

INSTITUTIONER OCH INCITAMENT

FÖR INNOVATION

ENTREPRENÖRIELLA VÄGVAL

FÖR SVENSK TILLVÄXT



SWEDISH ECONOMIC FORUM REPORT 2013

INSTITUTIONER OCH INCITAMENT

FÖR INNOVATION

ENTREPRENÖRIELLA VÄGVAL FÖR SVENSK TILLVÄXT

Pontus Braunerhjelm (red.)

Martin Andersson

Anders Broström

Magnus Henrekson

Tino Sanandaji

Per Thulin

Joacim Tåg

Innehåll

7 KAPITEL 1 ENTREPRENÖRSKAP, KUNSKAP OCH EKONOMIERS UTVECKLINGSKRAFT

Pontus Braunerhjelm

- 9 Entreprenörskapets ekonomi – en sammanfattning
- 12 En politik för ett dynamiskt svenskt näringsliv

17 KAPITEL 2 ENTREPRENÖRSKAP, INSTITUTIONER OCH EKONOMISK DYNAMIK: LÄRDOMAR FRÅN JÄMFÖRELSE MELLAN SVERIGE OCH USA

Pontus Braunerhjelm & Magnus Henrekson

- 17 Inledning
- 19 Ekonomisk utveckling och entreprenörskap: Sverige vs USA
- 22 Är Sverige fortfarande institutionellt avvikande?
- 25 Tillväxtens byggstenar: Kunskap och entreprenörskap
- 28 Avslutande kommentarer

31 KAPITEL 3 RISKKAPITAL TILL ENTREPRENÖRER: VILKEN ROLL SPELAR FINANS- MARKNADerna, SKATTEPOLITIKEN OCH ARBETSMARKNADSREGLERINGARNA?

Joacim Tåg

- 31 Inledning
- 32 Riskkapitalbolagens roll i samhället
- 34 Riskkapitalmarknaderna i USA och Sverige i historiskt perspektiv
- 36 Institutionella faktorer bakom den senare utvecklingen i Sverige
- 42 Avslutande kommentarer

45 KAPITEL 4 VARIFRÅN KOMMER DE NYA TILLVÄXTFÖRETAGEN? – EN SYSTEMATISK ANALYS AV NYFÖRETAGANDET I SVERIGE

Martin Andersson

- 45 Introduktion
- 49 Nyföretagandet i Sverige – en övergripande bild från ett nytt datamaterial
- 56 Arbetsmarknadsdynamik och övergångar från anställd till företagare
- 59 Överlevnad och sysselsättningstillväxt i nya företag i Sverige
- 65 Slutsatser och diskussion

73 KAPITEL 5 FRÅN FORSKARE TILL FÖRETAGARE – EN LÖNSAM KARRIÄRVÄXLING?

Anders Broström

- 73 Forskningsbaserat företagande
- 74 Svenska erfarenheter
- 76 Ett ovanligt och kortvarigt karriärskifte
- 77 Vem är den akademiske företagaren?
- 78 Företagande inget inkomstlyft
- 80 Svårt förklara vem som lyckas
- 81 Reflektioner

85 KAPITEL 6 MILJARDÄRENTREPRENÖRER – ETT ALTERNATIVT EMPIRISKT MÅTT

Tino Sanandaji

- 86 Bakgrund
- 87 Nytt empirisk mått på entreprenörskap med hög genomslagskraft
- 91 Kan entreprenörskap särskiljas från egenföretagande?
- 93 Institutioner och olika former av företagande
- 95 Data
- 96 Empiriska samband mellan institutioner och två former av företagande
- 102 Slutsatser och avslutande kommentarer

105 KAPITEL 7 LOKALA SYSSÄTTNINGSMULTIPLIKATORER OCH HUMANKAPITAL I USA OCH SVERIGE DATA

Per Thulin

- 105 Introduktion
- 108 Konceptuellt ramverk
- 111 Sysselsättningsmultiplikatorer i USA
- 112 Sysselsättningsmultiplikatorer i Sverige
- 120 Sammanfattning och policyslutsatser

123 Referenser

133 Om författarna

RISKKAPITAL TILL ENTREPRENÖRER: VILKEN ROLL SPELAR FINANSMARKNADerna, SKATTEPOLITIKEN OCH ARBETSMARKNADSREGLERINGARNA?¹²

● JOACIM TÅG

Inledning

I flera länder har vi under de senaste åren sett statliga initiativ inriktade på att stärka tillväxt och jobbskapande. En del av dessa har fokuserat på att understöda en aktiv riskkapitalmarknad (för *venture capital*-investeringar). Detta har skett antingen genom direkt statlig inblandning i form av statliga riskkapitalprojekt eller indirekt genom försök att skapa en god institutionell miljö.

För att tydliggöra vilka institutionella faktorer som samvarierar med en aktiv riskkapitalmarknad presenteras i denna studie en jämförelse över utvecklingen i USA och i Sverige med fokus på tre institutionella ramverk: de finansiella marknaderna, skattepolitiken, och arbetsmarknadsregleringar. Jämförelsen av riskkapitalmarknadernas historiska utveckling i Sverige med den i USA visar att sannolika förklaringar till att riskkapitalmarknaderna utvecklats långsammare i Sverige är en senare liberalisering av de finansiella marknaderna i Sverige, den svenska skattepolitiken, samt att Sverige haft striktare arbetsmarknadsregleringar än USA. I Sverige har staten spelat en mer framträdande roll än i USA.

Avregleringen av finansmarknaderna och aktiva statliga åtgärder för att stödja riskkapitalmarknaderna har antagligen bidragit till faktumet att den svenska riskkapitalmarknaden under de senaste två decennierna har kommit att bli en av de tio mest

12. Jag vill tacka Odd Lyssarides för utmärkt forskningsassistans.

aktiva i världen (mätt som kvoten mellan investeringar och BNP). För att i framtiden fortsätta stödja utvecklingen på den svenska riskkapitalmarknaden kan en god väg vara att jobba vidare på att förbättra de tre nämnda institutionella ramverken. Exempel på åtgärder inkluderar lägre beskattning av entreprenörsinkomster (lättnader av 3:12-reglerna) och optioner, ett större fokus på "flexicurity" i arbetsmarknadspolitiken, samt införande av regelverk som underlättar börsnoteringar för mindre bolag.

Kapitlet är upplagt enligt följande. Nästa avsnitt undersöker riskkapitalbolagens roll i samhället och svarar på frågan varför åtgärder för att främja en aktiv riskkapitalmarknad kan vara motiverade. Avsnitt 3 jämför den institutionella miljön i USA med den i Sverige och avsnitt 4 ger en översikt över den akademiska litteraturen som rör riskkapital och de finansiella marknaderna, skattepolitiken, samt arbetsmarknadsregleringar. Avslutningsvis sammanfattas kapitlet och policyimplikationerna diskuteras.

Riskkapitalbolagens roll i samhället

En aktiv riskkapitalmarknad kan stärka den ekonomiska tillväxten.¹³ Argumentet för att stärka riskkapitalmarknaderna grundar sig i makroekonomisk standardteori: för att producera något krävs kapital och arbetskraft och hur kombinationen mellan kapital och arbetskraft ser ut är centralt för hur mycket som kan produceras. Med en given mängd insatsvaror kan produktionsmängden öka genom att produktiviteten ökar. Detta möjliggörs genom att nya innovationer tas till marknaden.¹⁴ Innovationer når ofta marknaden och ekonomin genom unga och entreprenöriella bolag. Acs och Audretsch (1988) visar att små bolag bidrog med nästan hälften av innovationerna, men också att det fanns en stor skillnad mellan olika industrier; små bolag tenderade att vara viktigare i mindre mogna och mindre koncentrerade branscher. Nya mindre bolag valde också att introducera produkter på mer riskfyllda sätt jämfört med etablerade bolag (Aron och Lazear, 1990). Även om de oftare misslyckades, står de också för de innovationer som har störst genomslagskraft.

Yngre entreprenöriella bolag kan ha svårt att hitta finansiering från privata investerare och banker på grund av två imperfektioner på kapitalmarknaderna. Den första är den moraliska risken (moral hazard, eller även kallat agent-problemet, se Jensen och Meckling, 1976). Intressekonflikter mellan entreprenören och investeraren begränsar möjligheten för yngre bolag att attrahera privata investerare eftersom entreprenören har incitament att spendera bolagets pengar då han eller hon inte kommer att stå för den fulla kostnaden för utgifterna. Skuldfinansiering är inte heller alltid möjlig eftersom entreprenören då har incitament att ta på sig risker som från bankens perspektiv är alltför höga. Entreprenören tjänar på om bolaget går bra samtidigt som det är banken som förlorar om bolaget går i konkurs. Den andra imperfektionen är asymmetrisk

13. Se Lerner (2009) för en genomgående diskussion.

14. Se det teoretiska arbetet av Solow (1956) och Romer (1986, 1990). Se Carree och Thurik (2010) och Braunerhjelm (2011) för en undersökning av sambandet mellan entreprenörskap, innovation och tillväxt.

information. Privata investerare räds att entreprenören endast emitterar aktier om bolaget är övervärderat (Akerlof 1970; Myers and Mailuf, 1984; Greenwald, Stiglitz och Weiss, 1984). Bankfinansiering är inte nödvändigtvis heller tillgänglig eftersom banker räds att det, vid varje given räntenivå, enbart är entreprenörer med mycket riskabla projekt som behöver låna (Stiglitz och Weiss, 1981).

Riskkapitalbolag är experter på att lösa de problem som moralisk risk och asymmetrisk information för med sig. Därigenom fungerar de som mellanhänder för finansörer med kapital och entreprenörer med idéer. För att överbrygga problem med asymmetrisk information spenderar riskkapitalbolagen mycket tid och pengar på att skaffa sig en detaljerad bild av bolaget och dess entreprenör (Chan 1983). Ofta kräver de styrelseplatser för att noggrant kunna följa entreprenören och ge råd kring företagets utveckling (Cornelli and Yosha, 2003; Hellman, 1998). För att minska problem med moralisk risk använder de sig av finansiella kontrakt som till exempel innefattar att kräva preferensaktier, de upprättar restriktiva avtal (Kaplan and Strömberg, 2004), och de sprider ut sina investeringar i ett bolag över tid så att senare investeringar är beroende av hur väl bolaget utvecklats (Admati och Pfleider 1994). Vidare gör riskkapitalbolagens tidsbegränsade ägande att det finns starka incitament att investera i det entreprenöriella bolagets utveckling eftersom eventuella framtida köpare kan vara villiga att betala både för att ta över ägandet av bolaget och att för att hindra rivaler ifrån att ta över ägandet (Norbäck och Persson, 2009).

Det finns stöd för att riskkapitalfinansiering är särskilt värdefullt för innovativa snabbväxande företag. Hellman och Puri (2000) använder sig av en databas över entreprenöriella företag i Silicon Valley under åren 1994 till 1997 och delar upp dessa i "innovationsföretag" (de som är först med att introducera nya produkter på marknaden) och "imitationsföretag" (som imiterar andra företag). Studien visade att innovationsföretagen är mer sannolika att få finansiering genom riskkapitalbolag jämfört med imitationsföretagen. Det finns också stöd för ett samband mellan innovation och riskkapitalinvesteringar på branschnivå. Kortum och Lerner (2000) använde sig av en regelförändring i USA under sent 1970-tal för att studera hur inflöde av kapital till riskkapitalsektorn påverkade patentsökning på branschnivå. De visade att en dollar i riskkapitalsektorn bidrog till patentering tre till fyra gånger oftare än en dollar i traditionell forskning och utveckling i ett företag. De fann också att andra patent mycket oftare hänvisade till patent från riskkapitalfinansierade bolag jämfört med patent från företag som ej varit riskkapitalfinansierade, vilket indikerar att patenten från företag som mottagit riskkapitalinvesteringar var mer värdefulla.

En välfungerande riskkapitalmarknad kan alltså bidra till ekonomisk tillväxt genom att underlätta för entreprenöriella snabbväxande företag att hitta finansiering. Att däremot enbart låta riskkapitalbolag växa fram av sig själva är inte nödvändigtvis tillräckligt. Riskkapitalbolagens verksamhet kan nämligen ha positiva effekter för ekonomin i övrigt. Först och främst finns det en positiv spiraleffekt i riskkapitalverksamheten. När branschen har uppnått en viss nivå av aktivitet är det mycket lättare att få den att fortsätta fungera väl och växa till sig. När ett kluster med riskkapitalbolag etablerat sig i en region skapas strukturer och erfarenheter som

vidare främjar tillväxt. Erfarna jurister och revisorer är tillgängliga och investerare och entreprenörer får erfarenhet och förtroende för hur riskkapitalbolagen arbetar. Till en början kan således riskkapitalmarknaden behöva hjälp från statligt håll för att komma igång. Utöver detta så finns positiva följd effekter i verksamheten som riskkapitalbolagen finansierar. Som redogörs för ovan har tidigare studier visat att en aktiv riskkapitalmarknad främjar forskning, utveckling och nya innovationer. Likaså har det visats att forskning och utveckling har spridningseffekter i resten av ekonomin som inte beaktas av privata aktörer. Griliches (1992) konstaterade att gapet mellan privat och samhällelig avkastning på forskning och utveckling, FoU, sannolikt ligger på runt 50 till 100 procent av den privata avkastningen. På så vis internaliserar inte riskkapitalmarknaden helt och hållet den effekt den har på ekonomin i sin helhet. Detta betyder att en statlig aktiv politik för att främja riskkapitalmarknadens verksamhet är motiverad. Som denna studie argumenterar är skapandet av ett välfungerande institutionellt ramverk i samhället en viktig komponent i denna politik.

Riskkapitalmarknaderna i USA och Sverige i historiskt perspektiv

Utvecklingen i USA

Starten för den amerikanska riskkapitalbranschen var när MIT:s ordförande Karl Compton, generalen Georges Doriot och ett antal framträdande affärsmän etablerade *American Research and Development Corporation* (ARDC) (Gompers och Lerner, 2001). Tanken med ARDC var att investera i företag som kommersialiserade den amerikanska arméns uppfinningar från andra världskriget. Under åren som följde uppkom flera liknande bolag och det första riskkapitalbolaget med kommanditbolagsstruktur grundades 1958.

Den amerikanska regeringen började under 1960-talet stötta riskkapitalmarknaden i och med att initiativet *Small Business Investment Company* (SBIC) sjuöattes. Sådana SBIC:er var federalt administrerade riskkapitalpooler. När SBIC hittat privata investerare matchade regeringen den privata investeringen med offentliga medel eller genom lånegarantier. Till en början utnyttjades SBIC i hög utsträckning men då de var olämpligt utformade föll de flesta senare samman. Under 1970- och 1980-talet ökade aktiviteten på den amerikanska riskkapitalmarknaden. Den ekonomiska utvecklingen var stark och pensionsfonder tilläts efter regelförändringar 1979 att investera i riskkapitalfonder. Detta bidrog till att andelen pensionskapital i riskkapitalfonder ökade från 15 procent under 1978 till 50 procent under 1986.

När ekonomin bromsade in under sent 1980-tal och tidigt 1990-tal minskade den totala aktiviteten på riskkapitalmarknaden. Investeringar i riskkapitalfonder under 1990-talets första hälft nästan halverades jämfört med 1980-talets senare hälft. Detta förändrades dock under den andra halvan av 1990-talet, delvis på grund av ett antal högprofilerade börsintroduktioner som generat imponerande avkastning till investerare (Gompers och Lerner, 2001). Vidare uppstod ett ökat intresse från företag att investera och gå in i partnerskap med riskkapitalbolag som komplement till

deras interna FoU. Under denna period gick en stor del av riskkapitalinvesteringarna till IT-bolag (uppemot 60 procent år 1999). Bland annat investerade riskkapitalbolag i företag som Apple, Microsoft, Cisco och Sun Microsystems.

Efter att IT-bubblan sprack och aktiemarknaden kraschade år 2001 led ett stort antal riskkapitalbolag stora förluster och gick under. Antalet transaktioner minskade från ca 5 000 under år 2000 till ca 1 600 under år 2003 (en minskning motsvarande 70 procent). Marknaden återhämtade sig däremot kort därefter och antalet transaktioner har stabiliserats till ca 3 000 per år. Under 1990-talet skedde även en drastisk internationalisering av den amerikanska riskkapitalbranschen som innan årtiondets början främst var en inhemsk angelägenhet. Aizenman och Kendall (2008) visar med hjälp av data innehållandes över 100 länder att andelen internationella investeringar av riskkapitalbolag ökade från 15 procent under tidigt 1990-tal till över 40 procent år 2007. Enligt deras data har USA konsekvent varit världens största nettoexportör av riskkapitalinvesteringar.

Utvecklingen i Sverige

Ett land som mottagit en stor andel av dessa riskkapitalinvesteringar har varit Sverige. Historiskt sett tog dock den svenska riskkapitalmarknaden fart många decennier efter den amerikanska. Medan de första amerikanska riskkapitalbolagen var privata initiativ har den svenska staten varit djupt involverad i den svenska riskkapitalmarknaden ända från början. År 1973 startades det första svenska riskkapitalbolaget (Företagskapital). Detta var ett samarbete mellan den svenska staten och ett antal svenska banker (Herzog 1990; Cornelius och Isaksson, 1998) och ledde till att flertalet riskkapitalbolag startade under 1970-talets slut och 1980-talets början. De flesta var statliga initiativ med syfte att stödja små företag i diverse svenska regioner (Isaksson, 2006). Det dröjde till 1983 innan den första institutionella investeringen gjordes i ett svenskt privat riskkapitalbolag (Söderblom, 2011).

De statliga initiativen till att snabbt få igång den svenska riskkapitalmarknaden var en del av ett större reformarbete av det svenska finansiella systemet, från ett hårt reglerat bankbaserat system till ett lösare reglerat marknadsbaserat system (Englund, 1990). Under toppen 1986-87 stod den svenska staten för ungefär 42 procent av det förvaldade kapitalet hos drygt 20 riskkapitalbolag (Herzog 1990; Isaksson och Cornelius, 1998; Isaksson 2006). År 1990 gick den svenska ekonomin in i en djup svacka som innebar negativ real BNP-tillväxt som varade ända till 1993, och därmed mycket längre än den samtida nedgången i USA. Detta påverkade kraftigt riskkapitalbolagen. Avkastningsnivåerna var dystra och tillgången på kapital ströps (Herzog, 1990; Isaksson, 2006). Enligt Isaksson (2006) minskade antalet riskkapitalbolag till ca 10 år 1991 jämfört med över 20 under toppen 1986.

Precis som i USA karaktäriserades 1990-talet av en kraftig ökning av aktivitet på riskkapitalmarknaden. I Sverige var det under detta decennium som den privata riskkapitalbranschen blev stadigt etablerad. Detta förklaras av en mer välmående ekonomi, en ökning i privat sparande och av statliga initiativ som bland annat inkluderade att Allmänna Pensionsfonden allokerade kapital till riskkapitalinvesteringar.

Risikkapitalmarknadens uppgång höll i sig ända fram till börskraschen 2001 och utgjordes år 2000 av hela 160 aktiva risikkapitalbolag. Aktiviteten var intensiv under 1990-talets senare hälft och innan kraschen 2001 ledde hård konkurrens mellan nybildade risikkapitalbolag till att de svenska risikkapitalbolagen började investera i företag i allt tidigare stadier. Föga förvånande ledde börskraschen till att många oerfarna och nybildade risikkapitalbolag lades ned. Av 160 svenska lokala risikkapitalbolag fanns endast 80 kvar 2006 (Isaksson, 2006). Antalet transaktioner föll inledningsvis med 60 procent (från ca 100 stycken år 2000 till ca 40 år 2002); men precis som i USA återhämtade sig branschen efter 2005.

Trots excesserna under 1990-talet och den omfattande kraschen 2001 etablerades en aktiv svensk risikkapitalmarknad. År 2010 uppgick risikkapitalinvesteringarna i Sverige till 0,07 procent av BNP, vilket placerar Sverige på en sjätteplats i världen. USA ligger på andra plats med en motsvarande siffra på 0,20 procent. Sverige har dock den största risikkapitalmarknaden i Europa, mätt som andel av BNP. En del av förklaringen bakom den höga andelen investeringar ligger i att Sverige har kommit att bli en attraktiv destination för internationella risikkapitalinvesteringar. Enligt Aizenman och Kendall (2008) var Sverige under perioden 2003 till 2007 världens näst största nettoimportör av risikkapital, samtidigt som USA var den största nettoexportören. Men den kanske viktigaste förklaringen är de institutionella förändringar som skett i Sverige under de senaste decennierna, en fråga som nästa stycke analyserar i detalj.

Institutionella faktorer bakom den senare utvecklingen i Sverige

Detta stycke analyserar tre institutionella faktorer som kan tänkas ha påverkat den senare utvecklingen av risikkapitalmarknaden i Sverige: de finansiella marknaderna, skattepolitiken, och arbetsmarknadsregleringar. Det finns akademisk forskning som visat att samtliga dessa institutioner interagerar med utvecklingen av en aktiv risikkapitalmarknad. Stycket presenterar först den akademiska forskningen på området och jämför sedan utvecklingen i USA och Sverige.

Finansmarknaden

Den akademiska forskningen har lyft fram att välutvecklade finansmarknader är viktiga för risikkapitalbolag. Detta eftersom dessa ger goda avyttringsmöjligheter för risikkapitalbolagen. Avyttringen som risikkapitalbolagen gör efter en tids ägande är av största vikt eftersom att risikkapitalbolagens kunskaper och kapital leder till störst värdeökning tidigt i ett innovativt företags livscykel (Black och Gilson 1998). När ett företag mognar blir det enklare att attrahera finansiering från privata investerare och banker. Vid denna punkt kan risikkapitalbolagens kapital och kunskaper göra större nytta på annat håll. Om en lokal aktiemarknad är utvecklad kan risikkapitalbolagen genomföra börsnoteringar och då likvidera kapitalinsatsen. Om det finns välutvecklade aktiemarknader kommer de förstärka en aktiv risikkapitalmarknads effekter på innovation och tillväxt eftersom innehaven löper under kortare tid samt eftersom fler

unga och innovativa bolag kan ta del av riskkapitalbolagens kunskaper och kapital (Michelacci och Suarez, 2004).

En börsintroduktion ger upphov till två ytterligare fördelar (Black och Gilson, 1998). Den första är att en notering på en aktiemarknad ger entreprenören som har tagit emot riskkapitalbolagets investering möjlighet att återfå kontroll över företaget eftersom riskkapitalbolagets kontrollrättigheter upphör att existera i samband med noteringen. Möjligheten att återfå kontroll över bolaget genom en framgångsrik börsintroduktion ger entreprenören starka incitament till ansträngning. Om finansieringen kommer från banker eller privata investerare som inte nödvändigtvis behöver avyttra sina investeringar kommer kontrollrättigheter att behållas om det entreprenöriella företaget är framgångsrikt. Den andra fördelen är att en börsintroduktion kan hjälpa riskkapitalbolaget att signalera sin kompetens och på så sätt göra det enklare att locka investerare i framtiden. Investerare får också fördelar från en börsintroduktion eftersom det gör det lättare för dem att placera framtida kapital i mer framgångsrika riskkapitalbolag istället för i de mindre framgångsrika bolagen. Black och Gilson (1998) visar på vikten av utvecklade aktiemarknader genom att jämföra riskkapitalmarknader i USA, Storbritannien, Japan och Tyskland, medan Jeng och Wells (2000) empiriskt visar att riskkapitalinvesteringar förekommer mer frekvent i länder med fler börsintroduktioner.

Utvecklingen i USA och Sverige

Gällande avregleringen av finansmarknaden är det tydligt att liberaliseringen i Sverige har skilt sig åt från den i USA. Rajan och Zingales (2003) presenterar bevis för att finansmarknaders utveckling världen över under det senaste årtiondet först avtog och senare tilltog. Detta stämmer för både USA och Sverige även om regleringarna på den svenska finansmarknaden var mer långtgående än på den amerikanska. Sannolikt bidrog detta till att den lokala svenska riskkapitalmarknaden utvecklades senare i Sverige (på 1970-talet istället för på 1940-talet som i USA). I Sverige kännetecknades 1960- och 1970-talet av lågt värderade noterade bolag, dyster aktivitetsnivå på börsen och få börsintroduktioner (Henrekson och Jakobsson, 2012). I USA såg saker och ting annorlunda ut med en mycket mer aktiv aktiemarknad och avreglerad finansmarknad. I början av 1960-talet och kring 1970 skedde två toppar i börsnoteringar i USA, där det totala värdet av börsintroduktionerna i förhållande till BNP på årsbasis uppgick till över 20 procent. Det var först i början på 1980-talet som liknande siffror började visa sig i Sverige.

1980-talets uppgång på finansmarknaderna utlöstes av en politisk svängning mot höger och en avreglering i både nationella och internationella finansmarknader. Detta inkluderade tillkomsten av en marknad för handel med småbolagsaktier (den så kallade "over-the-counter"-marknaden) som skapades av regeringen år 1982 (Isaksson, 2006). Avregleringen av finansiella marknader och uppgången i börsintroduktioner ledde till en betydande förbättring av riskkapitalbolagens avyttringsmöjligheter och till möjligheter för riskkapitalbranschen att utvecklas. Avyttringarna ledde till att riskkapitalbolagen kunde visa upp goda avkastningssiffror till investerarna och således såg branschen väldigt attraktiv ut för nya investerare. När den svenska ekonomin

började återhämta sig från 1990-talets djupa kris ökade riskkapitalbolagens förvaltade kapital dramatiskt. Denna utveckling drevs sannolikt av frekventa börsintroduktioner och ett inflöde av kapital från pensionsfonder. Detta uppsving lade grunden för den aktiva marknad som i dagens läge existerar i Sverige.

Skattepolitiken

Forskning har visat att ett lands skattesystem påverkar riskkapitalmarknaden genom att påverka viljan att starta företag, efterfrågan på riskkapitalinvesteringar och de avtal som skrivs mellan riskkapitalbolag och entreprenörer. Likaså finns en omfattande litteratur på temat relationen mellan beskattning och entreprenörskap.¹⁵ Flertalet författare har empiriskt visat att beskattning samvarierar negativt med entreprenörskap. Gentry och Hubbard (2000) visar att progressiv inkomstbeskattning minskar benägenheten att starta företag eftersom ökad progressivitet fungerar som en "skatt på framgång". Djankov m fl (2010) finner stöd för att allt för hög bolagsskatt inte bara påverkar mogna bolags investeringar utan även entreprenörskap genom att påverka den förväntade vinsten negativt när företagen väl etablerats.

Keuschnigg och Nielsen (2003; 2004) visar i en serie teoretiska uppsatser om entreprenörskap, beskattning och riskkapital att höga skatter på arbete faktiskt kan öka antalet entreprenörer. Detta är en allmän jämviktseffekt på så sätt att högre skatter på arbete uppmuntrar till entreprenörskap, givet att den största delen av inkomsterna från entreprenörskap är kapitalinkomster. Kapitalskatter hindrar å andra sidan riskkapitalmarknadens utveckling eftersom de minskar entreprenörens och riskkapitalbolagets avkastning som de får från ett framgångsrikt projekt. Detta minskar i sin tur incitamenten för entreprenörer att anstränga sig och minskar riskkapitalbolagens incitament att erbjuda stöd till portföljbolagen.

Kapitalinkomstbeskattning påverkar också efterfrågan på riskkapital. Gompers och Lerner (1998) visar att minskningar av den amerikanska kapitalinkomstskatten leder till öknings i investeringar i riskkapitalfonder på grund av ökad efterfrågan på riskkapital från entreprenörer. Slutligen påverkar också skattesystemet vilket sätt entreprenörer blir kompenserade. Cumming (2005) studerar riskkapitalbolags avtal och kapitalinkomstbeskattning i Kanada och finner att minskningar i kapitalinkomstskatten samvarierar med öknings i användningen av konvertibla preferensaktier. Detta tyder på att en minskning i kapitalinkomstskatt minskar restriktionerna för vilken typ av avtal riskkapitalbolagen kan teckna med entreprenörer.¹⁶

Utvecklingen i USA och Sverige

Sveriges skattepolitik har sannolikt påverkat riskkapitalinvesteringar på tre sätt. För det första har den svenska beskattningen historiskt, och ända fram till 1991, premierat skuldfinansiering före privata direktinvesteringar av riskkapitalbolag. För det andra har beskattningen av inkomster från entreprenöriell verksamhet varit hårdare

15. Se till exempel artiklarna som refereras till i Cullen och Gordon (2007).

16. Se även Poterba (1989a,b) som också understryker vikten av kapitalinkomstskatt i riskkapitalinvesteringar.

i Sverige än i USA, även efter 1991 års skattereform. Slutligen har det svenska regelverket och skattepolitiken missgynnat de strukturer som riskkapitalbolag behöver för att effektivt kunna ta in kapital från institutionella investerare.

Sverige hade från 1960-talet fram till början av 1990-talet ett skattesystem med extrema skillnader i beskattning för olika typer av finansiering (Henrekson och Rosenberg, 2001). Skuldfinansiering var mest fördelaktigt och nyemissioner minst, samtidigt som individer beskattades mycket hårdare än stora skattebefriade institutioner. Detta förde med sig att skattesystemet systematiskt främjade kapitalintensiva, stora och noterade företag. Davis och Henrekson (1997) konstaterar att de svenska hushållens effektiva marginalskatt från inkomster av investeringar i nystartade företag uppgick till 51,3 procent vid en skuldfinansierad investering och 122,1 procent vid aktiefinansierad investering. För stora skattebefriade institutioner var marginalskatten på skuldfinansierade investeringar -64,8 procent och den effektiva marginalskatten var 15,9 procent för att emittera nya aktier. Under perioden mellan 1960-talet och skattereformen 1991 var individers effektiva marginalskatt på avkastning från aktieemissioner i entreprenöriella företag över 100 procent. Det är därför inte en överraskning att riskkapitalbranschen inte fick fotfäste förrän på 1990-talet. De tidiga statliga initiativen till att stödja etableringen av en riskkapitalbransch misslyckades i den mening att nästan alla investeringar riktades mot större företag och i senare skeden på grund av skattestrukturens utformning (Braunerhjelm, 2000).

Vidare har skattesystemets utformning lett till att incitamenten att bli entreprenör försämrats. Sverige har ett tvådelat skattesystem som skiljer på inkomst från kapital respektive arbete. Istället för som i USA, där entreprenörer beskattas på samma sätt som anställda, måste svenska entreprenörer följa särskilda skatteregler som klassar en del av deras inkomst som inkomst från kapital (med en låg skattesats) och en annan del som inkomst från arbete (med en högre progressiv skattesats). Sedan skattereformen 1991 delas skattesatsen mer specifikt upp i inkomst från aktiv affärsverksamhet och passiv affärsverksamhet (de så kallade 3:12-reglerna). Om enbart ett fåtal personer äger aktier i företaget där han eller hon arbetar så definieras inkomsten som en aktiv inkomst från arbete istället för som en inkomst från kapital (och företag definieras som fåmansföretag). Detta i kontrast till en investering i ett större etablerat företag med spridd ägarbild där avkastningen skattas som kapitalinkomst. I början av 1990-talet beskattades passiva investerare med en sats om cirka 30 procent medan aktiva investerare beskattades med en sats om runt 41 procent (Braunerhjelm, 2000). Över tiden har reglerna förändrats på så vis att skattetrycket på aktiva investerare och entreprenörer har sänkts. Dock innebär uppdelningen mellan aktiv och passiv inkomst att aktiva investerare fortfarande beskattas hårdare än passiva investerare.

Uppdelningen mellan aktiv och passiv inkomst har en ytterligare bieffekt: den är särskild skadlig för riskkapitalfinansierade företag eftersom optioner klassificeras som inkomst på arbete. Detta innebär att de beskattas hårdare men även att företaget måste betala sociala avgifter på nästan en tredjedel av optionsbeloppet (Henrekson och Rosenberg 2001, Henrekson och Sanandaji 2012). Den sammanlagda skattesatsen på aktieobligationer kan därför uppgå till runt 68 procent av värdet på optionerna. Detta skiljer sig avsevärt från hur aktieobligationer beskattas i det amerikanska

skattesystemet. 1981 antogs The Incentive Stock Option Law som innebär att aktieobligationer blev ett fördelaktigt sätt att kompensera anställda och entreprenörer i små företag. Mottagaren av aktieobligationen betalar ingen skatt när optionen tas emot eller när den utnyttjas men beskattas enligt kapitalinkomstskattesatsen (runt 15 procent) när aktierna som optionen gett rätt till säljs (Gilson och Schizer, 2003). Innan reformen trädde kapitalinkomstskatten in när optionerna utnyttjades men inte när aktierna såldes. Denna "skattesubvention" för optionsbaserad ersättning gör det möjligt för små och snabbt expanderade företag att anställa och behålla talangfulla medarbetare även om kassaflödet är lågt.

Arbetsmarknadsregleringar

Arbetsmarknadsregleringar påverkar riskkapitalmarknaderna indirekt genom att påverka kompetensförsörjningen i entreprenöriella företag. Arbetsmarknadsregleringar finns i varierande skepnad men har gemensamt att de ökar de förväntade kostnaderna av att grunda och låta företag växa. På så sätt ökar barriärerna till entreprenörskap.¹⁷

Regleringar som gör det svårare att avskeda anställda leder i sin tur till att företagen blir mindre villiga att expandera och anställa personer. Starka anställningsskydd betyder även att arbetare som överväger att bli entreprenörer i så fall offerar en hög grad av inkomstrygghet och eventuellt andra förmåner de besitter på den nuvarande arbetsplatsen. Detta gör det mindre attraktivt att bli entreprenör.¹⁸ För det andra leder minimilöner och kollektiv lönebildning direkt till att det blir dyrare att anställa arbetare och expandera verksamheten. För det tredje kan ett lands socialförsäkringssystem leda till att den totala lönekostnaden blir högre eftersom företag måste betala arbetsgivaravgifter.

Det finns indikationer på att dessa arbetsmarknadsregleringar är mycket mer skadliga i sektorer med hög anställningsvolatilitet (omsättning på anställningar). Micco och Pagés-Serra (2008) visar att anställningsskydd minskar storleken på de sektorer som kännetecknas av stora inneboende skiftningar. Cuñat och Melitz (2007) visar att länder med mindre flexibla arbetsmarknadsregleringar tenderar att specialisera sig (i termer av internationell handel) på sektorer med låg anställningsvolatilitet.

Sektorer med hög anställningsvolatilitet utgör sådana sektorer där riskkapitalbolag trivs eftersom de specialiserar sig på att hantera situationer med hög risk och stora informationsasymmetrier. Fallick m fl (2006) visar att anställda i Silicon Valley byter arbetsgivare extremt ofta och att detta förstärker fördelningen av talanger mellan företag. Bozkaya och Kerr (2013) dokumenterar att anställningsvolatilitet tenderar att vara högre i riskkapitalfinansierade europeiska företag än i liknande företag som har annan typ av finansiering. Data från The Global Entrepreneurship Monitor visar en klart negativ korrelation mellan arbetsmarknadsreglernas tröghet och andelen av

17. För en formell argumentation för sambandet mellan entreprenörens kostnader för att grunda företag och anställning, se Fonseca, Lopez-Garcia och Pissarides (2001).

18. Se Skedinger (2010) för en översikt över anställningsskydd.

befolkningen involverad i entreprenörskap och har höga tillväxtförväntningar (Bosma och Levie, 2010).¹⁹

I enlighet med ovanstående resonemang hävdar Jeng och Wells (2001) att en negativ korrelation mellan arbetsmarknadsregleringar och riskkapitalaktivitet i en studie som omfattar 21 länder under åren 1986 och 1995. Det största negativa sambandet hittades för investeringar gjorda i tidigt skede. Bozkaya och Kerr (2013) använder färskare data och kan empiriskt visa att starka anställningsskydd har hindrat den europeiska riskkapitalmarknadens tillväxt mellan 1990 och 2008 och särskilt i sektorer med högre anställningsvolatilitet. Dock visar de även att arbetsmarknadsregleringars effekter skiljer sig avsevärt beroende på vilken typ av anställningsskydd som tillhandahålls. Genom att skilja på att arbetsmarknadsregleringar och arbetsmarknadsersättningar (såsom arbetslöshetsersättning) visar de att typen av reglering spelar större roll än graden av reglering: de länder som i högre utsträckning förlitade sig på arbetsmarknadsersättningar utvecklade mycket starkare riskkapitalmarknader än de länder som lade större vikt vid anställningsskydd.

Utvecklingen i USA och Sverige

Enligt Botero m fl (2004) rankas Sverige betydligt högre än USA på index över arbetsmarknadsreglering (0,74 jämfört med 0,21), fackföreringsdeltagargraden (0,54 jämfört med 0,26) och index över socialförsäkringslagar (0,85 jämfört med 0,65). Det finns två centrala skillnader mellan USA och Sverige som kan kopplas till utvecklingen av lokala riskkapitalmarknader.

För det första har Sverige, jämfört med USA, historiskt sett haft en högt sammanpressad lönestruktur till följd av hög facklig anslutningsgrad och utbredda kollektivavtal. År 1980 tillhörde 88 procent av svenskarna ett fackförbund, motsvarande amerikanska siffror var 20 procent 1983 (Davis och Henrekson, 2005). Genom att jämföra lönespridningen i USA och Sverige visar Davis och Henrekson (2005) ett stort svensk-amerikanskt skillnad i löneojämlikhet växt fram sedan 1960-talet eftersom den svenska lönestrukturen pressades samman. Författarna menar att denna utveckling drevs av den svenska lönebildningsprocessen i vilken större delen av lönerna fastställdes i förhandling mellan Svenska Arbetsgivareföreningen (SAF) och arbetstagarorganisationen LO. Den sistnämnda kämpade aggressivt för en sammanpressning av lönestrukturen ("lika lön för lika arbete"). Systemet bröt samman under 1980-talet och den svenska lönestrukturen har efter det rört sig mot den amerikanska. Den är dock fortfarande mer sammanpressad än i USA.

Den sammanpressade lönestrukturen var ett stort problem för mindre företag. Som Davis och Henrekson (2005) beskriver ledde den till att det svenska näringslivets struktur rörde sig ifrån branscher med höga och låga medellöner men också ifrån branscher med hög lönespridning. Det är därför sannolikt att centraliserad

19. För en undersökning om kopplingen mellan företag med hög tillväxt och skatte- och arbetsmarknadsregler, se Henrekson, Johansson och Stenkula (2010).

lönebildning gjorde att det svenska näringslivet rörde sig ifrån entreprenöriella och snabbföränderliga innovativa branscher, det vill sig säga sådana branscher i vilka riskkapitalbolag oftast är verksamma. Eftersom kollektivavtalen också täckte arbetare som formellt sett inte tillhörde någon arbetstagarorganisation höjdes arbetsgivarnas kostnader generellt. En fingervisning på att den sammanpressade lönestrukturen försämrade villkoren för entreprenörskap är andelen egenföretagare av den totala arbetskraften som 1973 utgjorde 6,7 procent i USA och enbart 4,8 procent i Sverige. Efter det att den centrala lönebildningen under 1990-talet monterats ned var motsvarande siffra 7,6 procent i USA och 7,0 procent i Sverige (Davis och Henrekson, 1997). Som Henrekson och Sanandaji (2004) dessutom visar var inget av de 50 till omsättning största företagen år 2000 grundat efter 1970.

Den andra centrala skillnaden är att det i Sverige under 1960- och 1970-talets instiftades strikta regler kring anställningsskydd. Lagen om anställningsskydd (LAS) som infördes 1974 gav stärkt skydd för äldre medarbetare vid avskedningsprocesser och begränsade avsevärt orsakerna för giltigt avsked. Det var inte förrän 1997 som möjlighet till visstidsanställningar (som ger företag möjlighet att anställa upp till fem arbetare i maximalt ett år) och möjlighet till att förhandla runt vissa av elementen i LAS infördes. "Sist in-först ut"-regeln lättades något år 2001 och företag med färre än tio anställda gavs då möjligheten att göra undantag från regeln för maximalt två personer. År 2007 infördes ytterligare en viktig lättnad, då det blev möjligt att visstidsanställa personer upp till 24 månader utan särskilda skäl (Skedinger 2008).

Centraliserad lönebildning och strikta regler för anställningsskydd har därför sannolikt hindrat utvecklingen av en riskkapitalbransch i Sverige innan 1990. Idag utgör anställningsskydd fortfarande ett hinder för branschens vidare utveckling. Med Bozkaya och Kerrs studie i åtanke skulle en utveckling från anställningsskyddsregler (såsom LAS) mot ett större fokus på arbetsmarknadsersättning vara ett sätt att stödja den lokala riskkapitalmarknadens utveckling. Om strikta regler för anställningsskydd lever kvar finns det en risk för, som Cuñat och Melitz (2007) menar, att ekonomin skulle röra sig bort från de innovativa sektorerna med hög anställningsvolatilitet, något som i det långa loppet skulle inverka negativt på Sveriges innovationskraft.

Avslutande kommentarer

I detta kapitel hävdas att anledningen till att Sveriges riskkapitalmarknader utvecklades senare än i USA är skillnader i utvecklingen på de finansiella marknaderna, i skattepolitiken, och regleringarna på arbetsmarknaden. En viktig aspekt i utvecklingen av en svensk riskkapitalmarknad har varit statens betydande roll. Avreglering av finansmarknaderna och aktiva statliga åtgärder för att främja riskkapitalmarknaden har hjälpt den svenska riskkapitalmarknaden att utvecklas snabbt under de senaste två årtiondena.

Det finns dock fortfarande utrymme för ytterligare förbättringar av den svenska institutionella miljön. För att i framtiden fortsätta stödja utvecklingen på den svenska riskkapitalmarknaden kan en väg vara att jobba vidare på att förbättra de tre nämnda institutionella ramverken. Exempel på åtgärder inkluderar lägre beskattning av entreprenörsinkomster (lättnader av 3:12-reglerna) och optioner, ett större fokus på "flexicurity" i arbetsmarknadspolitiken, samt införande av regelverk som underlättar börsnoteringar för mindre bolag.

Att förbättra den institutionella miljön skulle bidra till att stärka den allmänna trenden av ökade utländska riskkapitalinvesteringar i Sverige. Som Lerner (2009) beskriver har närvaron av internationella riskkapitalbolag flertalet fördelar för ett land. För det första kan internationella investerare potentiellt ha större erfarenhet av riskkapitalinvesteringar och större kompetens, särskilt om de samarbetar med lokala riskkapitalbolag. Internationella riskkapitalbolag har i regel breda nätverk som kan vara till nytta för lokala entreprenörer. För det andra, när väl ett utländskt riskkapitalbolag har lärt känna hur en lokal marknad fungerar är det sannolikt att det återvänder i framtiden. För det tredje kan internationella riskkapitalinvesteringar främja lokalt entreprenörskap eftersom det uppstår framgångssagor som kan inspirera andra entreprenörer. Slutligen, även om entreprenörer flyttar verksamheten utomlands behåller de ofta starka band till hemlandet och kan också återvända som affärsänglar och mentorer till lokala entreprenörer vid ett senare tillfälle. Erfarenheten och nätverken de för med sig kan vara av central vikt för utvecklandet av framtidens svenska storföretag.

REFERENSER

- Acemoglu, D., S. Johnson och J. A. Robinson (2005), "Institutions as the fundamental cause of long-run growth", i Philippe Aghion och Steven Durlauf, red., *Handbook of Economic Growth*. Amsterdam: Elsevier.
- Acemoglu, D. och J. A. Robinson (2012), *Why nations fail: The origins of power, prosperity, and poverty*. New York: Crown Publishers.
- Acemoglu, D., J. A. Robinson och T. Verdier (2012), "Can't we all be more like Scandinavians? Asymmetric growth and institutions in an interdependent world", NBER Working Paper nr 18441. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Acs, Z. J. och D. B. Audretsch (1988), "Innovation in large and small firms: an empirical analysis", *American Economic Review*, 78, 678–690.
- Admati, A. och P. Pfleiderer (1994), "Robust financial contracting and the role of venture capitalists", *Journal of Finance*, 49, 371–402.
- Agarwal, R. Raj, E. Franco och A. M. Sarkar, MB. (2004), "Knowledge transfer through inheritance: Spinout generation, development and survival", *Academy of Management Journal*, 47, 501–522.
- Aizenman, J. och J. Kendall (2008), "The internationalization of venture capital and private equity", Working Paper 14344, National Bureau of Economic Research: Cambridge, MA.
- Akerlof, G. (1970), "The market for "lemons": qualitative uncertainty and the market mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488–500.
- Andersson, J. och G. Arvidsson (2011), "Företagens och arbetsställens dynamik", *Statistics documentation document NA/FRS*, Statistics Sweden.
- Andersson, M., B. Johansson och H. Löf (2012), *Innovation and growth: From R&D Strategies of Innovating Firms to Economy-wide Technological Change*, Oxford: Oxford University Press.
- Andersson, M. och P. Thulin (2013), "Does spatial employment density spur inter-firm job switching?", *Annals of Regional Science*, 51, 245–272.
- Andersson, M. och S. Klepper (2013), "Characteristics and performance of new firms and spinoffs in Sweden", *Industrial and Corporate Change*, 22, 245–280.
- Aron, D. J. och E. P. Lazear (1990), "The introduction of new products", *American Economic Review*, 80, 421–426.
- Bartik, T. J. (1991), *Who benefits from state and local economic development Policies?* W.E. Upjohn Institute for Employment Research: Kalamazoo, MI.
- Bartik, T. J. (2012), "The Roles of Tax Incentives and Other Business Incentives in Local Economic Development", i N. Brooks, K. Donaghy och G.-J. Knaap (eds.), *The Oxford Handbook of Urban Economics and Planning*. New York: Oxford University Press.
- Baumol, W. J. (1990), "Entrepreneurship: productive, unproductive, and destructive", *Journal of Political Economy*, 98, 893–921.

- Baumol, W. J. (2004), "Entrepreneurial enterprises, large established firms and other components of the free-market growth machine", *Small Business Economics*, 23, 9–21.
- Baumol, W. J. (2010), *The microtheory of innovative entrepreneurship*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bergh, A. (2013), "The rise, fall and revival of a capitalist welfare state: What are the policy lessons from Sweden", *New Political Economy*, under utgivning.
- Bergh, A. och G. Erlingsson (2009), "Liberalization without retrenchment: Understanding the consensus on Swedish welfare state reforms", *Scandinavian Political Studies*, 32, 71–94.
- Bergh, A. och M. Henrekson (2012), *Varför går det bra för Sverige? – om sambanden mellan offentlig sektor, ekonomisk frihet och ekonomisk utveckling*, Stockholm: FORES.
- Bhidé, A. (1994), "How entrepreneurs craft strategies that work", *Harvard Business Review*, 72, 150–161.
- Black, B. och R. Gilson (1998), "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets", *Journal of Financial Economics*, 47, 243–277.
- Blomström, M. (2000), "Internationalisation and growth: evidence from Sweden", *Swedish Economic Policy Review*, 7, 185–201.
- Bosma, N. och J. Levie (eds) (2010), *Global Entrepreneurship Monitor 2009 Executive Report*. Global Entrepreneurship Research Association, Babson College/Universidad del Desarrollo/Reykjavik University/London Business School: Babson Park, MA/Santiago/Háskólinn Reykjavík/London.
- Botero, J. C., S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes och A. Shleifer (2004), "The regulation of labor", *Quarterly Journal of Economics*, 119, 1339–1382.
- Bozkaya, A. och W. R. Kerr (2013), *Labor regulations and European venture capital*. Working Paper, Boston, MA: Harvard Business School.
- Braunerhjelm, P. (2000), *Knowledge capital and the new economy. Firm size, performance and network production*. Kluwer Academic Publishers: Dordrecht.
- Braunerhjelm, P. (2011), "Entrepreneurship, innovation and economic growth: interdependencies, irregularities and regularities", i D. Audretsch, O. Falck, och P. Heilbach (eds), *Handbook of innovation and entrepreneurship*. Cheltenham: Edward Elgar, 161–213.
- Braunerhjelm, P. (2012), "Innovation and growth", i M. Andersson, B. Johansson och H. Löf, red., *Innovation and growth: From R&D strategies of innovating firms to economy-wide technological change*. London: Oxford University Press.
- Braunerhjelm, P. och K. Ekholm (1998), *The geography of multinational firms*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Braunerhjelm, P., Z. J. Acs, D. B. Audretsch och B. Carlsson (2010), "The missing link: Knowledge diffusion and entrepreneurship in endogenous growth", *Small Business Economics*, 34, 105–125.
- Braunerhjelm, P., C. Holmquist, K. Nyström, P. Thulin, U. S. Hamilton (2012a), *Entreprenörskap i Sverige – Nationell rapport 2012*, Entreprenörskapsforum.

- Braunerhjelm P., K. Eklund och M. Henrekson (2012b), *Ett ramverk för innovationspolitiken*, Stockholm: Samhällsförlaget.
- Braunerhjelm, P., M. Adenfelt, C. Holmquist, K. Nyström, P. Thulin (2013), *Entreprenörskap i Sverige – Nationell rapport 2013*, Entreprenörskapsforum.
- Braunerhjelm, P. och M. Henrekson (2013), Special section: Entrepreneurship, *Industrial and Corporate Change*, 22, 107–362.
- Broström, A., M. McKelvey och C. Sandström (2009), "Investing in localized relationships with universities: What are the benefits for R&D subsidiaries of multinational enterprises?", *Industry & Innovation*, 16, 59–78.
- Carree, M. A. och R. Thurik (2010), "The impact of entrepreneurship on economic growth", i D. B. Audretsch, och Z. J. Acs (eds), *Handbook of Entrepreneurship Research*. Berlin: Springer Verlag , 557–594.
- Chan, Y. S. (1983), "On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information", *Journal of Finance*, 38, 1543–1568.
- Cornelius, B. och A. Isaksson (1998), *Venture capital incentives: A two country Comparison*. Paper Presented at the 10th Nordic Conference on Small Business Research, June 14–16, Växjö: Växjö University.
- Cornelli, F. och O. Yosha (2003), "Stage financing and the role of convertible securities", *Review of Economic Studies*, 70, 1–32.
- Coyne, C. och P. Leeson (2004), "The plight of underdeveloped countries", *Cato Journal*, 24, 235–249.
- Cullen, J. B. och R. H. Gordon (2007), "Taxes and entrepreneurial risk-taking: theory and evidence for the U.S.", *Journal of Public Economics*, 91, 1479–1505.
- Cumming, D. J. (2005), "Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting", *Journal of Business Venturing*, 20, 573–622.
- Cuñat, A. och M. Melitz (2007), *Volatility, labor market flexibility, and the pattern of comparative advantage*. Working Paper 13062, National Bureau of Economic Research: Cambridge, MA.
- Daunfeldt, S.-O. och F. Wallen (2013), *Svenska citroner – åtta fräscha idéer som lämnade en sur eftersmak*. Stockholm: Kalla Kulor Förlag.
- David, F. (2007), *Strategic management: Concepts and cases, 11th edition*. New Jersey: Prentice Hall Publishing Company.
- Davis, S. J. och M. Henrekson (1997), "Industrial policy, employer size and economic performance in Sweden", i R. B. Freeman, R. Topel och B. Swedenborg (eds), *The Welfare State in Transition*. Chicago, IL: Chicago University Press, 353–398.
- Davis, S.J and M. Henrekson (1999), "Explaining national differences in the size and industry distribution of employment", *Small Business Economics*, 12, 59–83.
- Davis, S. J. och M. Henrekson (2005), "Wage-setting institutions as industrial policy", *Labour Economics*, 12, 345–377.
- Degroof, J.-J. och E.B. Roberts (2004), "Overcoming weak entrepreneurial infrastructures for academic spin-off ventures", *Journal of Technology Transfer*, 29, 327–352.

- Deiaco, E., E. Giertz och G. Retberger (2002), *Teknikparkens roll i det svenska innovationssystemet - historien om kommersialisering av forskningsresultat*. Vinnova Forum VFI 2002:3.
- De Soto, H. (1989), *The other path*. New York: Harper & Row.
- Djankov, S., T. Ganser, C. McLiesh och R. Ramalho (2010), "The effect of corporate taxes on investment and entrepreneurship", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2, 31–64.
- Dorfman, N.S., (1983), "Route 128: the development of a regional high technology economy", *Research Policy*, 12, 299–316.
- Dreher, A. (2006), "Does globalization affect growth? Empirical evidence from a new index", *Applied Economics*, 38, 1091–1110.
- Duranton, G., K. Behrens och F. Robert-Nicoud (2010), *Productive cities: sorting, selection, and agglomeration*, mimeo, University of Toronto.
- Du Rietz, G., D. Johansson, och M. Stenkula (2011a), "Taxation of labor income in Sweden from 1862 to 2010", IFN Working Paper nr 977.
- Du Rietz, G., D. Johansson och M. Stenkula (2011b), "Capital income taxation in long-term perspective: the case of Sweden", kommande IFN Working Paper.
- Easterly, W. (2001), "The lost decades: developing countries" Stagnation in spite of policy reform 1980-1998", *Journal of Economic Growth*, 6, 135–157.
- Edin, P. A. och R. Topel (1997), "Wage policy and restructuring: The Swedish labor market since 1960", i R. B. Freeman, R. Topel och B. Swedenborg (red), *The Welfare State in Transition*. Chicago: University of Chicago Press.
- Eliasson, G. och Å. Eliasson (1996), "The biotechnical competence bloc", *Revue d'Economie Industrielle*, 78, 7–26.
- Englund, P. (1990), "Financial deregulation in Sweden", *European Economic Review*, 34, 385–393.
- Eriksson, T. och J. M. Kuhn (2006), "Firm spin-offs in Denmark 1981–2000—patterns of entry and exit", *International Journal of Industrial Organization*, 24, 1021–1040.
- Esping-Andersen, G. (1990), *The three worlds of welfare capitalism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Fallick, B., C. Fleischman och J. Rebitzer (2006), "Job-hopping in Silicon Valley: some evidence concerning the micro-foundations of a high-technology cluster", *Review of Economics and Statistics*, 88, 472–481.
- Financial Times, 14 augusti, sid 5.
- Fonseca, R., P. Lopez-Garcia och C. Pissarides (2001), "Entrepreneurship, start-up costs, and employment", *European Economic Review*, 45, 692–705.
- Freeman, R. B., B. Swedenborg och R. Topel, red. (1997), *The welfare state in transition: reforming the Swedish model*. Chicago, IL: Chicago University Press.
- Freeman, R. B., B. Swedenborg och R. Topel (2010), "Introduction", i R. B. Freeman, B. Swedenborg och R. Topel, red., *Reforming the welfare state: recovery and beyond*. Chicago: University of Chicago Press.

- Fritsch, M. och M. Wyrwich (2012), "The role of a regional entrepreneurship culture — evidence and consequences", i *Entrepreneurship, norms and the business cycle*, Swedish Economic Forum Report 2012, Entreprenörskapsforum.
- Fritsch, M. och F. Noseleit (2012), "Start-ups, long- and short-term survivors and their effect on regional employment growth", *Jena Economic Research Papers*, Friedrich-Schiller-University Jena, Max-Planck-Institute of Economics, kommande i *Journal of Evolutionary Economics*.
- Gans, J. S. och L. Persson (2013), "Entrepreneurial commercialization choices and the interaction between IPR and competition policy", *Industrial and Corporate Change*, 22, 131–151.
- Gartner, W. B. (1990), "What are we talking about when we talk about entrepreneurship?", *Journal of Business Venturing*, 5, 15–28.
- Gentry, W. M. och R. G. Hubbard (2000), "Tax policy and entrepreneurial entry", *American Economic Review*, 90, 283–287.
- Gilson, R. och D. Schizer (2003), "Venture capital structure: a tax explanation for convertible preferred stock", *Harvard Law Review*, 116, 875–916.
- Glaeser, E. L. (1999), "Learning in cities", *Journal of Urban Economics*, 46, 254–277.
- Glaeser, E. L. (2001), "The economics of location-based tax incentives", Working Paper No. 1932, Cambridge, MA; Harvard Institute of Economic Research.
- Glaeser, E. and A. Shleifer (2002), "Legal origins", *Quarterly Journal of Economics*, 117, 193–229.
- Glaeser, E. L., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes och A. Shleifer (2004), "Do institutions Cause Growth?", *Journal of Economic Growth*, 9, 271–303.
- Glaeser, E. L. och J.D. Gottlieb (2008), "The economics of place-making policies", Working Paper No. 14373 (October), Cambridge, MA: NBER.
- Goldfarb, B., och M. Henrekson (2003), "Bottom-up versus top-down policies towards the commercialization of university intellectual property", *Research Policy*, 32, 639–658.
- Gompers, P. och J. Lerner (1998), "What drives venture capital fundraising?", *Brookings Papers on Economic Activity—Microeconomics*, 1998, 149–192.
- Gompers, P. och J. Lerner (2001), "The venture capital revolution", *Journal of Economic Perspectives*, 15, 145–168.
- Greenstone, M. och E. Moretti (2004), "Bidding for industrial plants: Does winning a 'million dollar plant' increase welfare?", Working Paper No. 9844, Cambridge, MA: NBER.
- Greenstone, M., R. Hornbeck och E. Moretti (2010), "Identifying agglomeration spillovers: Evidence from winners and losers of large plant openings", *Journal of Political Economy*, 118, 536–598.
- Greenwald, B., J. Stiglitz och A. Weiss (1984), "Information imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations", *American Economic Review*, 74, 194–199.
- Griliches, Z. (1992), "The search for R&D spillovers", *Scandinavian Journal of Economics*, 94, 29–47.

- Gwartney, J. och R. Lawson (2009), *Economic freedom of the world 2009 annual report*. Vancouver, BC: Economic Freedom Network och Fraser Institute.
- Hall, P. och D. Soskice (2001), *Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Hellmann, T. (1998), "The allocation of control rights in venture capital contracts", *Rand Journal of Economics*, 29, 57–76.
- Hellmann, T. och M. Puri (2000), "The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital", *Review of Financial Studies*, 13, 959–984.
- Henrekson, M. (1996), "Swedens relative economic performance: Lagging behind or staying on top?", *Economic Journal*, 106, 1747–1759.
- Henrekson, M. (2005), "Entrepreneurship: a weak link in the welfare state?", *Industrial and Corporate Change*, 14, 437–467.
- Henrekson, M., D. Johansson och M. Stenkula (2001), "Taxation, labor market policy and high-impact entrepreneurship", *Journal of Industry, Competition and Trade*, 10, 275–296.
- Henrekson, M. och N. Rosenberg (2001), "Designing efficient institutions for science-based entrepreneurship: lesson from the US and Sweden", *Journal of Technology Transfer*, 26, 207–231.
- Henrekson, M. och T. Sanandaji (2004), *Ägarbeskattningen och företagandet. Om skatteteorin och den svenska policydiskussionen*. Stockholm: SNS Förlag.
- Henrekson, M. och D. Johansson (2009), "Competencies and institutions fostering high-growth firms", *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, 5, 1–82.
- Henrekson, M. och D. Johansson (2010), "Gazelles as job creators – a survey and interpretation of the evidence", *Small Business Economics*, 35, 227–244.
- Henrekson, M., D. Johansson och M. Stenkula (2012), "Den svenska företagsstrukturen: utvecklingen i de medelstora företagen efter 1990-talskrisen", *Ekonomisk Debatt*, 40.
- Henrekson, M. och U. Jakobsson (2012), "The Swedish corporate control model: convergence, persistence or decline?", *Corporate Governance: An International Review*, 20, 212–227.
- Henrekson, M. och T. Sanandaji (2012), "Beskattning av personaloptioner och innovativt entreprenörskap: Expertrapport till Företagsskattekommittén", IFN Policy Paper nr 57. Stockholm: Institutet för Näringslivsforskning.
- Herzog, H. (1990), *Risikkapitalet och de mindre företagen: om venture capital-marknadens utveckling*. Stockholm: Statens industriverk.
- Hicks, A. och L. Kenworthy (1998), "Cooperation and political economic performance in affluent democratic capitalism", *American Journal of Sociology*, 103, 1631–1672.
- Hirakawa, O. T., M.-A. Muendler och J. Rauch (2009), "Employee spinoffs and other entrants: stylized facts from Brazil", NBER Working Paper 15638.
- Holcombe, R. G. (1998), "Entrepreneurship and economic growth", *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 2, 45–62.

- Hurst, E., B. Pugsley, J. Haltiwanger och A. Looney (2011), "What do small businesses do", *Brookings Papers on Economic Activity*, 43, 73–142.
- Hvide, H. K. (2009), "The quality of entrepreneurs", *Economic Journal*, 119, 1010–1035.
- Högfeldt, P. (2005), "The history and politics of corporate ownership in Sweden", i R. K. Morck (ed.), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago and London: University of Chicago Press, 517–580.
- Högskoleverket, (2012), *Forskarutbildade på arbetsmarknaden*, Rapport 2012:29
- Isaksson, A. (2006), *Studies on the venture capital process*, Ph.D. thesis, Umeå University.
- Jeng, L. och P. Wells (2000), "The determinants of venture capital funding: evidence across countries", *Journal of Corporate Finance*, 6, 241–289.
- Jensen, M. C. och W. H. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kaplan, S. och P. Strömberg (2004), "Characteristics, contracts, and actions: evidence from venture capitalist analyses", *Journal of Finance*, 59, 2177–2210.
- Keuschnigg, C. och S. B. Nielsen (2003), "Tax policy, venture capital, and entrepreneurship", *Journal of Public Economics*, 87, 175–203.
- Keuschnigg, C. och S. B. Nielsen (2004), "Start-ups, venture capitalists, and the capital gains tax", *Journal of Public Economics*, 88, 1011–1042.
- Kjellberg, A. (2001), *Fackliga organisationer och medlemmar i dagens Sverige*. Andra reviderade och utvidgade upplagan. Lund: Arkiv.
- Klepper, S. (2002), "The capabilities of new firms and the evolution of the US automobile industry", *Industrial and Corporate Change*, 11, 645–666.
- Klepper, S. (2009), "Spinoffs: a review and synthesis", *European Management Review*, 6, 159–171.
- Klepper, S. och S. Sleeper (2005), "Entry by spinoffs", *Management Science*, 51, 1291–1306.
- Klofsten, M., D. Jones-Evans (2000), "Comparing academic entrepreneurship in Europe – the case of Sweden and Ireland", *Small Business Economics*, 14, 299–309.
- Kortum, S. och J. Lerner (2000), "Assessing the contribution of venture capital to innovation", *Rand Journal*, 31, 674–692.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, Shleifer A., och R. Vishny (1997), "Legal determinants of external finance", *The journal of finance*, 52, 1131–1150.
- Laursen, K., T. Reichstein, A. Salter (2011), "Exploring the effect of geographical proximity and university quality on university–industry collaboration in the United Kingdom", *Regional Studies*, 45, 507–523.
- Lazear, E. P. (2005), "Entrepreneurship", *Journal of Labor Economics*, 23, 649–680.
- Lerner, S. (2005), "The University and the start-Up: Lessons from the past two decades", *Journal of Technology Transfer*, 30, 49–56.

- Lerner, J. (2009), *Boulevard of broken dreams: Why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed – and what to do about it*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Lerner, J. och J. Tåg (2013), "Institutions and venture capital", *Industrial and Corporate Change*, 22, 153–182.
- Levine, R. (2005), "Finance and growth: theory and evidence", i Philippe Aghion och Steven Durlauf, red., *Handbook of Economic Growth*. Amsterdam: Elsevier.
- Lindbeck, A. (1997), "The Swedish experiment", *Journal of Economic Literature*, 35, 1273–1319.
- Lindholm Dahlstrand, Å. (1997a), "Growth and inventiveness in technology-based spin-off firms", *Research Policy*, 26, 331–344.
- Lindholm Dahlstrand, Å. (1997b), "Entrepreneurial spin-off enterprises in Göteborg, Sweden", *European Planning Studies*, 5, 659–673.
- Lockett, A., M. Wright och S. Franklin (2003), "Technology transfer and universities' Spin-Out Strategies", *Small Business Economics*, 20, 185–200.
- Lucas, R. E. (2000), "Some macroeconomics for the 21st Century", *Journal of Economic Perspectives*, 14, 159–168.
- Markusen, J. R. (1995), "The boundaries of multinational enterprises and the theory of international trade", *Journal of Economic Perspectives*, 9, 169–189.
- Mata, J., P. Portugal och P. Guimaraes (1995), "The survival of new plants: start-up conditions and post-entry survival", *International Journal of Industrial Organization*, 13, 459–481.
- Medlingsinstitutet (2012), *Avtalsrörelsen och lönebildningen 2011*. Medlingsinstitutets årsrapport. Stockholm.
- Micco, A. och C. Pagés-Serra (2008), *The economic effects of employment protection: evidence from international industry-level data*. RES Working Papers 4496, Washington, DC: Inter-American Development Bank, Research Department.
- Michelacci, C. och J. Suarez (2004), "Business creation and the stock market", *Review of Economic Studies*, 71, 459–481.
- Moretti, E. (2010), "Local multipliers", *American Economic Review*, 100, 1–7.
- Moretti, E. (2011), "Local labor markets", i O. Ashenfelter och D. E. Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 4B. Oxford: Elsevier.
- Moretti, E. och P. Thulin (2013), "Local multipliers and human capital in the United States and Sweden", *Industrial and Corporate Change*, 22, 339–362.
- Myers, S. och N. Majluf (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187–211.
- Nicolaou, N. och S. Birley (2003), "Academic networks in a trichotomous categorization of university spinouts", *Journal of Business Venturing*, 18, 333–359.
- Nlemvo Ndonzuau, F., F. Pirnay och B. Surlemont (2002), "A stage model of academic spin-off creation", *Technovation*, 22, 281–289.

- Norbäck, P. J. och L. Persson (2009), "The organization of the innovation industry: entrepreneurs, venture capitalists, and oligopolists", *Journal of the European Economic Association*, 7, 1261–1290.
- North, D. C. (1990), *Institutions, institutional change, and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- OECD (2011), *OECD Science, technology and industry scoreboard*, Paris: OECD.
- Olofsson, C. och C. Wahlbin (1993), "Firms started by university researchers in Sweden: roots, roles, relations and growth patterns", presenterad vid Babson Entrepreneurship conference 1993, Houston, Texas, March 25–27.
- O'Shea, R. P., T. J. Allen, A. Chevalier och F. Roche (2005), "Entrepreneurial orientation, technology transfer and spinoff performance of U.S. universities", *Research Policy*, 34, 994–1009.
- Pérez Pérez, M. och A. Martínez Sánchez (2003), "The development of university spin-offs: early dynamics of technology transfer and networking", *Technovation*, 23, 823–831.
- Perkmann, M., V. Tartarik, M. McKelveyb, E. Autioa, A. Broström, P. D'Ested, R. Finif, A. Geunae, R. Grimaldif, A. Hughesm, S. Krabelh, M. Kitsong, P. Llerenai, F. Lissonij, A. Saltera, M. Sobrerof (2013), "Academic engagement and commercialisation: A review of the literature on university–industry relations", *Research Policy*, 42, 423–442.
- Phelps, E. S. (2007), "Macroeconomics for a Modern Economy", *American Economic Review*, 97, 543–561.
- Poterba, J. (1989a), "Venture capital and capital gains taxation", i L. Summers (ed), *Tax Policy and the Economy*. MIT Press: Cambridge, MA, 47–67.
- Poterba, J. (1989b), "Capital gains tax policy toward entrepreneurship", *National Tax Journal*, 42, 375–390.
- Powers, J. B. och P.P. McDougall (2005), "University start-up formation and technology licensing with firms that go public: a resource-based view of academic entrepreneurship", *Journal of Business Venturing*, 20, 291–311.
- Puri, M. och R. Zarutskie (2012), "On the life cycle dynamics of venture-capital-and non-venture-capital-financed firms", *The Journal of Finance*, 67, 2247–2293.
- Rajan, R. och L. Zingales (2003), "Banks and markets: The changing character of European finance", NBER Working Paper nr 9595, National Bureau of Economic Research.
- Roberts, E. B. och H. A. Wainer (1968), "New enterprise on Rote 128", *Science Journal*, 4, 78–83.
- Rodrik, D., A. Subramanian och F. Trebbi (2004), "Institutions rule: The primacy of institutions over geography and integration in economic development", *Journal of Economic Growth*, 9, 131–165.
- Romer, P. M. (1986), "Increasing returns and long-run growth", *Journal of Political Economy*, 94, 1002–1035.
- Romer, P. M. (1990), "Endogenous technical change", *Journal of Political Economy*, 98, S71–S102.

- Rothaermel, F.T., S. Agung och L. Jiang (2007), "University entrepreneurship: a taxonomy of the literature", *Industrial and Corporate Change*, 16, 691–791.
- Sachs, J. D. (2012), "Government, geography, and growth: The true drivers of economic development", *Foreign Affairs*, 91, 142–150.
- Sanandaji, T. (2011), Essays in entrepreneurship policy. Doctoral dissertation in public policy. Chicago, IL: *Irving B. Harris Graduate School of Public Policy Studies*, University of Chicago.
- Sanandaji, T. och P. Leeson (2013), "Billionaires", *Industrial and Corporate Change*, 22, 313–337.
- Schmidt, R. H. och G. Spindler (2002), "Path dependence, corporate governance and complementarity", *International Finance*, 5, 311–333.
- Skedinger, P. (2008), *Effekter av anställningsskydd: Vad säger forskningen?* Stockholm: SNS Förlag.
- Skedinger, P. (2010), *Employment protection legislation: evolution, effects, winners and losers*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Skedinger, P. (2012), "Tudelad trygghet", i A. Teodorescu and L.O. Pettersson (eds), *Jobben Kommer och Går – Behovet av trygghet består*, Ekerlids förlag: Stockholm.
- Solow, R. M. (1956), "A contribution to the theory of economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, 70, 65–94.
- Stephan, P. (2012), *How economics shapes science*. Harvard University Press. MA: Cambridge.
- Stern, S. (2004), "Do scientists pay to be scientists?", *Management Science*, 50, 835–853.
- Stiglitz, J. och A. Weiss (1981), "Credit rationing in markets with incomplete information", *American Economic Review*, 71, 393–409.
- Söderblom, A. (2011), *Private equity fund investing: investment strategies, entry order and performance*, Ph.D. thesis, Stockholm School of Economics.
- Sölvell, Ö., I. Zander och M. Porter (1999), *Advantage Sweden*, Second Edition, Stockholm: Norstedts Juridik AB.
- Sørensen, P. B. (2010), *Swedish tax policy: Recent trends and future challenges*, Report to the Expert Group on Public Economics, Working Paper 2010:4.
- Trogen, P. (2002), *Which economic development policies work: Determinants of state per capita income*, mimeo, East Tennessee State University.
- Wahlbin, C. och C. Wigren (2007), *Samverkan i det akademiska vardagslivet*. NUTEK.
- Åstebro, T. (2012), "Returns to entrepreneurship", i D. Cummins (Ed.), *Handbook of Entrepreneurial Finance*. Oxford: Oxford University Press, 45–108.
- Åstebro, T., P. Braunerhjelm och A. Broström (2013), "Does academic entrepreneurship pay?", *Industrial and Corporate Change*, 22, 281–311.
- Öberg, P. O. och T. Svensson, red. (2005), *Power and institutions in industrial relation regimes: Political science perspectives on the transition of the Swedish model*. Stockholm: National Institute of Working Life.