuvudtaget inte att investera, oavsett kvaliteten på intressanta investeringsobjekt och volymen på tillgängliga offentliga medel. Det kan därför vara intressant att titta närmare på vilka de är. I tabell 5.3 nedan har de privata medinvesteringarna indelats i tre huvudkategorier: privatpersoner (affärsänglar)<sup>52</sup>, privata bolag<sup>53</sup> samt organiserat kapital<sup>54</sup>.

<sup>50</sup> Kort kan sägas att denna jämförelsegrupp *exkluderar* svenska näringspolitiska fonder som Industrifonden, Almi Invest, Fouriertransform, Innovationsbron och Inlandsinnovation. *Inkluderade* är privata svenska och utländska fonder, offentliga utländska fonder samt statliga svenska pensionsfonder. Särskild körning av SVCA, 2016-02-25.

<sup>51</sup> Dvs. Tillväxtverket.

<sup>52</sup> Enligt en bred definition: *Privatpersoner/Informellt VC*: Privatpersoner, i allmänhet aktiva eller före detta entreprenörer, som investerar delar av sin egen förmögenhet i utveckling av nya företag. Kan vara mer eller mindre aktiva. Här inkluderas även grupper/syndikat av informella investerare (affärsängelgrupper).

<sup>53</sup> *Privata bolag/Corporate VC*: Investeringar av bolag som inte har investeringar som primär uppgift. Exempel: Etablerade företag som satsar i unga entreprenöriella företag. Inkluderar även ”Puttes Mekaniska AB” som investerar i en lokal turismsatsning för att ägaren tror på idén och ”känner” för området.

<sup>54</sup> *Organiserat kapital/Institutionellt VC*: Bolag vars primära uppgift är att investera kapital.

**Tabell 5.3** Privata medfinansierare, fördelade efter antalet investeringsbeslut och investeringsvolym

Kategoriindelning	Antal inv. beslut	Andel (%)	Inv. volym (mnkr)	Andel (%)
<b>Privatpersoner</b>	783	35,3	331	16,5
<b>Privata bolag</b>	779	35,1	659	32,8
<b>Organiserat kapital</b>	473	21,3	747	37,2
<b>Okänt</b>	182	8,2	271	13,5
<b>Totalt</b>	2 217	100	2 008	100

Anmärkning: För en förklaring av kategoriindelningen, se fotnoterna 52, 53 och 54 på föregående sida. P.g.a. avrundning summerar inte alltid andelar till exakt 100 %.

Källa: Ramböll/Fondprojekten ("webportal för investeringsdata").

När det gäller *antalet* investeringsbeslut ser vi att cirka 70 procent kan kopplas till andra aktörer än sådana bolag vars primära uppgift är att investera kapital (dvs. organiserat kapital). Det är en andel värd att notera.<sup>55</sup> Både privatpersoner och privata bolag når en andel på cirka 35 procent var. Genom att komplettera bilden med *andel av investeringsvolymen* får vi en uppfattning om eventuella skillnader i investeringarnas storlek mellan de tre investerarkategorierna. Det organiserade kapitalet ökar nu sin andel till cirka 37 procent av den privata medfinansieringen, medan privatpersonernas sjunker med nästan 20 procentenheter till 16,5 procent. De privata bolagen förändrar inte sin andel nämnvärt. Slutsatsen blir snarast att det organiserade kapitalet och privatpersonerna förefaller ha kompletterande roller. Den förra kategorin gör färre, men större, investeringar medan den senare investerar mer frekvent, men med mindre belopp.

Vi har även undersökt medinvesteringarnas hemvist. Ungefär 80 procent är inhemska, varav lite drygt hälften kommer från samma region som fonden. Det senare indikerar potential till framtida utveckling av regionala kapitalförsörjningsmarknader.

### Vilken typ av exit har skett?

En fungerande riskkapitalverksamhet innebär inte enbart aktiviteter som investeringar och värdeskapande arbete. Syftet är att investeringarna så småningom ska omvandlas till likvida medel genom så kallade exits, där investeraren (i detta fall fonden) säljer sitt aktieinnehav i portfölj företaget. Vare sig forskning eller policymakers verkar, förvånande nog, ha ägnat särskilt mycket uppmärksamhet åt denna process, trots att den kan betraktas som investerarnas ekonomiska skörd av sina insatser (Mason & Botelho, 2016). Det är Tillväxtanalys bestämda uppfattning att exit är en mycket viktig fråga som påkallar särskild uppmärksamhet, planering och strategier. Vi planerar därför att återkomma till detta i en särskild studie.

I tabell 5.4 visas de (fullständiga) exits som genomförts inom insatsen till och med september 2015 uppdelade i sju kategorier.

<sup>55</sup> Medfinansierarnas erfarenhet kan påverka deras möjligheter att bidra med icke-finansiellt stöd (*non-financial value-added VC*).

**Tabell 5.4** Exits 2009–Q3 2015, fördelat på kategori

Typ av exit	Antal	Andel (%)
<b>Industriell försäljning</b>	14	31,1
<b>Återköp av grundare/entreprenör</b>	10	22,2
<b>Övrigt<sup>a</sup></b>	7	15,6
<b>Bef. ägare (ej grundare/entreprenör)</b>	6	13,3
<b>Börsintroduktion<sup>b</sup></b>	4	8,9
<b>Kombinationer<sup>c</sup></b>	2	4,5
<b>Finansiell aktör</b>	2	4,5
<b>Totalt</b>	45	100

Anmärkning: Alla exits i tabellen är fullständiga. Inga del exits (partiella exits) är med.

a = T.ex. återbetalning av konvertibler; b = Inklusiv listning på marknadsplats; c = Kombination av industriell försäljning och förs. till bef. ägare (n = 1) samt kombination av börsintroduktion och industriell försäljning (n = 1).

Källa: Tillväxtverket, (2016), "Regionala riskkapitalfonder: Slututvärdering 2015".

Vi ska hålla i åtanke att exitaktiviteten ännu bara är i sin början med endast 45 genomförda försäljningar. Några tidiga tendenser kan ändå utskiljas. Vi ser att industriell försäljning är den vanligaste enskilda exitformen med en andel på över 30 procent. Genom att gruppera exitkategorierna framkommer också att lite drygt hälften av alla exits, på olika sätt, har skett tillbaka till portfölj företaget och dess ägarkrets.<sup>56</sup> Exit till helt externa finansiella aktörer är än så länge inte särskilt framträdande i detta sammanhang (4,5 procent). Börsintroduktion (inklusive listning på marknadsplats) har skett i knappt vart tionde fall (8,9 procent).

I slutrapporten gör vi en jämförelse med exitstrukturen hos privata, svenska VC-aktörer under motsvarande tid. Olikheter i kategorisering försvårar tyvärr jämförelsen varför tolkningar får ske med stor försiktighet. Tendensen synes ändå vara att de regionala fonderna i jämförelse med de privata aktörerna uppvisar en lägre andel industriell försäljning, men en större andel exits som, på olika sätt, har skett tillbaka till portfölj företaget och dess ägare.

#### Alla portfölj företag lyckas inte

Instrumentet riskkapitalinvesteringar innehåller per definition ett avsevärt inslag av risk. I den metodbeskrivning som Tillväxtanalys låtit fyra internationella experter inom området utarbeta (Murray m.fl., 2015, s. 15) uttrycks det på följande sätt: "The VC industry is founded on a belief of the primacy of exceptional and extraordinary enterprises. It is an industry that accepts a very large proportion of the total funds raised for risk capital will be irredeemably lost." Företag som inte utvecklas som förväntat och konkurser är med andra ord inte ovanliga i detta sammanhang. I denna satsning hade i juni 2015 lite drygt tio procent av portfölj företagen (34 av 320) gått i konkurs. I förhållande till andelen investeringsbeslut var konkurserna överrepresenterade i branschen Handel och underrepresenterad i Life Science och Övrigt.

<sup>56</sup> De tre kategorierna (i) återköp av bef. ägare; (ii) grundare/entreprenörer samt (iii) återbetalning av konvertibler (övrigt) summerar till 51,1 procent.



## Ser vi några effekter?

Som tidigare berörts innehåller insatslogiken två huvudspår avseende förväntade resultat och effekter: dels tillväxt i portföljföretagen, dels en långsiktigt förbättrad regional kapitalförsörjningsstruktur. I syfte att undersöka om vi finner några sådana effekter har vi använt oss av flera angreppssätt:

- Portföljföretagen har själva i en enkät fått bedöma behov, nytta och påverkan.
- En kvantitativ metod för att bedöma förändringar i omsättning, antal anställda och produktivitet i portföljföretagen (jämfört med en kontrollgrupp av företag) har tagits fram och testats.
- Kvalitativa bedömningar av utgångsläge och förändringar i regionernas kapitalförsörjningsstruktur har utförts.

En viktig utgångspunkt när det gäller att mäta effekter av en insats, till exempel investeringar i portföljföretag, är att det inte räcker att studera vad som händer i dem, till exempel förändringar i antalet anställda eller i omsättningsvolym. Vi behöver även veta om det är *själva insatsen* som ger upphov till de eventuella förändringar vi ser eller om de skulle ha inträffat även utan insatsen. Vi behöver alltså finna en situation, ett förlopp, som kan likställas med att företagen inte får någon investering (den kontrafaktiska situationen) och jämföra den med förloppet där investeringen faktiskt sker. Skillnaden mellan de båda förloppen blir då effekten av investeringen.

När det gäller det första spåret (portföljföretagen) löser vi detta genom skapa en kontrollgrupp med tvillingföretag. För det andra spåret (den regionala kapitalförsörjningsstrukturen) krävs en annan ansats. Exempelvis finns inga möjligheter att söka tvillingregioner i och med att hela landet berörts av insatsen. Vi återkommer till det senare.

### Spår 1: Portföljföretagen

Vad säger portföljföretagen själva?

Det är lätt att tänka på investeringen i portföljföretagen som en summa pengar. Det är dock inte hela sanningen. En riskkapitalinvestering kan dekomponeras i både en finansiell och en icke-finansiell del. Medan den förra är lätt att mäta är den senare svårare att kvantifiera – men för den skull inte nödvändigtvis mindre betydelsefull (Mc Millan m.fl., 1989; Large & Muegge, 2008). Externa finansiärer kan exempelvis bidra med specifika branschkunskaper, managementerfarenheter och tillgång till professionella nätverk. Ibland används också uttrycket kompetent kapital för att tydliggöra en sådan icke-finansiell del (Johansson m.fl., 2013).

Här närmar vi oss detta genom att återge företagarnas egen uppfattning i frågan.<sup>57</sup> I sin roll som själva investeringsobjektet har de givetvis tillgång till en unik förstahandsinformation om detta. Å andra sidan bör enkäter och självskattningar tolkas med viss försiktighet; det finns alltid risk för så kallad *response bias* (List & Gallet, 2001). Det är en komplicerad uppgift att urskilja en viss aktörs påverkan på en så komplex process som ett företags utveckling över tid. Kanske finns också en benägenhet att överskatta sin egen del av företagets utveckling – om man själv får skriva historien. Dessutom finns också en

<sup>57</sup> Här finns inte utrymme för en utförlig metoddiskussion. Kort kan ändå sägas att uppgifterna baseras på en webbenkät som konsultföretaget Ramböll har ställt till portföljföretagen. Vid tillfället för enkätens utformning (fjärde kvartalet 2014) fanns totalt 313 företag som mottagit investeringar. Ramböll lyckades få kontaktuppgifter till 261 av dem (cirka 83 procent). 50 procent av dessa svarade på hela enkäten och ytterligare 5 procent har delvis besvarat den. Således utgör de faktiska respondenterna lite drygt 40 procent av den totala populationen. Där ett rankingvärde anges baseras det, om inget annat sägs, på en skala 1–5, där 1 = inget behov/bidrag och 5 = mycket stort behov/bidrag. Fasta alternativ har givits i enkäten.

tidsdimension – svårigheten att i efterhand korrekt minnas vad som faktiskt skedde. Med det sagt återges nedan kort företagarnas egna bedömningar av behov och nytta av investeringen, hur kapitaltillskottet har använts samt även en uppskattning om investeringens påverkan på företagets utveckling.

Sju kategorier av tänkbara icke-finansiella tillskott var valbara i enkäten. I genomsnitt har företagen rankat ”Hjälp med relevanta kontakter och nätverk till externa aktörer” (3,2) samt ”Bollplank för idéer/mentorskap” (3,1) som områden där de hade störst *behov* av icke-finansiella tillskott av investeringen. Lägst behov bedömdes föreligga inom ”Direkt management och operativt arbete i portföljföretaget” (1,9).

Som fondens främsta bidrag rankas ”Hjälp med relevanta kontakter och nätverk till externa aktörer” samt ”Bollplank för idéer/mentorskap” (båda 2,7) medan de privata medinvesterarna klassas högst inom ”Bollplank för idéer/mentorskap” (3,1). Lägst nytta bedömdes föreligga inom ”Direkt management och operativt arbete i portföljföretaget” för fonden (1,6) respektive ”Framtagande av formella system och strukturer för att utveckla management i företaget” för de privata medinvesterarna (2,2).

Det är således relativt god överensstämmelse mellan rangordning av behov och upplevd nytta. Företagen bedömer i genomsnitt att de privata medinvesterarna *bidragit* med icke-finansiella tillskott i något större omfattning än fonden. Svaren behöver även tolkas i ljuset av att det är många nya aktörer involverade, på såväl utbuds- som efterfrågesidan, som saknar tidigare erfarenhet av riskkapital. Rimligen bör det påverka både förväntningar och förutsättningar när det gäller icke-finansiella tillskott.

Över hälften av portföljföretagen (56 procent) anger att *kapitaltillskottet* (från riskkapitalinvesteringen) i stor utsträckning använts till affärs-/marknadsutveckling. Även produktutveckling (48 procent) och kompetensförsörjning (40 procent) får höga andelar. Betydligt färre använder i någon större omfattning kapitaltillskottet till ”Driftskostnader” (13 procent) och ”Investeringar i kapital”<sup>58</sup> (11 procent).<sup>59</sup> Portföljföretagen är således mer benägna att uppdatera humankapitalet än ”hårda” investeringar och drift.

Nio tänkbara påverkansmöjligheter av investeringen på företaget har listats som alternativ i enkäten. Företagens bedömning av dem indikerar en bred påverkan (relativt jämna rangordningar mellan alternativen). Alternativen som bedöms ha påverkats mest hittills var ”Snabbare expansion” (3,6) och ”Ökade möjligheter till annan finansiering” (3,5). Lägst ligger ”Ökad lönsamhet” (2,7). Motsvarande fråga om framtida påverkan visar på något lägre värden för alla områden utom lönsamhet. Portföljföretagen bedömer alltså att någon större, positiv påverkan på lönsamheten inte förväntas på kort sikt; den kommer först senare.

### Statistisk effektmätning – förutsättningar och metod

En effektestimering innebär behov av registerdata över företagens ekonomiska aktivitet. Tyvärr har dessa data ungefär ett och ett halvt års eftersläpning. Det innebär att den egentliga effektmätningen får dröja till 2018 när ett helt dataset har skapats. Tillväxtanalys genomförde dock en testkörning med de data som fanns tillgängliga i juni 2015. Vid testkörningen var datamaterialet ännu inte av den omfattning och kvalitet att några egentliga slutsatser kunde dras. Vi har därför valt att här begränsa oss till en kort orientering om förutsättningar och metodval.

Nyinvesteringar kunde genomföras inom åtgärdens ram ända fram till 2015-09-30, medan de registerdata som krävs för en effektskattning vid testkörningstillfället inte fanns att tillgå längre än till år 2013. Ett antal investeringar exkluderades således redan av detta

<sup>58</sup> Med investeringar i kapital avses investeringar i maskiner, lokaler, fordon eller liknande.

<sup>59</sup> Fem olika användningsområden var valbara, vart och ett med tre svarsalternativ (viktnings). Här återges svarsandelen för ”I högt utsträckning”. Övriga viktningsvar: ”I viss utsträckning” och ”Inte alls”.

skäl. Då behandlingen (investeringen) knappast kan antas ha omedelbar effekt i portföljförretagen behövs även en ”verkansperiod” (tid efter första investering). I testkörningen är den för vissa företag inte längre än ett år, vilket självklart är långt ifrån tillräckligt. Antalet portföljföretag där effekter kan mätas efter en mera rimlig fyra år lång ”verkansperiod” är inte fler än 13, vilket även gör att enstaka företag får stort genomslag.

Vid den egentliga effektutvärderingen år 2018 är läget mer gynnsamt. Dels är investeringsdata för samtliga år på plats, dels är även ”verkansperioden” för investeringar i portföljföretagen längre och därmed rimligare. Vi kommer då, som i testkörningen, att skapa en kontrollgrupp av företag (tvillingar) som i så stor utsträckning som möjligt efterliknar gruppen med portföljföretag. Vi studerar sedan eventuella skillnader över tid mellan portföljföretagen och kontrollgruppen, till exempel avseende omsättning, antal anställda och produktivitet). Metoden vi valt heter *coarsened exact matching* (CEM) (Blackwell m.fl., 2009; Iacus m.fl., (2012)).<sup>60</sup>

## Spår 2: De regionala strukturerna för riskvillig finansiering

Med målet om en långsiktig förbättrad regional kapitalförsörjningsstruktur menas att det är ”infrastrukturen” för regional riskvillig finansiering som ska förbättras genom fondernas arbete. Målet skulle kunna uttryckas som att insatsen ska förbättra möjligheterna för företag att finansiera sig via privata finansieringsaktörer och därmed, i förlängningen, att behovet av statliga insatser blir allt mindre. En mognare marknad med andra ord.

### Bedömning i fem steg

Det finns inga tillgängliga numeriska värden att avläsa för nivåer eller mognadsgrader i de regionala marknadsstrukturerna. För att undersöka eventuella effekter behövdes en annan ansats jämfört med den vi nyss kortfattat beskrev för portföljföretagen. Det valda tillvägagångssättet beskrivs mera utförligt i huvudrapporten, men i starkt förkortad version kan det beskrivas i följande fem steg:

1. *Vad menas med en sådan struktur?* En definition sker med hjälp av fyra delkomponenter.
2. *Hur skulle fonderna kunna påverka strukturen?* Delkomponenterna från steg 1 inlemmas i en programlogik (förändringsteori).
3. *Har strukturerna förändrats?* Med hjälp av ett flertal källor och metoder undersöker vi om några strukturförändringar kan identifieras i regionerna.
4. *Vilka strukturbyggande aktiviteter har fonderna de facto genomfört?* Kartläggning och gruppering.
5. *Kan eventuella förändringar (steg 3) härledas till fondernas aktiviteter (steg 4)?* Diskussion om kausalitet.

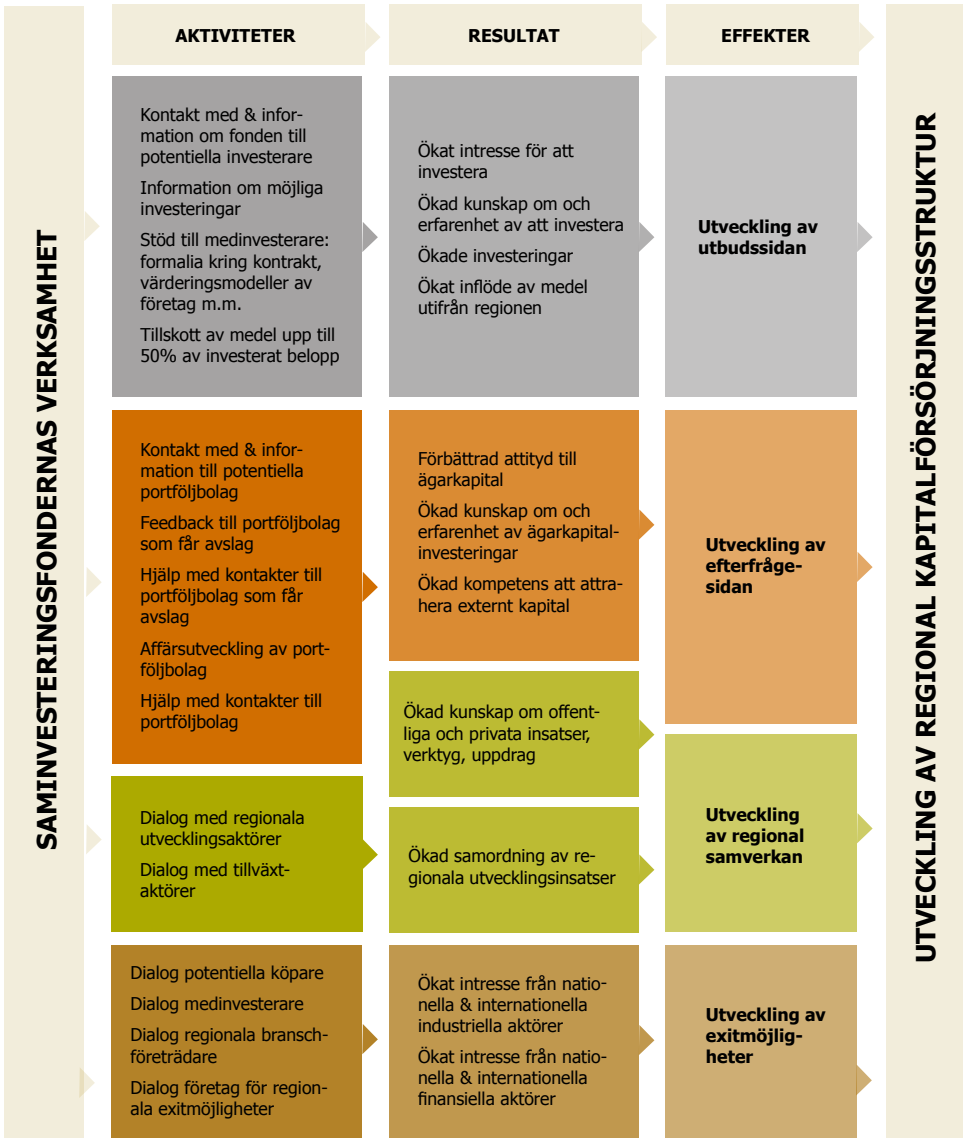
### Programlogik

Som tidigare visades i tabell 5.1 har fyra delkomponenter (utbud, efterfrågan, regional samverkan och exitmöjligheter) identifierats som de viktigaste delarna i vad vi menar med en regional struktur för riskvillig finansiering (steg 1). Att utveckla dessa delar blir därför önskvärda effekter av fondernas arbete. Vi har i figur 5.1 nedan skapat en programlogik (förändringsteori) där fondernas aktiviteter via resultat leder fram till effekter, det vill säga utveckling av de fyra delkomponenterna.

<sup>60</sup> Metoden har tidigare använts av Tillväxtanalys i några utvärderingar (2012; 2014). För en mer detaljerad metodbeskrivning hänvisas till dem.

Figur 5.1 visar därför schematiskt hur fonderna *skulle* kunna påverka den regionala strukturen för riskvillig finansiering (steg 2). Vi exemplifierar tankegången genom att betrakta delkomponenten ”utbudssidan” (den översta i figuren). Utbudet förväntas utvecklas genom att fonderna tar kontakt med potentiella investerare, informerar om tänkbara investeringar, ger stöd med formalia kring kontrakt och värderingsmodeller samt växlar upp deras investeringar med upp till 50 procent. Sammantaget förväntas det resultera i ökat intresse för investeringar, ökad kunskap om och erfarenheter av investeringar och i förlängningen ökade investeringar. De ökade investeringarna förväntas uppstå dels då nya investerare aktiveras (fonden betraktas som pålitlig partner), dels då befintliga investerare ökar sina investeringar (delad risk och kapitaltillskott från fonden). Investeringssökningen förväntas både komma från regionen och externt.

**Figur 5.1** Förändringsteori för utveckling av regional struktur för riskvillig finansiering



### Positiv utveckling

I nästa steg (3) undersökte vi om några förändringar verkligen *har skett*. Här användes bedömningar och data från ett flertal källor, till exempel intervjuer med fonderna, affärsänglar, regionala tillväxtansvariga, universitetens holdingbolag, inkubatorer, acceleratorer och andra företagsfrämjande aktörer. Dessutom användes skrivna, befintliga källor för regionbeskrivningar samt enkäter och intervjuer som tidigare utförts inom insatsens så kallade följeforskning.<sup>61</sup> Med utgångspunkt i allt detta material utfördes så en sammanvägd, kvalitativ bedömning av eventuella förändringar med hjälp av den anpassade varianten av den evolutionära marknadsutvecklingsmodellen.<sup>62</sup>

I tabell 5.5 ser vi resultatet. Som synes verkar det allmänt ha skett en positiv utveckling i regionerna. I hälften (fyra) av regionerna summeras utvecklingen som ”positiv, medelstor” och i en nästan lika stor grupp (tre av åtta regioner) som ”positiv, liten”. I en region bedöms utvecklingen vara i princip oförändrad. Enligt bedömningarna *har* alltså förändringar skett. Men vilka aktiviteter har då fonderna genomfört i en sådan riktning?

**Tabell 5.5** Bedömning av utgångspunkt och utveckling i de åtta aktuella fondregionerna

Region	Utgångsläge	Utveckling	Kommentar
Stockholm	(Sen) framväxt	Positiv, liten	Ett mycket aktivt, men splittrat, system med många aktörer och många parallella verksamheter. Viss felmatchning mellan inriktningen på forskningsinsatser och kommersialiseringsinsatser. Outnyttjad potential att attrahera utländska investerare.
Västsvrige	Framväxt	Positiv, medelstor	Starkt engagemang, både från regional nivå och från aktörerna i systemet. God balans mellan insatser på forskning, kommersialisering och tillväxt. Starka nätverk. Systemet är dock starkt beroende av offentlig finansiering i alla led.
Norra Mellansverige	(Tidig) framväxt	Positiv, medelstor	Ett flertal aktörer som tar ägarskap för regionala utvecklingsfrågor. Närhet till Stockholm, möjlighet att ”importera” kapital och kompetens. Engagerade lokala investerare. Dock efterfrågar majoriteten av företagen andra instrument än riskkapital.
Övre Norrland	(Tidig) framväxt	Positiv, liten	Ett flertal aktörer som tar ägarskap för regionala utvecklingsfrågor. Utvecklade regionala nätverk, starka samarbeten. Samtidigt, möjligen för stort fokus på att företagen ska stanna inom regionen – troligen missade möjligheter till expansion och lönsamma exits. Vidare, majoriteten av företagen behöver andra instrument än riskkapital.
Mellersta Norrland	Latent	Positiv, medelstor	Ett flertal aktörer som tar ägarskap för regionala utvecklingsfrågor. Riktade insatser för att främja olika delar av systemet. Företagen har fått ta del av mycket tillväxtkapital. Kompetensutvecklingen har varit påtaglig. Dock risk för ett starkt beroende av offentlig finansiering framåt.
Sydsverige	Framväxt	Ej signifikant	Brist på regional strategi och ledarskap (för innovationer och tillväxtföretagande). Många aktörer och insatser, splittrat och överlappande. Felmatchning mellan inriktningen på forskningsinsatser och kommersialiseringsinsatser. Outnyttjad potential att attrahera utländska investerare.
Östra Mellansverige	Framväxt	Positiv, liten	De regionala aktörerna, inklusive Almi Invest, verkar samarbeta på ett pragmatiskt och ändamålsenligt sätt för att skapa en positiv utveckling i regionen. Det verkar finnas en god förståelse för varandras arbete och förutsättningar och en viss anpassning tycks ske.
Småland och öarna	Latent	Positiv, stor	Det verkar ske en systematisk policydriven förskjutning av regionen från en traditionell industriregion till en innovationsdriven kunskapsregion. Fonden fyller en funktion i det arbetet och är en uppskattad regional aktör. Dock efterfrågar majoriteten av företagen andra instrument än riskkapital.

<sup>61</sup> För en betydligt mer utförlig metodbeskrivning, se Tillväxtanalys, (2016) samt Oxford Research, (2015).

<sup>62</sup> Vilken tidigare introducerades i avsnittet ”Regional struktur för riskvillig finansiering”.

## Fondernas strukturbyggande aktiviteter – i varierande omfattning

Steg 4 sammanfattas kort i tabell 5.6 som visar vilka aktiviteter som fonderna faktiskt genomfört utifrån den förändringsteori som tidigare presenterats (figur 5.1). Aktiviteterna har grupperats med hänsyn till de fondvisa skillnader som bedömts föreligga.

Tre reflektioner kan göras: *(i)* fonderna har genomfört aktiviteter som, enligt programlogiken, verkar i strukturbyggande riktning; *(ii)* det finns variationer i fondernas sätt att arbeta samt *(iii)* i vissa av aktiviteterna har fonderna mera inslag av en regional utvecklingsaktör än en traditionell VC-fond.

**Tabell 5.6** Fondernas strukturbyggande aktiviteter – och fondvisa variationer

Aktivitet	Görs av alla fonder i ungefär samma utsträckning	Görs av alla fonder, men i olika utsträckning eller på olika sätt	Görs enbart av vissa fonder
Tillskott av medel med upp till 50 % av investerat belopp.	X		
Dialog med potentiella köpare.	X		
Dialog med medinvestorare.	X		
Dialog med entreprenörerna.	X		
Kontakt med & info. om fonden och saminv. till pot. regionala investorer.		X	
Stöd till medinvestorare: formalia kring kontrakt, värderingsmodeller av företag m.m.		X	
Kontakt med & information till potentiella portföljföretag.		X	
Affärsutveckling av portföljföretag.		X	
Hjälp med kontakter till portföljföretag.		X	
Dialog med regionala utvecklingsaktörer.		X	
Dialog med andra aktörer i kapitalförsörjningsstrukturen.		X	
Dialog med regionala näringslivsaktörer om möjliga exitlösningar.		X	
Kontakt med & information om fonden och saminv. möjligheter till potentiella utomregionala investorer.			X
Feedback till portföljföretag som får avslag.			X
Hjälp med kontakter till portföljföretag som får avslag.			X

Man kan förvänta att storleken på fondernas påverkan dels beror på utgångsläget i den regionala strukturen (marknadsmognaden), dels på hur fonderna tolkat sitt uppdrag. En mycket omogen struktur tillsammans med fondernas begränsade verktyg försvårar en förändring samtidigt som en fullt utvecklad struktur inte torde utvecklas märkbart ytterligare av fondens insatser.<sup>63</sup> Vidare kan fonderna prioritera det strukturbyggande uppdraget olika. Om den delen bedömts som en viktig del av uppdraget och fonden fördelat resurser till sådana aktiviteter och aktivt sökt samarbeten med andra aktörer i en sådan riktning, ökar rimligen förutsättningarna för en strukturpåverkan.

#### Förändringar, men oklar kausalitet

De regionala strukturerna för riskvillig finansiering bedöms sammantaget ha *förbättrats* och fonderna *har* genomfört strukturbyggande aktiviteter i samklang med den programteori som presenterats. Men i steg 5 ställer vi oss frågan om det, givet det befintliga empiriska underlaget, går att dra slutsatsen att det är *själva insatsen* som ger upphov till de förändringar vi ser? Kan vi utesluta att förändringarna skulle kunna ha inträffat även utan insats?

Med tillgängligt empiriskt underlag måste vi konstatera att det kontrafaktiska tillståndet är oklart, vi kan inte *utesluta* att strukturförändringarna skulle ha skett även utan fondernas arbete. Omgivningen står inte stilla och externa faktorer har en påverkan. Vi får därför nöja oss med att konstatera att aktiviteter har genomförts och att förändringar kan noteras.

Tillväxtanalys bedömer att området är intressant och behöver metodutvecklas och analyseras djupare. Vi avser därför att återkomma med en fördjupad studie som behandlar beståndsdelar, mätbarhet och förändringsmöjligheter i de regionala strukturerna för riskvillig finansiering.

<sup>63</sup> Grafiskt skulle det kunna illustreras av en s.k. omvänd U-kurva.

# Reflektioner och slutsatser

## Statens roll

Som alltid finns anledning att diskutera det statliga åtagandet. Varför ska offentliga medel användas i detta sammanhang? Vad är det grundläggande problemet som ska lösas, eller i alla fall mildras? Tillväxtanalys menar att statens roll i policysammanhang bör vara marknadskompletterande, att åstadkomma en näringspolitisk additionalitet. Det innebär i detta fall en delikat balansgång mellan riskvilja och avkastningskrav och betydligt mera än att fonderna lyckas investera hela sin kapitalbas (Tillväxtanalys, 2010; 2011; Kapitalmarknadsrådet, 2014).

Marknaden behöver långsiktighet och förutsägbarhet för att fungera väl (se även diskussionen i kapitel 6, Landström). Korta statliga insatser och täta villkorsförändringar riskerar att dels påverka de privata aktörernas investeringsvilja, dels försvåra en uppbyggnad av kompetenta miljöer. Finns en strukturförändrande ambition (som i detta fall) är långsiktigheten än mer betydelsefull (Lerner, 2010).

## Instrumentet riskkapital

Det finns i policysammanhang en stark tilltro till instrumentet riskkapital. För rätt företag, i rätt situation, kan det också vara mycket effektivt. Men det kan finnas anledning att erinra om att finansieringsformen inte är en lösning för majoriteten av den svenska företagsstocken. Den är lämplig endast för ett begränsat antal företag med mycket hög tillväxtpotential. För den absoluta majoriteten företag är egna medel och banklån de viktigaste finansieringsformerna. Skälen till detta kan kopplas till såväl utbuds- som efterfrågesidan.

En grundläggande fråga är givetvis om företagets tillväxtpotential bedöms vara tillräckligt hög för att attrahera en riskkapitalinvestering. En annan aspekt är företagarnas egna preferenser. Många företagare har exempelvis en uttrycklig vilja att behålla kontrollen över sina företag och ställer sig avvisande till ett finansieringsalternativ som innebär en utspädning av det egna ägandet och inflytandet (Cressy, 1995). I en svensk studie av 1 000 slumpmässigt utvalda företag uppgav hela 90 procent av respondenterna att oberoende och kontroll var viktiga motiv för deras företagande (Johansson m.fl., 2013). Enligt den så kallade ”pecking order-teorin” (Myers & Majluf, 1984), är företagen inte neutrala i valet mellan olika finansieringsformer. Vissa finansieringsformer prioriteras framför andra varav emittering av aktier är det sista alternativet.

Under senare tid bedöms finanskris och stramare regelverk för banker ha försvårat företagens möjligheter till lånefinansiering (Bornefalk, 2014). Men ökade svårigheter inom det området löses inte med ett ökat utbud av statligt riskkapital, snarare genom översyn av lånemarknaden och kanske överväganden av nya instrument som till exempel kreditgarantier (se även kapitel 3, Cowling).

Riskkapital ska inte betraktas som ett substitut för banklån eller ett regionalpolitiskt verktyg för att vända en ekonomisk utveckling i regioner med svagt näringsliv. Venture capital dras till tillväxtregioner, men skapar dem inte.

Erfarenheter från denna insats indikerar också att det i realiteten även finns en efterfrågan på andra finansieringsformer än riskkapital bland de företag som fonderna möter. Ökat utbud av ett visst finansieringsinstrument kan emellertid föda en efterfrågan, även om företagens profil och finansieringsbehov egentligen vore mera passande för andra instrument. Risken är att vissa investeringar därför snarare kan ha skett utifrån ett befintligt utbud än en specifik efterfrågan på riskkapital. Antologins sjätte kapitel (Landström) utvecklar den iakttagelsen i en diskussion om perspektivförändring – från att se problemet som en brist på kapital och ett utbudsproblem till att se det som brist på kunskap och ett efterfrågeproblem.

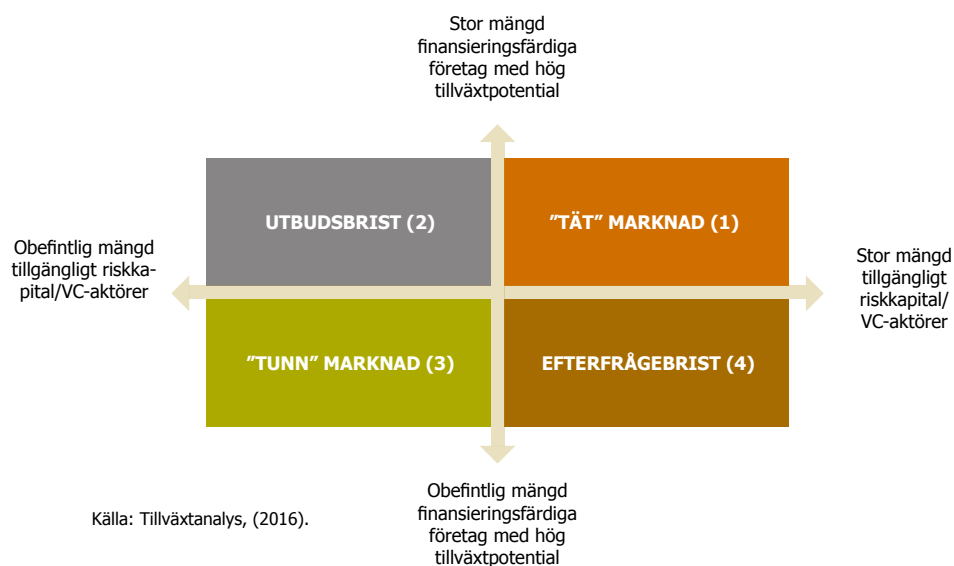


### Kontextuella skillnader

Näringslivsstruktur, befolkningsstruktur och tillgång till högre utbildning är exempel på faktorer som tydligt varierar inom landet.<sup>64</sup> Så även förutsättningarna för riskkapitalfinansiering. Satsningen med regionala riskkapitalfonder är dock uniform – fonderna i alla åtta NUTS 2-regioner har samma mål, spelvillkor och verktygslåda.

De åtta regionerna består av allt ifrån den dynamiska huvudstadsregionen till regioner med dominerande inslag av glesbygd. Den skillnad som det innebär i antal företag, finansierare, forskningsinstitutioner, rådgivare och andra relevanta aktörer är naturligtvis stor. Med andra ord ser spelplanen för de regionala riskkapitalfonderna olika ut; se matrisen i figur 5.2.

**Figur 5.2** Schematisk kapitalförsörjningsstruktur



Positionerat i vår matris skulle *regionerna* därmed hamna i olika kvadranter beroende på sina initiala förutsättningar. *Insatsen* är tungt utbudsorienterad och därmed implicit inriktad på förhållanden enligt kvadrant 2 ("Utbudsbrist"). För de regioner som ligger i, eller nära, kvadrant 3 eller 4 är det uppenbart att det krävs mer än en utbudsökning av riskkapital för att utveckla marknaden.<sup>65</sup> För den fond (eller de fonder) som närmar sig kvadrant 1 ("Tät marknad") är det diskutabelt om det överhuvudtaget finns ett behov av statliga insatser.

Det är Tillväxtanalys uppfattning att ett policyinstrument förlorar i effektivitet om det ignorerar kontextuella skillnader. I detta fall finns förbättringsmöjligheter.

<sup>64</sup> Se t.ex. den återkommande rapporten "Regional tillväxt" från Tillväxtanalys som belyser sådana skillnader ur ett flertal dimensioner.

<sup>65</sup> T.ex. kompetenshöjande satsningar inom både utbuds- och efterfrågesidan (*investor readiness/investment readiness*, främja affärsangelnätverk, främja förekomsten av relevanta mötesarenor).

## Mål, resultat och effekter

Processen med att tolka och klarlägga insatsens mål visar på betydelsen av att utforma tydliga mål och mycket tidigt investera i en genomarbetad programlogik (se t.ex. Funnel & Rogers, 2011). De resurser som krävs för detta kan mycket väl visa sig ge den största avkastningen i hela policyinsatsen.

Inledningsvis fanns en osäkerhet om vad fonderna mer precist förväntades uppnå och hur de skulle bedömas. Målformuleringar om ”revolverande kapital” antydde att avkastningen var betydelsefull, medan begrepp som ”tidiga skeden” och ”marknadskompletterande” mera förde tankarna till risktagande och närvaro på marknadssegment där privata aktörer saknades. Fonderna skulle också verka för en bättre fungerande regional kapitalförsörjningsstruktur. Vilka strukturer var oklart och också på vilket sätt fonderna skulle bidra. Till detta adderades även horisontella krav på miljö, jämställdhet och integration. Fonderna var också geografiskt avgränsade och fick bara investera inom sitt eget ”område” – i regel NUTS 2-region. En avgränsning som givetvis fick konsekvenser för vilken *deal flow* som fanns tillgänglig.

Eftersom varje investering måste ske tillsammans med en privat medinvestor<sup>66</sup> var fonderna helt beroende av det privata kapitalet. Ett kapital som i de förstudier som utfördes bedömdes vara en bristvara – och därmed ett argument för själva insatsen. En inte helt okomplicerad förutsättning, kan tyckas.

Efter en relativt utförlig måldiskussion under satsningens första år identifierades slutligen då två spår. Ett som innebär förväntningar om tillväxt i de företag där investeringar skett och ett med förväntningar om en förbättrad regional kapitalförsörjningsstruktur. Även om detta var ett framsteg så kvarstod betydande osäkerhet om vad som mer precist förväntades av fonderna, hur prioriteringar mellan de två spåren skulle göras och den egentliga innebörden av strukturbegreppet. Som konsekvens av detta uppstod också dels olika tolkningar ute i regionerna om vad som kunde förväntas av fonderna, dels olika självbilder hos fonderna – skulle de agera som strikta riskkapitalister eller regionala utvecklingsaktörer? Sådana olikheter har naturligtvis påverkat fondernas arbetssätt, till exempel omfattningen av de strukturbyggande aktiviteter som genomförts.

De regionala riskkapitalfonderna har bedrivit verksamhet i sex år över hela Sverige. Totalt har 3,4 miljarder kronor investerats i 320 portfölj företag. Den privata medfinansieringen uppgår till cirka 2 miljarder kronor eller 60 procent av de totala investeringarna. Fonderna har utifrån sin regionala näringslivsprofil och mognadsgrad på kapitalförsörjningsmarknaden sinsemellan haft olika förutsättningar i sitt arbete. Upplägget med regionala fonder innebär en tydlig investeringsbegränsning jämfört med privata VC-aktörer. Utfallet visar också på olikheter. Satsningens investeringar har en betydligt bredare branschprofil i jämförelse med privata aktörers. Tidiga data från den begynnande exitaktiviteten indikerar också skillnader gentemot privata investerar. En lägre andel industriell försäljning hos de regionala fonderna, men en större andel exits som, på olika sätt, har skett tillbaka till portfölj företagets ägare. Det kan tolkas på flera sätt. Kanske var inte riskkapital rätt finansieringsinstrument? Bedöms inte företagen ha tillräcklig tillväxtpotential för att attrahera nya finansierare? Finns det ett starkt kontrollbehov hos ursprungägarna som får genomslag? Eller är det aktiva medfinansierare från första investeringsrundan som vill fortsätta utveckla företaget på egen hand?

Hur *portfölj företagen* utvecklas ekonomiskt är naturligtvis en mycket viktig fråga. Än så länge medger inte datatillgången några slutsatser. Vi återkommer till detta i vår kvantitativa effektutvärdering år 2018. Portfölj företagets egna bedömningar av det icke-finansiella tillskottet av investeringarna visar på relativt god överensstämmelse mellan företagens

<sup>66</sup> Högst 50 % offentlig finansiering samt investering på samma villkor i övrigt.

rangordning av behov och upplevd nytta. Företagen bedömer i genomsnitt att de privata medinvesteringarna bidragit i något större omfattning än fonden.

De *regionala strukturerna för riskvillig finansiering* bedöms ha förbättrats. Fonderna har genomfört strukturbyggande aktiviteter i samklang med den programteori som presenterats. Detta har skett i varierande omfattning, vissa fonder mer och genom direkta insatser, andra mindre och endast indirekt. Men vi kan inte utesluta att strukturförändringarna skulle ha skett även utan fondernas arbete. Vi får därför nöja oss med att konstatera att aktiviteter genomförts och att förändringar kan noteras.

Hur sammanfattar vi då insatsen, är den bra? Avgörande för svaret på den frågan är hur interventionsmålen ska tolkas. Om det primära syftet är att hitta de bästa tillväxtföretagen och uppnå en hög avkastning som medger att fonden blir revolverande är den geografiska konstruktionen irrationell och begränsande. Är det istället den marknadskompletterande insatsen som ska prioriteras – att investera där få eller inga privata aktörer finns – verkar den fylla en funktion. Men både investeringsfas och geografi kan behöva smaldas av för att öka graden av additionalitet. Om syftet istället är att utveckla ”tunna” marknader har fonderna förvisso (i olika utsträckning) jobbat i den riktningen och strukturen verkar också ha förbättrats. Men fondernas förutsättningar idag är inte optimala för den uppgiften. De behöver kunna anpassas kontextuellt, få fler verktyg och stötts av kompletterande policyinsatser.

Är samtliga mål lika högt rankade bygger man in en uppenbar risk för målkonflikter, vilket i sin tur försvårar ett effektivt genomförande.

### **Policyrekommendationer**

Den beskrivna insatsen kommer att fortsätta i en etapp två. Givet detta blir den policyrelevanta frågan om och hur insatsen kan göras mer effektiv i förhållande till uppsatta mål. Utifrån Tillväxtanalys samlade erfarenheter från såväl denna insats som internationell empiri rekommenderas följande:

- Förstärkande och samverkande policyinsatser genomförs.
- Målformulering, programlogik och implementeringsmodell ses över och tydliggörs.

Det regionala upplägget med en geografisk närvaro av riskkapitalfonder i hela Sverige innebär i praktiken ett antal mer eller mindre ”nya” marknader med begränsade erfarenheter på såväl efterfråge- som utbudssidan. Det är något förvånande att den relativt stora satsningen på regionala riskkapitalfonder framstår så isolerad ur ett policyinstrumentperspektiv. Det ter sig sannolikt att strukturerade, kompletterande insatser för att främja såväl utbuds- som efterfrågesidan skulle ha förbättrat förutsättningarna för själva finansieringsinsatsen. Det finns ett behov av, och en nytta med, att betrakta policyinsatser som delar i ett sammanhängande system och inte som enskilda ”stuprörsinstrument”. Se vidare exempel från våra tidigare delrapporter där vi diskuterar bland annat erfarenheter från Skottland samt affärsänglar, främjandepolitik och policyportföljer (Tillväxtanalys, 2011; 2013).

Vi föreslår därför att behov av *förstärkande och samverkande policyinsatser* undersöks och att de insatser som bedöms relevanta genomförs. Konkreta exempel skulle kunna vara att satsa på främjandeinsatser för affärsänglar och affärsängelnätverk, förbättra kunskapen på efterfrågesidan om olika finansieringsinstrument, utveckla företagens ”investierbarhet” (*investment readiness*) samt skapa arenor där aktörer från både utbuds- och efterfrågesidan kan mötas. Omfattning och inriktning styrs givetvis av vilken implementeringsmodell som väljs (se nedan). Tillväxtverket är den mest naturliga huvudmannen för insatserna som lämpligen planeras i nära dialog med fonderna. I utförarledet ser vi gärna ett tydligt deltagande av marknadsaktörer.

*En distinkt och genomarbetad målformulering* behöver även en *utvecklad programlogik*.<sup>67</sup> Tydligare målformulering ger därigenom möjligheter att effektivisera upplägg och genomförande. Centrala frågeställningar i en sådan översyn kan vara: Vad är det egentliga målet med insatsen: främja ett antal tillväxtföretag eller långsiktigt utveckla regionala kapitalmarknader? Är det viktigast med en hög avkastning så att fonderna kan revolvera eller är det att vara marknadskompletterande och undvika undanträngning av privata aktörer? Ska fonderna ses som strikta riskkapitalaktörer eller som bredare regionala utvecklingsaktörer? Finns anledning att anpassa mål och verktyg efter de regionala förutsättningarna?

När det gäller insatsens *implementeringsmodell* finns, beroende på vilken målformulering som väljs (det politiska ställningstagandet), i princip tre tänkbara alternativ:

1. Fortsatt verksamhet som idag.
2. Renodling till strikt riskkapitalfinansiering.
3. Strukturbyggande ansats och därmed kontextuellt anpassat genomförande.

I *alternativ 1 (business as usual)* sker inga förändringar. Vi bedömer i och för sig att Almi Invest genom de regionala fonderna gör ett bra jobb, givet de ramar som finns. Det är dock vår uppfattning att oklara mål och den ”kontextuella blindhet” som då fortsätter att gälla i alternativ 1 ger sämre förutsättningar för effektivitet än i alternativ 2 och 3.

*Alternativ 2 (tillväxt)* är helt inriktat på tillväxt i portföljföretagen och innebär därmed ett smalare uppdrag, utan ambition att verka strukturbyggande eller regionutvecklande. Den geografiska avgränsningen kan då i princip avvecklas och därmed kan även antalet fonder också kraftigt begränsas, kanske ner till en eller två. Ur ett VC-perspektiv är detta en betydligt mer logisk modell. Förtjänsterna är ett fokuserat uppdrag, mindre administration, bättre *deal flow* och sannolikt möjligheter till högre avkastning. Nackdelarna är att insatserna troligen då inte når hela landet och möjligheterna att stärka de regionala strukturerna för riskvillig finansiering bedöms bli väsentligt försvagade. De strukturpåverkande insatserna blir endast indirekta (genom själva investeringarna). Den marknadskompletterande ansatsen blir svårare att upprätthålla och betydligt större uppmärksamhet mot undanträngningseffekter torde bli nödvändig när geografi och urval alltmer liknar marknadens. Det statliga åtagandet bör då noggrant definieras.

*Alternativ 3 (strukturbyggande)* innebär en anpassning efter de faktiska regionala förutsättningarna. Insatsen blir här bredare till sin karaktär och tillåts explicit variera mellan ett strikt riskkapitalinstrument och ett mera utvecklingsorienterat instrument, beroende på den regionala kapitalmarknadens mognad. Konkret kan det till exempel i vissa regioner, där kapitalmarknaden bedöms vara ”tunn”, inkludera ett utvecklat samarbete med andra finansiella aktörer tillsammans med en större verktygslåda (fler finansieringsinstrument) samt direkta insatser för att utveckla såväl utbuds- som efterfrågesidan. En proaktiv ansats således. I regioner där marknaden snarare är ”tät” finns däremot inget behov av strukturbyggande insatser. Mervärdet av statliga, marknadskompletterande finansieringsinsatser i de allra ”tätaste” områdena kan behöva övervägas.

Alternativ 3 medför att regionala marknadsanalyser av nuläge och utvecklingsbehov behöver tas fram, förslagsvis i dialog mellan förvaltningsmyndighet och regionala aktörer inom kapitalförsörjning och tillväxt/utveckling. Utifrån dessa kan behovet av marknads-

<sup>67</sup> Ett inspel i en sådan process kan fås i figur 5.1 som tidigare presenterades i kapitlet.

utvecklande insatser i varje region bestämmas. Förslaget innebär även att vissa av fonderna behöver mer resurser för att kunna lösa sina strukturbyggande uppdrag.

Fördelarna är utökade möjligheter att långsiktigt utveckla den regionala strukturen för riskvillig finansiering, vilket på sikt minskar behovet av statliga insatser. Fonderna får bättre möjligheter att anpassa sitt arbetssätt efter de faktiska regionala förhållandena. Risken för undanträngning av privata aktörer är låg. Nackdelarna är en geografiskt begränsad *deal flow*, ett behov av att bedöma de regionala marknadernas mognad, fler aktörer behöver fås att samarbeta, sannolikt lägre avkastning samt kostnader för de fonder som ges ett explicit strukturbyggande uppdrag.<sup>67</sup>

Vad man egentligen vill uppnå med en policyinsats är i slutändan ett politiskt beslut. Ju tydligare mål, desto lättare att arbeta i rätt riktning.

<sup>67</sup> En parallell kan dras till Norge där de regionala såkornsfonderna givits andra förutsättningar än de nationella som en konsekvens av annan kapitalförsörjningsstruktur. I jämförelse med norska "landsdekkende" fonder har "distriktsrettede" fonder ett tillskott till förvaltningskostnader, bredare investeringsprofil, högre statlig kapitalandel samt lägre statlig låneränta. Intervju med S. Jodal, Investment Director, Innovation Norway (2015-12-07).

## Referenser

- Acs ZJ och DB Audretsch, (1988), "Innovation in Large and Small Firms: An Empirical Analysis". I *American Economic Review*, Vol. 78, No. 4, s. 678–690.
- Amit R, J Brander och C Zott, (1998), "Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 13, No. 6, s. 441–466.
- Avnimelech G och D Schwartz, (2009), "Structural Changes in Mature Venture Capital Industry: Evidence from Israel". I *Innovation: Management, Policy & Practice*, Vol. 11, No. 1, s. 60–73.
- Blackwell M, S Iacus, G King och G Porro, (2009), "cem: Coarsened exact matching in Stata". I *The Stata Journal*, Vol. 9, No. 4, s. 524–546.
- Bolton JE, (1971), *Report of the Committee of Inquiry on Small Firms*. Cmnd 4811. London: HMSO.
- Bornefalk A, (2014), *Kapital på krita? En ESO-rapport om företagandets finansiering*. Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2014:4. Stockholm: Fritzes.
- Cressy R, (1995), "Business Borrowing and Control: A Theory of Entrepreneurial Types". I *Small Business Economics*, Vol. 7, No. 4, s. 291–300.
- Damvad Analytics, (2015), "Offentliga insatser på riskkapitalmarknaden". Bilaga 1 (underlagsrapport 1) till Tillväxtanalys slutrapport (2016), "Effekter och erfarenheter". <http://www.tillvaxtanalys.se/download/18.644511e31542083efdd17980/1460978679213/Underlagsrapport+1.pdf> (2017-01-11).
- Fraser-Sampson G, (2007), *Private Equity as an Asset Class [Elektronisk resurs]*. Chichester: John Wiley & Sons.
- Funnel SC och PJ Rogers, (2011), *Purposeful Program Theory: Effective Use of Theories of Change and Logic Models*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Iacus S, G King och G Porro, (2012), "Causal Inference Without Balance Checking: Coarsened Exact Matching". I *Political Analysis*, Vol. 20, No. 1, s. 1–24.

- Jensen MC och WH Meckling, (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". I *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, s. 305–360.
- Johansson D, J Palmberg och A Bornhäll, (2013), "Riskkapitalförsörjning i små och medelstora företag – utbud eller efterfrågan?" Rapport 6 i projektet Företagsamt ägande. Stockholm: Svenskt Näringsliv.
- Kapitalmarknadsrådet, (2014), "Kommentar från Kapitalmarknadsrådet hösten 2014". <http://www.tillvaxtanalys.se/aktuellt/nyheter/nyheter/2014-10-23-kommentar-fran-kapitalmarknadsradet-hosten-2014.html> (2017-01-11).
- Large D och S Muegge, (2008), "Venture Capitalists' Non-Financial Value-Added: an Evaluation of the Evidence and Implications for Research". I *Venture Capital*, Vol. 10, No. 1, s. 21–53.
- Lerner J, (2010), "The Future of Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital". I *Small Business Economics*, Vol. 35, No. 3, s. 255–264.
- List J och C Gallet, (2001), "What Experimental Protocol Influence Disparities Between Actual and Hypothetical Stated Values?" I *Environmental and Resource Economics*, Vol. 20, No. 3, s. 241–254.
- Mason C och T Botelho, (2016), "The Role of the Exit in the Initial Screening of Investment Opportunities: The Case of Business Angel Syndicate Gatekeepers". I *International Small Business Journal*, Vol. 34, No. 2, s. 157–175.
- Macmillan IC, DM Kulow och R Khojlian, (1989), "Venture Capitalists Involvement in Their Investments: Extent and Performance". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 4, No. 1, s. 27–47.
- Murray G, M Cowling, C Mason och M Maula, (2015), "Methodologies for an Interim Evaluation of the Swedish Regional Co-investment Funds (CIFs). Report for Tillväxtanalys (Growth Analysis)." Öpublicerad underlagsrapport. Östersund: Tillväxtanalys.
- Myers SC och NF Majluf, (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have". I *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, s. 187–221.
- Nightingale P, G Murray, M Cowling, C Baden-Fuller, C Mason, J Siepel, M Hopkins och C Dannreuther, (2009), "From Funding Gaps to Thin Markets: UK Government Support for Early-Stage Venture Capital". London: NESTA & BVCA.
- Oxford Research, (2015), "Kvalitativ utvärdering av regionala riskkapitalfonder". Bilaga 2 (underlagsrapport 2) till Tillväxtanalys slutrapport (2016), "Effekter och erfarenheter". <http://www.tillvaxtanalys.se/download/18.644511e31542083efdd17982/1460978738559/Underlagsrapport+2.pdf> (2017-01-11).
- Ramböll, (2011), "Utvärdering: Pilotsatsning på regionala investeringsfonder". Info 0326. Stockholm: Tillväxtverket.
- Sweco EuroFutures, (2008), "Strukturfonder för kompletterande kapitalförsörjning i Sverige: En sammanfattning av åtta behovsstudier inför ett JEREMIE-initiativ". Stockholm: Sweco EuroFutures.
- Tillväxtanalys, (2010), "Staten och riskkapitalet". Rapport 2010:01. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2011), "Kompetent kapital? – tre länder, tre försök". Rapport 2011:05. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2012), "Företagsrådgivning i form av konsultcheckar", WP/PM 2012:02. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2013), "Affärsänglar, riskkapitalfonder och policyportföljer". Rapport 2013:08. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2014), "Företagsstöd till innovativa små och medelstora företag – en kontrafaktisk effektvärdering". PM 2014:16. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2016), "Effekter och erfarenheter – slututvärdering av satsningen med regionala riskkapitalfonder 2009–15". Rapport 2016:03. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtverket, (2010), "Förutsättningar för fondprojektens genomförande". Info 0212, Rev A. Stockholm: Tillväxtverket.
- Tillväxtverket, (2016), "Regionala riskkapitalfonder: Slututvärdering 2015". Rapport 0195. Stockholm: Tillväxtverket.

## Databaser

Ramböll/Fondprojekten (webportal för investeringsdata).

Registerbaserad arbetsmarknadsstatistik (RAMS) och Företagens ekonomi (FEK), SCB.

SVCA/Invest Europe (särskild körning av exitstrukturer i privat VC). Sten Tämbro, analytiker, SVCA, 2016-02-25.

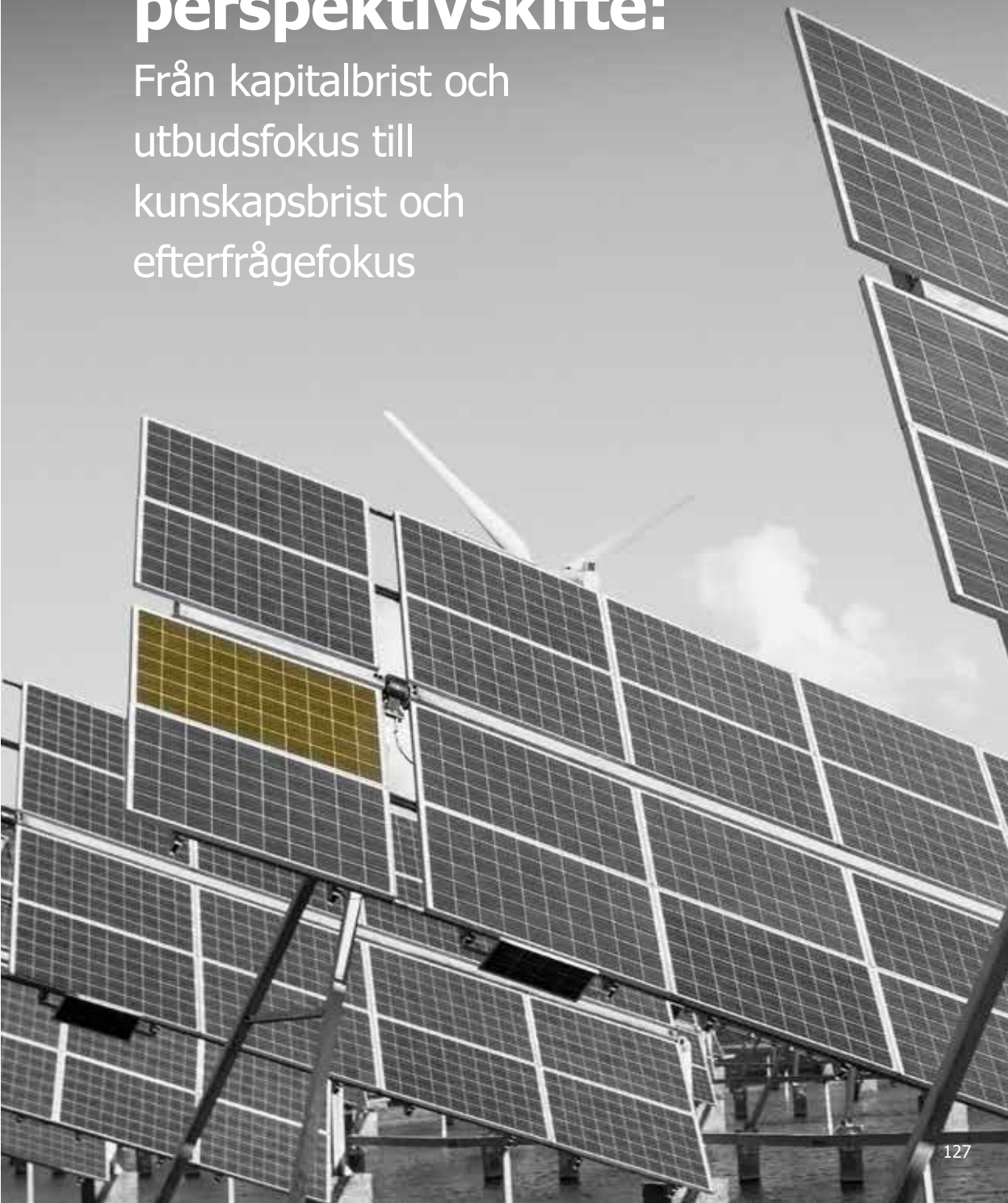
## Intervjuer

Stein Jodal, Investment Director vid Innovation Norway (2015-12-07).

Hans Landström

# Dags för ett perspektivskifte:

Från kapitalbrist och  
utbudsfokus till  
kunskapsbrist och  
efterfrågefokus



## Sammanfattning

Det finns 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 företagarnas 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.



## Introduktion

I antologins första kapitel konstaterade jag att de statliga insatserna såväl internationellt som i Sverige har koncentrerats på att öka *utbudet* av kapital till de nya och små företagen. Problemet med de nya och små företagens kapitalförsörjning har således definierats som att det finns för lite kapital på marknaden för vissa typer av företag. Detta gäller inte minst i den svenska kontexten där staten under lång tid har intervenerat på riskkapitalmarknaden och där det idag förefaller finnas förhållandevis mycket kapital för nya och små företag. Samtidigt konstaterade jag att företagandets karaktär förändras över tiden och att behovet av externt kapital från företagets sida tycks vara relativt måttligt. I Sverige är det relativt få företagare som upplever finansieringen som något stort problem, och det kapitalbehov som efterfrågas i olika faser av företagets utveckling är relativt begränsat.

I detta, antologins sista, kapitel vill jag ta *behovet* av kapital i nya och små företag som utgångspunkt för mitt resonemang. Jag vänder således på beskrivningen av de nya och små företagens kapitalförsörjningsproblematik – från att se problemet som en brist på kapital och ett utbudsproblem till att se det som brist på kunskap och ett efterfrågeproblem. Först när man förstår företagarens beteende och finansiella beslutsfattande kan lämpliga statliga interventioner utformas. Självklart finns det företag där kapitalbrist utgör en central problematik, men även för dessa företag kan inte adekvata policyåtgärder vidtas utan att man utgår från företagarens preferenser och beslutsfattande.

I de två nästkommande avsnitten presenterar jag ett antal empiriska studier som dels behandlar företagarens finansiella beteende i nya och små företag, dels diskuterar heterogeniteten i företagandet. Därefter förklarar jag det finansiella beteendet i nya och små företag med hjälp av ett antal teoretiska utgångspunkter. Avslutningsvis presenterar jag några tankegångar kring den framtida policydiskussionen, med utgångspunkt i min uppfattning om kapitalförsörjningen i nya och små företag som ett efterfrågeproblem.

## Finansiellt beteende i nya och små företag

Utifrån företagarens perspektiv är det viktigt att bredda 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.

### Resursproblem i nya och små företag

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 & 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*.

Stinchcombe (1965) menade att entreprenörer i nya företag upplever såväl externa som interna barriärer under uppstartsprocessen. 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 & 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, det vill säga 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 när de startar 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 & 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 finansörer.

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, 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. Slutsatsen är således att större företag i flera avseenden har stora fördelar jämfört med små företag.

#### 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

VC-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 år 2000 en studie 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, och 58 procent med mindre än \$20 000. 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.

### 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 av *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 & 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 & van Pottelsberghe, 2008), och detta är siffror som även verkar rimliga i den svenska kontexten (Svenskt Näringsliv, 2012; Söderblom & 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 & 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 & van Pottelsberghe, 2008; Ullah m.fl., 2010).

### 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., 1994), 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 & Manigart, 2010; Minola & 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 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 & Udell, 1998; Söderblom & Samuelsson, 2014): För en företagare betraktas ofta bankfinansiering som en lågkostnadsfinansiering som till skillnad från ägar kapital 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 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 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.

## 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 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 diskuterar jag lite av denna problematik.

### 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 & Fiol, 1994) där konkurrensen i branschen snabbt ökar, och det är nödvändigt att skapa en legitimitet för såväl branschen som för de enskilda företagen däri. 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, VC-investerare etcetera (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. (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;

det finns alltså 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 (se även figur 5.2 i kapitel 5, Lithander).

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 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 att det finns vissa skillnader mellan entreprenörer och andra individer, men att 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 att 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 vare sig är särskilt vanliga eller särskilt 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.

## 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 att det också 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 företagen söker långsiktigare relationer till sina finansörer, 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 & 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 finansörernas 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 (Tillväxtanalys, 2010) – faktorer som påverkar såväl kapitalbehovet som möjligheterna att attrahera externt kapital. En studie (Arenius & 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 finansörer (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 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 finansörer jämfört med matchade urval av branscher och inhemska företagare. Den (upplevda) svårigheten att attrahera externt kapital har emellertid gjort att invandrarföretagare i större utsträckning förlitar sig till egna medel och utnyttjar informella finansieringskällor från släkt och vänner.

## 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 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, det vill säga 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 finansörer har stora svårigheter att attrahera externt kapital. Detta gäller exempelvis:

- **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; samt (e) informationsasymmetri mellan entreprenörerna och externa finansörer (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 & 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 & Manigart, 2010; Minola & Giorgino, 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 framtidens tillväxtföretag. 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) – se även kapitel 2, Daunfelt m.fl. – 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.



I detta avsnitt har jag således kunna konstatera att det finns en mycket stor variation i företagandet – det är ett heterogent fenomen. Samtidigt är det naturligtvis inte så att den finansiella problematiken i företagen enbart ska relateras till de individuella förutsättningarna och beteendena i enskilda fall, utan det finns även likheter bland olika kategorier av företag. Även om det begränsade behovet av externt kapital som kännetecknar många nya och små företag har betonats i kapitlet så ska vi också beakta att en del företag behöver mycket kapital för sin etablering och utveckling, och många företag har också svårt att attrahera externt kapital.

# Teoretiska utgångspunkter

## Teorier om företagens finansiella beteende

Över åren har en mängd teorier utvecklats för att försöka förklara småföretagares finansiella beteende. 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 och 1990-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.

Det finns således en mängd olika teorier som hjälper oss förstå företagarnas finansiella beteenden, och olika teorier tenderar att ge olika förklaringar beroende på att man fokuserar på olika aspekter – en del teorier har ett fokus på det finansiella kapitalet och företagarens finansiella beteende, medan andra teorier intar ett bredare angreppssätt och talar om resurser och företagarnas resursbeteende. Men den kanske viktigaste skillnaden mellan teorierna är de antaganden som teorierna gör om den entreprenöriella processens karaktär. I detta avseende kan vi skilja mellan: (a) teorier som betraktar den entreprenöriella processen som en *linjär* process i vilken de olika aktörerna gör ekonomiskt rationella och måldrivna beslut, och (b) teorier som betraktar den entreprenöriella processen som en *unik och icke-linjär* process där aktörerna inte alltid fattar ekonomiskt rationella beslut. Utifrån dessa dimensioner skulle vi kunna kategorisera några av de viktigaste teorierna för att förstå företagarens finansiella beteende på följande sätt (se figur 6.1).

**Figur 6.1** Teoretiska utgångspunkter för att förstå företagarens finansiella beteende

	Rationell process, och ekonomiskt rationellt drivna aktörer	Icke-rationell process, och icke-ekonomiskt rationellt drivna aktörer
Finansiellt fokus	<b>Finansiella teorier</b> - avvägningsteori - hackordningsteori - signalteori	<b>Bootstrapping finansiering</b>
Resursfokus	<b>Resursbaserad teori</b> - "dynamic capabilities"	<b>Teorier om entreprenöriellt beteende</b> - mål- resp. medelbeteende

En kortfattad presentation av de olika teorierna som utifrån olika utgångspunkter förklarar entreprenörens finansiella beslutsfattande presenteras i figur 6.2 (för en mer detaljerad redovisning av teorierna hänvisas till min rapport Tillväxtanalys PM 2017:03).

**Figur 6.2** Teorier som förklarar företagarens finansiella beteende

Teori	Kännetecken	Lärdomar
<b>Finansiella teorier</b>	<p><u>Avvägningsteorin</u> (<i>trade-off-theory</i>) Försöker finna en optimal kapitalstruktur genom att väga skattefördelarna vid lånefinansiering mot nackdelarna som en ökad skuldsättningsgrad skapar.</p> <p><u>Hackordningsteorin</u> (<i>pecking-order theory</i>) Teorin antar att det föreligger en hierarki av finansieringsalternativ i företaget: internt genererade medel, sedan lånefinansiering, och sist externt ägarkapital.</p> <p><u>Signalteorin</u> Teorin förklarar hur företagare på olika sätt försöker reducera osäkerheten och informationsasymmetrin gentemot finansiärer och investerare.</p>	<p>Avvägningsteorin har visat ett begränsat förklaringsvärde i nya och små företag och de empiriska resultaten är varierande.</p> <p>De empiriska beläggen för hackordningsteorins tillämpbarhet i nya och små företag är långt ifrån entydiga och "hackordningen" tenderar att se annorlunda ut i nya och små företag jämfört med stora etablerade företag.</p> <p>Signalteorin blir viktig i nya företag som saknar historik och har svårt att bevisa sin livskraft och trovärdighet. Teorin har använts för att lyfta fram nya och små företags "investeringsberedskap" (<i>investment readiness</i>).</p>
<b>Resursbaserad teori (RBV)</b>	<p>RBV fokuserar på företagets interna resurser och hur dessa resurser kan skapa konkurrensfördelar för företaget. För att skapa konkurrensfördelar måste företaget skaffa och kontrollera resurser som är värdefulla, unika, svåra att imitera och icke-substituerbara. För att resurserna ska utvecklas över tiden krävs dynamiska förmågor i företaget (<i>dynamic capabilities</i>).</p>	<p>Resurserna i nya och små företag skiljer sig från och kräver en annan dynamik än i etablerade och stora företag. Dessutom är det inte resurserna per se som skapar värde i nya och små företag utan det sätt som företagaren använder dem – det är företagaren som individ som står i fokus.</p>
<b>Teorier om entreprenöriellt beteende</b>	<p><u>Mål- resp. medelbeteende</u> (<i>causation vs effectuation</i>) I företagarens "medelbeteende" (effectuation) sätts resurserna och företagarens förmågor och nätverk, inte kapitalet, i fokus, och det antas att företagaren utgår från de resurser som han/hon har tillgång till (såsom företagarens erfarenheter, kunskap och nätverk). Vad företagaren kan göra med sitt företagande beror på de medel som står till förfogande.</p>	<p>Det entreprenöriella beteendet i termer av medelbeteende har diskuterats flitigt och i många fall betraktats som en relevant teori för att förstå nya och små företag, men teorin har också kritiserats (t.ex. Arend m.fl., 2015) och nyanserats (t.ex. Bergendahl, 2009).</p>
<b>Finansiell bootstrapping</b>	<p>Finansiell "bootstrapping" handlar om användandet av metoder för att möta ett företags resursbehov utan att förlita sig till extern finansiering i form av externt låne- och ägarkapital.</p>	<p>Empiriska studier har visat att nya och små företag i stor utsträckning använder sig av finansiell bootstrapping för att hantera resursbehoven i företaget.</p>

## Teorier om 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 & 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 betar 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 kännetecknen 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.

### Utgår entreprenören från mål eller medel?

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 han eller hon 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 beteenden varierar över tiden vid en företagsetablering – vid vissa tidpunkter blir processen mer mål-orienterad och andra tidpunkter mer medel-rationell.

**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 & Landström, 2001).

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 då oftast använder sig av kan beskrivas i ett antal huvudtyper (Winborg & Landström, 2001; Vanacker & 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 stödssystem.
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 förbetalningar 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 från 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 till 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 motstridande resultat.

## Utgångspunkter för policyåtgärder utifrån ett efterfrågeperspektiv

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 har 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 ägarkapitalet i nya och små företag.

I detta kapitel har jag emellertid 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 till ett efterfråge- och kunskapsproblem 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 finansiärernas 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 lagts ut av de stora företagen).

Mitt budskap i detta kapitel är således att för att kunna ta nästa steg och utforma statliga interventioner som verkligen kan få betydelse för utvecklingen av nya och små företag, måste vi förstå företagarens kunskaper, sätt att tänka och bete sig i sitt finansiella beslutsfattande.

I den fortsatta policydiskussionen hoppas jag därför att företagens efterfrågan på kapital och företagarnas beteende får en större betydelse för de åtgärder som introduceras.

## Referenser

- Bruder J, D Neuberger och S Rähle, (2011), "Financial constraints of ethnic entrepreneurship". I *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, Vol. 17, No. 3, s. 296–313.
- Brüderl J, P Preisendorfer och R Ziegler, (1992), "Survival chances of newly founded business organizations". I *American Sociological Review*, Vol. 57, No. 2, s. 227–242.
- Campbell JR och M De Nardi, (2009), "A conversation with 590 nascent entrepreneurs". I *Annals of Finance*, Vol. 5, No. 3, s. 313–340.
- Cassar G, (2004), "The financing of business start-ups". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 19, No. 2, s. 261–283.
- Chandler GN, DR DeTienne, A McKelvie och TV Mumford, (2011), "Causation and effectuation processes: A validation study". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 26, No. 3, s. 375–390.
- Cooper AC, WC Dunkelberg och CY Woo, (1988), *Survival and failure, Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellesley, MA: Babson College. S. 226–237.
- Cooper AC, FJ Gimeno-Gascon och CY Woo, (1994), "Initial human and financial capital as predictors of new venture performance". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 9, No. 5, s. 371–395.
- Cosh A och A Hughes, (1994), "Size, Financial Structure and Profitability: UK Companies in the 1980s". I Hughes A och DJ Storey (red.), *Finance and the Small Firm*. London: Routledge. S. 18–63.
- Davidsson P, (2008), "Looking back at 20 years of entrepreneurship research: What did we learn?". I Landström H, H Crijns, E Laveren och D Smallbone (red.), *Entrepreneurship, Sustainable Growth and Performance*. Cheltenham: Edward Elgar. S. 13–26.
- Drux DR, (1990), "Financing family businesses: Alternatives to selling out or going public". I *Family Business Review*, Vol. 3, No. 3, s. 225–243.
- Ebben JJ, (2009), "Bootstrapping and the financial condition of small firms". I *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, Vol. 15, No. 4, s. 346–363.
- Eisenhardt KM, NR Furr och CB Bingham, (2010), "Microfoundations of Performance: Balancing Efficiency and Flexibility in Dynamic Environments". I *Organization Science*, Vol. 21, No. 6, s. 1263–1273.
- Företagarna, (2015), *Småföretagen vill växa – men saknar finansiering*. Företagarnas finansieringsrapport 2015. Stockholm: Företagarna.
- Gartner WB, (1985), "A Conceptual Framework for Describing the Phenomenon of New Venture Creation". I *Academy of Management Review*, Vol. 10, No. 4, s. 696–706.
- 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". I *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, s. 2161–2183.
- Harrison RT, CM Mason och P Girling, (2004), "Financial bootstrapping and venture development in the software industry". I *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 16, No. 4, s. 307–333.
- Himmelberg CP och BC Petersen, (1994), "R&D and internal finance: A panel study of small firms in high-tech industries". I *Review of Economics and Statistics*, Vol. 76, No. 1, s. 38–51.
- Hitt MA, RD Ireland, SM Camp och DL Sexton, (2001), "Strategic entrepreneurship: entrepreneurial strategies for wealth creation". I *Strategic Management Journal*, Vol. 22, No. 6–7, s. 479–491.
- Holtz-Eakin D, D Joulfaian och H Rosen, (1994), "Entrepreneurial decisions and liquidity constraints". I *RAND Journal of Economics*, Vol. 25, No. 2, s. 334–347.
- Jones D, A Macpherson och D Jayawarna, (2014), *Resourcing the Start-up Business*, London: Routledge.
- Landström H, (2014), "Entrepreneurship Research and Its Historical Background". I Baker T och F Welter (red.), *The Routledge Companion to Entrepreneurship*. London: Routledge. S. 21–40.
- Landström H och J Winborg, (1995), "Small Business Managers' Attitudes Towards and Use of External Financial Sources". Paper presenterad vid *Babson-Kauffman Entrepreneurship Research Conference*, Babson College, Wellesley, MA, juni 1995.
- Lemmon ML, MR Roberts och JF Zender, (2008), "Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure". I *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, s. 1575–1608.
- Mason CM, (2009), "Venture Capital in Crisis?" I *Venture Capital*, Vol. 11, No. 4, s. 279–285.
- Mauer R, (2014), "Thinking different. Effectual logic and behaviour". I Baker T och F Welter (red.), *The Routledge Companion to Entrepreneurship*. London: Routledge. S. 116–130.
- Minola T och M Giorgino, (2011), "External capital for NTBFs: the role of bank and venture capital". I *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, Vol. 14, No. 2–3, s. 222–247.



- Mitchell C, (2015), *Immigrant Entrepreneurship and Firm Growth*. Licentiatuppsats. Lund: Lunds universitet, Sten K. Johnson Centre for Entrepreneurship.
- Mitchell R, L Busenitz, T Lant, P McDougall, E Morse och J Smith, (2004), "The distinctive and inclusive domain of entrepreneurial cognitive research". I *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28, No. 6, s. 505–518.
- Moroz PW och K Hindle, (2012), "Entrepreneurship as a process: Toward harmonizing multiple perspectives". I *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 36, No. 4, s. 781–818.
- Nagy B och F Lohrke, (2010), "Only the good die young? A review of liability of newness and related new mortality research". I Landström H och F Lohrke (red.), *Historical Foundations of Entrepreneurship Research*. Cheltenham: Edward Elgar. S. 185–204.
- Nightingale P, G Murray, M Cowling, C Baden-Fuller, C Mason, J Siepel, M Hopkins och C Dannreuther, (2009), "From Funding Gaps to Thin Markets: UK Government Support for Early-Stage Venture Capital". London: NESTA & BVCA.
- Perry JT, GN Chandler och G Markova, (2012), "Entrepreneurial Effectuation: A Review and Suggestions for Future Research". I *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 36, No. 4, s. 837–861.
- Reynolds PD, (2000), "Entreprenörskap. Sammenligning mellom land". I *Magma*, Vol. 3, No. 3, s. 88–92.
- Reynolds PD och B Miller, (1992), "New firm gestation: Conception, birth and implication for research". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, No. 5, s. 405–417.
- Revest V och A Sapio, (2012), "Financing technology-based small firms in Europe: what do we know". I *Small Business Economics*, Vol. 39, No. 1, s. 179–205.
- Robb AM och DT Robinson, (2014), "The capital structure decision of new firms". I *Review of Financial Studies*, Vol. 27, No. 1, s. 153–179.
- Romano CA, GA Tanewski och KX Smyrnios, (2001), "Capital structure decision making: A model for family business". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 16, No. 3, s. 285–310.
- Rumelt RP, (1984), "Towards a strategic theory of the firm". I Lamb R (red.), *Competitive strategic management*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall. S. 556–570.
- Samuelsson M, (2004), *Creating new ventures: A longitudinal investigation of the nascent venturing process*, Doktorsavhandling. No. 020. Jönköping: Företagsekonomiska institutionen, Jönköping International Business School.
- Sarasvathy SD, (2001), "Causation and effectuation: Toward a theoretical shift from economic inevitability to entrepreneurial contingency". I *Academy of Management Review*, Vol. 26, No. 2, s. 243–263.
- Simon DG, MA Hitt och RD Ireland, (2007), "Managing firm resources in dynamic environment to create value". I *Academy of Management Review*, Vol. 32, No. 1, s. 273–292.
- Smallbone D, M Ram, D Deakins och R Baldock, (2003), "Access to Finance by Ethnic Minority Businesses in the UK". I *International Small Business Journal*, Vol. 21, No. 3, s. 291–314.
- Smith NR, (1967), *The Entrepreneur and His Firm*, Bureau of Business Research. East Lansing, MI: Michigan State University Press.
- Stinchcombe A, (1965), "Organizations and social structure". I March JG (red.), *Handbook of Organizations*. Chicago, IL: Rand McNally. S. 142–193.
- Storey DJ, (1994), *Understanding the Small Business Sector*. London: Routledge.
- Svenskt Näringsliv, (2012), *Nya företags försörjning av riskkapital*. Rapport No. 4 till projektet "Företagsamt ägande". (Herin J och U Jakobsson). Stockholm: Svenskt Näringsliv.
- Söderblom A och M Samuelsson, (2014), *Source of Capital for Innovative Startup Firms. An Empirical Study of the Swedish Situation*, Näringspolitiskt Forum, Rapport No. 9. Örebro: Entreprenörskapsforum.
- Tillväxtanalys, (2010), "Lika rätt och lika möjligheter till företagsstöd? Förordningarna om de regionala investeringsstöden granskade ur ett könsperspektiv". Rapport 2010:02. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2011), "Kompetent kapital? Tre länder, tre försök". Rapport 2011:05. Östersund: Tillväxtanalys.
- Tillväxtanalys, (2017), "Avenyer av nya drömmar: Statens roll i den framtida kapitalförsörjningen". PM 2017:03. Östersund: Tillväxtanalys.
- 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". I *International Entrepreneurship and Management Journal*, Vol. 6, No. 3, s. 301–315.
- Vanacker T och S Manigart, (2010), "Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing". I *Small Business Economics*, Vol. 35, No. 1, s. 53–69.
- 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". I *Journal of Developmental Entrepreneurship*, Vol. 9, No. 2, s. 145–159.

- Van Auken H, (2005), "Differences in the usage of bootstrapping financing among technology-based versus non-technology-based firms". I *Journal of Small Business Management*, Vol. 43, No. 1, s. 93–103.
- Wernerfelt B, (1984), "A resource-based view of the firm". I *Strategic Management Journal*, Vol. 5, No.2, s. 171–180.
- Wiklund J och DA Shepherd, (2005), "Entrepreneurial orientation and small business performance: A configuration approach". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 20, No. 1, s. 71–91.
- Winborg J, (2009), "Use of financial bootstrapping in new businesses: a question of last resort?" I *Venture Capital*, Vol. 11, No. 1, s. 71–83.
- Winborg J och H Landström, (2001), "Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 16, No.3, s. 235–254.
- Zacharakis AL, DA Shepherd och JE Coombs, (2003), "The development of venture-capital backed internet companies. An ecosystem perspective". I *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, No. 2, s. 217–231.
- Zott C, (2003), "Dynamic capabilities and the emergence of intra-industry differential firm performance". I *Strategic Management Journal*, Vol. 24, No. 2, s. 97–125.

## Författarpresentationer

### **Kapitel 1 och 6:**

Hans Landström är professor i företagsekonomi med inriktning mot entreprenörskap vid Sten K. Johnson Centre for Entrepreneurship, Lunds universitet. Han har publicerat bortåt 200 arbeten inom områden såsom entreprenöriell finansiering, venture capital och affärs-änglar, entreprenöriell utbildning och entreprenöriell teori.

### **Kapitel 2:**

Sven-Olov Daufeldt är forskningschef vid HUI Research och professor i nationalekonomi vid Högskolan Dalarna. Sven-Olov disputerade år 2001 vid Umeå universitet. Under senare tid har Sven-Olovs forskning framförallt varit inriktad mot studier av villkoren för företagande och bland annat berört effekterna av innovationsstöd till små och medelstora företag, de snabbväxande företagens betydelse över tid, samt deras bidrag för att bryta utanförskapet i ekonomin. Hans forskning är publicerad i över 35 vetenskapliga tidskrifter.

Åsa Grek är doktorand i mikrodataanalys vid Högskolan Dalarna sedan september 2015. Åsa forskar om företagens beslutsfattande, tillväxt och överlevnad på den svenska marknaden. I sin forskning använder sig Åsa av både ekonometriska och datavetenskapliga metoder.

Fredrik Hartwig är lektor i företagsekonomi med inriktning externredovisning vid Högskolan Dalarna och Högskolan i Gävle. Han bedriver för närvarande forskning kring effekterna av redovisnings- och revisionsval. Dessutom bedriver Fredrik mer tillämpad forskning som syftar till att utveckla framtidens hållbarhetsredovisningssystem.

Niklas Rudholm är professor i nationalekonomi och verksam vid HUI Research och Högskolan Dalarna. Niklas disputerade år 2001 vid Umeå universitet med en avhandling som behandlade konkurrensfrågor på läkemedelsmarknaden. Niklas forskning är metodorienterad och efter disputation har han framförallt arbetat med tillämpad mikroekonomisk analys gällande frågeställningar som rör etableringar, nedläggningar, migration samt tillväxt i svenska aktiebolag.

**Kapitel 3:**

**Marc Cowling:** Marc är professor i entreprenörskap och biträdande prefekt vid Brighton Business School i England. Han är rankad som en av de främsta forskningsinriktade ekonomerna i världen (bland de 10 % bästa) och rankas på 23:e plats i världen inom forskningsämnet entreprenörskap. Han är rådgivare till Världsbanken, Inter-American Development Bank och Europeiska unionen i frågor som rör småföretagspolicy och är för närvarande rådgivare till regeringen i Storbritannien gällande utformning och implementering av en lånefond för innovationer. Marc är världsledande expert på lånegarantier, småföretagspolicy och utvärdering av finansiella instrument.

**Kapitel 4:**

**Patrik Gustavsson Tingvall** är professor i nationalekonomi vid Södertörns högskola. Han är också verksam som forskare vid Ratio, Näringslivets forskningsinstitut, och som analytiker vid Tillväxtanalys. Hans forskning omfattar områdena: Statliga stöd och riskkapital; internationell handel, innovation och tillväxt, samt mismatch på arbetsmarknaden.

**Erik Engberg** är forskningsassistent vid Ratio, Näringslivets forskningsinstitut. Han har en master i nationalekonomi från Uppsala universitet. Eriks masteruppsats handlar om hur riskkapitalinvesteringar påverkar produktivitet i start-upföretag. Bland hans intressen kan nämnas politisk ekonomi, entreprenörskap och ekonometri.

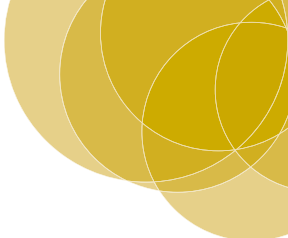
**Daniel Halvarsson** är filosofie doktor i nationalekonomi och arbetar som forskare vid Ratio, Näringslivets forskningsinstitut. Hans forskning är empiriskt driven och berör olika aspekter av företagsdynamik som till exempel snabbväxande företag, entreprenörskap, tillväxteffekter av innovationsstöd och venture capital.

**Kapitel 5:**

**Jörgen Lithander** är kvalificerad analytiker vid Tillväxtanalys och filosofie licentiat i nationalekonomi. Jörgen har arbetat med Tillväxtanalys utvärderingsuppdrag inom kapitalförsörjning sedan 2009, bl.a. med forskningsöversikter och internationella erfarenheter. Bland andra uppdrag inom myndigheten kan t.ex. nämnas studier om kommunala näringslivsklimat, flernivåstyrning, nordiskt samarbete samt ex ante-utvärdering av de svenska regionalfondsprogrammen 2014–2020. Han har även varit sekreterare i myndighetens Kapitalmarknadsråd 2011–2016.







Antologin belyser från olika håll frågan om statens medverkan på kapitalförsörjningsmarknaden. Kapitlen är skrivna av författare som på olika sätt har goda kunskaper inom sakområdet. Deras resonemang bygger på forskning och erfarenheter från både Sverige och andra länder. Boken innehåller dessa kapitel:

- 1 Statens hittillsvarande roll i de nya och små företagens kapitalförsörjning.** Hans Landström diskuterar företagets behov av finansiering och varför staten engagerar sig i de nya och små företagens kapitalförsörjning. Han konstaterar att det finns goda skäl för statliga interventioner, men också att det är viktigt hur dessa utformas så att de inte leder till oönskade effekter.
- 2 Betydelsen av internt genererat kapital för en långsiktigt hållbar företagstillväxt.** Sven-Olov Daunfeldt m.fl. undersöker vad internt genererat kapital betyder för företagets tillväxt och möjligheter att överleva på marknaden. Studien visar bland annat att det är viktigare att bygga upp interna medel innan företaget växer, än tvärtom.
- 3 Kreditgarantisystem – vad är det och vilken funktion fyller det?** Marc Cowling går igenom den teoretiska grunden för ett kreditgarantisystem, hur instrumentet fungerar och vilka beståndsdelar det har. Vi får också några utblickar mot befintliga system i Europa. Cowling beskriver vidare vad som krävs för att införa statliga kreditgarantier och diskuterar behovet i Sverige.
- 4 Reala effekter av statligt och privat riskkapital.** Patrik Tingvall m.fl. jämför effekterna av offentligt och privat riskkapital på portföljföretagens konkurrenskraft. Utfallet av analysen visar att statligt och privat riskkapital i princip ger upphov till likartade effekter. Författarna finner vidare att statliga aktörer inte investerar mer i tidiga faser än vad de privata aktörerna gör, vilket motsäger ett viktigt motiv för statlig intervention. Statliga investerare tenderar dock i större omfattning än de privata att fortsätta investera i stagnerande företag.
- 5 Erfarenheter från en policyinsats – regionala saminvesteringsfonder.** Jörgen Lithander sammanfattar Tillväxtanalys utvärdering av de regionala fonder som under perioden 2009–2015, tillsammans med privata aktörer, investerade riskkapital i små och medelstora företag i hela landet. Investeringsförutsättningarna skiljer sig åt mellan fondernas geografiska investeringsområden, men verktygen är desamma. Utvärderingen rekommenderar en precisering av mål och programlogik samt kompletterande policyinsatser.
- 6 Dags för ett perspektivskifte: Från kapitalbrist och utbudsfokus till kunskapsbrist och efterfrågefokus.** Hans Landström diskuterar statens framtida roll i de nya och små företagens kapitalförsörjning. Han argumenterar för behovet av ett perspektivskifte – staten behöver förändra sina insatser från att fokusera på utbudet av kapital till att utgå från efterfrågesidan, det vill säga företagarens preferenser, beteende och finansiella beslutsfattande.

