



UNIVERSITETET I
NORDLAND

HANDELSHØGSKOLEN I BODØ • HHB

MASTEROPPGAVE

Entreprenørskap og
Innovasjonsledelse - BE307E

Det aktive eierskapet i det norske næringslivet

Kapital, kompetanse eller begge deler?

Av Viktor Olsen og

Jarl Richard Salamonsen



ABSTRACT

This study aim to examine the capital and the value-adding roles provided by VC-firms, and to which extent this can affect portfolio firms performance. Our theoretical approach to this is applied by linking agency- and pecking order theory to VC-funding, and alleged behavior of both VC-firm and portfolio firm. At last we seek to find a relationship between the portfolio firms who prefer external equity financing before any other alternatives, and the possibility that it also affects their performance.

To examine these questions, we constructed a survey on 90 norwegian portfolio firms. Our findings are in line with theoretical expectations for the value-adding perspective. Turning to the capital we find that it also have a significantly affect to portfolio firms performance. Regarding the ones who prefere external equity, we only find partial support for the relationship to portfolio firms performance.

FORORD

Denne oppgaven representerer den avsluttende delen av vår Master of Science in Business-utdannelse ved Handelshøgskolen i Bodø. Masteroppgavens tema og problemstilling er tilknyttet spesialiseringen Entreprenørskap og Innovasjonsledelse.

Kan et aktivt eierskap bidra til at selskaper oppnår et konkurransefortrinn? De aktive VC-selskapene er aktører som tilfører kapital og verdikende ressurser til sine porteføljeselskaper, og kan på den måten bidra til å utvikle og styrke disse selskapenes konkurransevne. Dette er for oss et interessant perspektiv, vi ønsket derfor å se dette i sammenheng med det norske næringslivet.

Først og fremst ønsker vi å rette vår takknemlighet til veileder, Tommy Høyvarde Clausen, som underveis har bidratt med konstruktive og nyttige tilbakemeldinger. Videre takker vi Marianne Arntzen og Erlend Bullvåg for gode samtaler og viktige innspill. I tillegg vil vi også takke Gry Alsos for ekspertuttalelse i tilknytning til utarbeidelsen av spørreundersøkelsen.

Ikke minst takker vi alle entreprenører og selskaper som har delt deres erfaringer med oss, og brukt av sin verdifulle tid til å besvare spørreundersøkelsen. En stor takk til familie og venner, for forståelse og støtte gjennom hele prosessen.

Bodø 18.05.2015

Viktor Olsen og Jarl Richard Salamonsen

SAMMENDRAG

Denne studien betrakter kapitalen og de ressursene som VC-selskapene kan tilføre ved bruk av aktiviteten value-adding, og i hvilken grad dette kan påvirke porteføljeselskapenes performance. Value-adding er en av de hovedsakelige aktivitetene som er beskrevet i forskningslitteraturen på dette fagområdet. Denne aktiviteten tar sikte på å øke potensiell fortjeneste på VC-selskapenes investering. Innflytelsen av denne aktiviteten sammen med kapital antas å utgjøre en verdi for porteføljeselskapenes performance, dette er studiens hovedfokus. Vi søker også å finne en sammenheng mellom porteføljeselskap som foretrekker ekstern egenkapital, før andre alternativer, med muligheten for at dette også påvirker deres performance.

Studiens problemstilling er: *“Hvordan tilfører VC-selskaper verdi til sine porteføljeselskap og hvordan påvirker dette porteføljeselskapenes performance?”* Denne problemstillingen omhandler et tema som i liten grad har vært undersøkt i norsk kontekst. Det vil derfor være interessant å undersøke hvorvidt VC-selskapene kan være kompetente eiere som tilfører ressurser til det norske næringslivet, på en slik måte, at porteføljeselskapene evner å imøtekomme konkurransen i markedet. Tilgangen til kapital og kompetanse kan være begrensende faktorer for selskaper som skal utvikle seg og håndtere utfordringer knyttet til konkurransen i et marked. VC-selskaper kan være de aktørene som inntar et aktivt eierskap og tilfører de ressursene som selskapene mangler. Et slikt kompetent eierskap handler om å se alle eierrollene *seleksjon, drivstoff, styring og komplementære ressurser* i sammenheng og utføre dem på en slik måte at de forsterker hverandre (Grünfeld og Jakobsen, 2006). For VC-selskapene innebærer dette en rekke aktiviteter som griper over disse eierrollene.

Studiens teoretiske tilnærming er anvendelse av agent- og pecking order teori, koblet til denne formen for finansiering, hvor både atferden til VC-selskapene og porteføljeselskapene spiller en rolle.

For å undersøke problemstillingen, ble det konstruert en spørreundersøkelse til 90 porteføljeselskaper. Våre funn er i tråd med teoretiske forventninger for value-adding. Vedrørende kapitalens innflytelse finner vi at også den har en signifikant effekt på porteføljeselskapenes performance. Angående de som foretrekker ekstern egenkapital, finner studien delvis støtte for at dette har en effekt for porteføljeselskapens performance.

INNHALDSFORTEGNELSE

Abstract	2
Forord	3
Sammendrag	4
Innholdsfortegnelse	5
Figuroversikt	8
Tabelloversikt	8
1.0 INNLEDNING	9
1.1 Bakgrunn og formål	9
1.2 Problemstilling	10
1.3 Avgrensning	12
1.4 Videre oppbygging av studien.....	13
2.0 Private Equity og Venture Capital – en introduksjon	14
2.1 Behovet for ekstern finansiering	16
2.2 Kapitaltilgang og det “finansielle gapet”	17
2.3 Det norske PE-markedet.....	20
2.4 Private Equity – Limited partnership	23
2.4.1 Motivasjon og kompensasjon.....	24
3.0 Litteratur og teoretisk tilnærming	26
3.1 Teoretisk tilnærming	26
3.1.2 Agency theory	26
3.1.3 Pecking order theory and reversed pecking order	29
3.1.4 Teoretisk tilnærming oppsummert	30
3.2 Det aktive eierskapet	31
3.2.1 Eiernes roller	32
3.2.1.1 Seleksjon	33
3.2.1.2 Drivstoff	34

3.2.1.3 Styring	35
3.2.1.4 Komplementære ressurser	35
3.3 VC-selskapenes aktiviteter i de verdiøkende rollene	36
3.3.1 Pre-investeringsaktiviteter	37
3.3.1.1 Screening	37
3.3.1.2 Kontrakt.....	39
3.3.2 Post-investeringsaktiviteter	40
3.3.2.1 Monitoring.....	40
3.3.2.2 Value-adding	42
3.4 Utledning av hypoteser.....	43
3.4.1 Performance	50
4.0 Metode, data og variabler.....	52
4.1 Innledning.....	52
4.2 Ontologi og epistemology	52
4.3 Forskningsdesign.....	53
4.4 Datainnsamling.....	53
4.4.1 Systematisk litteratursøk	54
4.4.2 Spørreundersøkelse	55
4.4.3 Populasjon og utvalg	56
4.4.4 Utvalgets representativitet.....	59
4.4.5 Reliabilitet og Validitet	60
4.5 Analyseteknikker og operasjonalisering av variabler	62
4.5.1 Performance	64
4.5.2 Viktige forklaringsvariabler	65
4.5.2.1 Value-adding	65
4.5.2.2 Faktoranalyse	66

4.5.2.3 Kapital	68
4.5.2.4 Reversed Pecking order.....	69
4.5.3 Kontrollvariabler	69
4.6 Oppsummering	71
5.0 Empirisk analyse	72
5.1 Innledning.....	72
5.2 Deskriptiv statistikk.....	72
5.3 Resultater.....	74
5.3.1 Regresjonsanalyse (OLS)	76
5.4 Oppsummering	79
6.0 Diskusjon.....	80
6.1 Resultater.....	81
6.2 Andre funn.....	84
6.3 Begrensninger og videre forskning	85
6.4 Implikasjoner.....	86
6.5 Konklusjon	86
7 Litteraturliste.....	88
Internettressurser	94
8 Vedlegg	95
1. VEDLEGG: NORMALFORDELING AV VARIABLER GRAFISK	95
2. VEDLEGG: REGRESJONSANALYSE	99
3. VEDLEGG: SPØRRESKJEMA	100

FIGUROVERSIKT

Figur 1.1: Forskningsmodell.....	11
Figur 2.1: Finansieringskilder.....	14
Figur 2.2: Primært og sekundært finansieringsgap.....	20
Figur 2.3: Totale investeringer i norske selskap, av norske og utenlandske PE-fond.....	21
Figur 2.4: Totale investeringer i norske selskap, etter fase.....	22
Figur 2.5: Fond struktur.....	23
Figur 3.1: Eieres verdiøkende roller, første grad.....	32
Figur 3.2: Eieres verdiøkende roller, andre grad.....	33
Figur 4.1: Utvalg.....	58
Figur 4.2: Fordeling av respondenter i undersøkelsen.....	60

TABELLOVERSIKT

Tabell 3.1: Teoretisk tilnærming oppsummert.....	30
Tabell 3.2: VC-selskapenes monitoringsaktiviteter.....	41
Tabell 3.3: VC-selskapenes hovedområder for value-adding.....	42
Tabell 4.1: Litteratursøk og avgrensning.....	54
Tabell 4.2: Faktoranalyse av indikatorer som måler performance og value-adding.....	67
Tabell 5.1: Deskriptiv statistikk.....	73
Tabell 5.2: Korrelasjonsmatrise.....	75
Tabell 5.3: Regresjonsanalyse modell 1-3 (OLS).....	77
Tabell 5.4: Regresjonsanalyse modell 4 (OLS).....	78
Tabell 6.1: Oversikt hypoteser.....	54

1.0 INNLEDNING

I innledningen redegjøres det for studiens bakgrunn og formål, i tillegg vil oppgavens tema aktualiseres. Videre presenteres studiens problemstilling, før avgrensning av tema diskuteres. Til sist sier vi litt om studiens oppbygging og hvordan vi har valgt å gå frem for å undersøke problemstillingen.

1.1 BAKGRUNN OG FORMÅL

Utvikling av nye selskaper er viktig for å fremme veksten i det norske næringslivet. Ofte ser en at selskaper i tidlig fase opplever problemer med å innhente kapital. Venture Capital, kapital som tilbys av investorer til oppstartsselskaper eller mindre selskaper med en oppfatning om et mulig vekstpotensiale, har for mange av disse selskapene blitt en viktig finansieringskilde for å utvikle forretningsidéen. VC-selskaper er finansielle mellomledd og formidler kapital mellom investorer og porteføljeselskaper. Vanligvis retter denne formen for finansiering seg mot teknologipregede selskaper, med potensiale for høy vekst, hvor målet er å maksimere den økonomiske avkastningen på vegne av investorer.

Som en konsekvens av VC-selskapenes (ofte fond) hovedmålsetning har litteraturen fokusert på hva VC-tilbydere gjør ut over å tilby finansielle ressurser. Det viser seg at det også handler om å tilføre andre ressurser som kan bidra til å styrke porteføljeselskapene. En svært relevant faktor for både entreprenører og VC-tilbydere er hvordan det kan bidras med å føre et meningsfullt tilsyn og tilføre verdi til porteføljeselskapene ut over å tilby kapital (Sapienza et al., 1996). Value-adding er en av de hovedsakelige aktivitetene som er beskrevet i forskningslitteraturen på dette fagområdet. Denne aktiviteten tar sikte på å øke potensiell fortjeneste på VC-selskapenes investering (DeClercq & Manigart, 2007). Studiens hovedfokus er innflytelsen av denne aktiviteten, sammen med kapital, og antas å utgjøre en *verdi* for porteføljeselskapenes prestasjoner.

Studien retter seg mot det norske Private Equity (PE) -markedet. Hvor formålet er å gjennomføre en undersøkelse på norske selskaper som har VC-finansiering. På denne måten vil vi se på hvordan VC-selskapenes tilførsel av kapital og value-adding aktivitet bidrar til porteføljeselskapenes prestasjoner. Dette gjennomføres med utgangspunkt i en idé som oppsto under entreprenørskapslinjen, hvor vi i forbindelse med entreprenørielle oppstartsprosjekter

gikk finansieringskilder i dybden. Det vi registrerte var at blant annet aktive eierskapsfond ofte markedsfører seg som en mer eller mindre nødvendighet for selskaper i en usikker fase. De aktive eierskapsfondenes fordeler er i følge Norsk Venturekapitalforening (NVCA) et tett samarbeid mellom gründere og VC-ledelse, hvor det arbeides strategisk for utviklingen til deres porteføljeselskaper i tillegg til at det bidras med både kapital, komplementær kompetanse og nettverk. Er det virkelig slik? Og hvordan utarter dette seg for selskapenes prestasjoner?

Det er viktig å utdype at studiens empiriske tilnærming til porteføljeselskapenes prestasjoner eller performance, relaterer seg til disse selskapenes konkurransefortrinn. Det vil si *“den unike posisjonen som et selskap utvikler vis-a-vis sine konkurrenter* (Hofer and Schendel, 1978) Tema i oppgaven er hvordan kapitalen og value-adding fra VC-selskaper kan skape en effekt på porteføljeselskapenes performance. Noe som innebærer å se nærmere på de mekanismene som adresseres i denne typen relasjoner, mellom porteføljeselskap og VC-selskap, og under hvilke betingelser disse faktorene kan ha en effekt på porteføljeselskapenes performance.

Med denne bakgrunn er formålet å bidra til økt kunnskap for personer som arbeider med VC-finansiering, eller entreprenører som ønsker å vite mer om hva dette innebærer. Det eksisterer lite forskning på dette området i Norge, og det kan således bidra til å øke forståelsen av dette fenomenet i norsk kontekst.

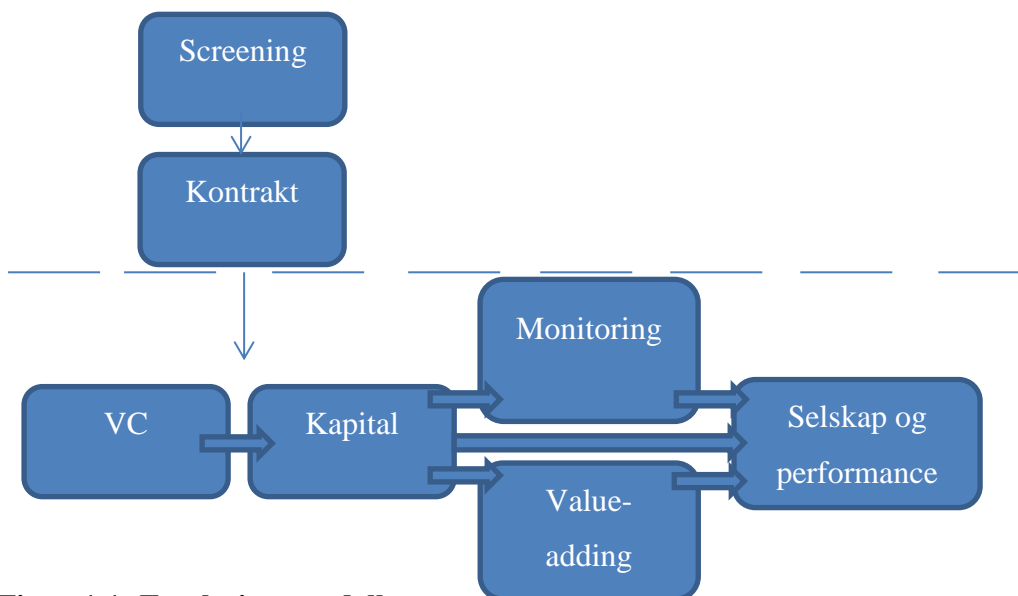
1.2 PROBLEMSTILLING

Det er mange aspekter knyttet til forholdet mellom VC-selskap og porteføljeselskaper. Vi har valgt å gå nærmere inn på de hovedsakelige aktivitetene og mekanismene som uttrykkes i forskningslitteraturen. Beslutningen om å inngå et slikt forhold er av stor betydning for både VC-selskap og porteføljeselskap. I bytte mot en økonomisk kompensasjon, investerer VC-selskapene i porteføljeselskaper med kapital som er innhentet fra ulike typer investorer. Det er derfor av interesse for VC-selskapene at investeringene gir en økonomisk avkastning. Porteføljeselskapene kjennetegnes ved at de ofte er teknologidrevet og/eller med potensiale for høy vekst, de er derfor også avhengig av å innta en posisjon i et marked som forsvarer de

finansielle investeringene og ressursene som anvendes underveis. Med dette som bakgrunn er studiens problemstilling:

Hvordan tilfører VC-selskaper verdi til sine porteføljeselskap og hvordan påvirker dette porteføljeselskapenes performance

For å besvare denne problemstillingen gjennomføres en kvantitativ studie basert på relevant forskningslitteratur, hvor teoretiske forventninger gir grunnlag for utledning av hypoteser som testes ved bruk av statistiske analyseverktøy. Ved anvendelse av forskningslitteraturen ble det først utledet en forskningsmodell som er beskrivende for aktivitetene mellom VC-selskap og porteføljeselskap (Figur 1).



Figur 1.1: Forskningsmodell

Vi vil ved hjelp av denne modellen beskrive forholdet mellom VC-selskap og porteføljeselskap. Studien betrakter respondentene i undersøkelsen som en homogen gruppe av porteføljeselskaper, i den forstand at de har gått gjennom en screening-prosess, og uavhengig av dens omfang har alle porteføljeselskapene blitt vurdert dit hen at de har positive fremtidsutsikter med potensiale for fortjeneste i VC-selskapenes interesse. Oppfølging av screeningens betydning vil derfor ikke vektlegges som en del av studien, men vi presenterer kort for hva dette innebærer.

Videre vet vi at utvalget har VC-finansiering, eventuelt som en del av en portefølje. Når investeringsbeslutningen er tatt (Screening og kontrakt) plasseres kapital i porteføljeselskapet

i form av egenkapital, som VC-selskapet kompenseres for med en eierandel i selskapet. VC-selskapets eierrolle og kapitaltilførsel fordrer monitorering- og valueadding-aktivitetene. Dette er aktiviteter som VC-selskapene benytter seg av under eierstyringen av porteføljeselskapene. Dette utgjør det aktive eierskapet. Hvor VC-selskapene monitorerer, eller overvåker investeringene slik at de kan forsøke å korrigere potensielt uønsket atferd hos porteføljeselskapet. Samtidig som de kan forsøke å tilføre verdiøkende ressurser – Value-adding, eksempelvis strategisk og ledelsesmessig støtte. Det er denne eierrollen og incentivet til å overvåke i kapitalens interesse, og øke dens verdi som gir grunnlag for en eventuell tilførsel av verdiøkende ressurser eller økt mengde finansielle ressurser. Studien tar videre sikte på undersøke om det er kapitalen fra VC-selskaper eller value-adding som isolert sett eller sammen gir bidrag til porteføljeselskapenes performance.

1.3 AVGRENSNING

Først og fremst har vi valgt å gjennomføre studien i det norske PE-markedet, på norske selskaper som har mottatt VC-finansiering. Porteføljeselskapene som utgjør studiens respondenter, er alle selskaper som er registrerte i Norges sentrale registeretat, Brønnøysundregistrene.

Temaet i denne studien favner allikevel relativt bredt. Vi betrakter de finansielle ressurser fra VC-selskapene utelukkende for å være kapital som tilføres porteføljeselskapene, mot at VC-selskapene blir rettmessige deleiere i selskapene de investerer i. Videre vektlegger vi value-adding aktiviteten fra forskningslitteraturen, nærmere bestemt nøkkelrollene for value-adding som forskningslitteraturen beskriver. Kapitalen og value-adding utgjør derfor faktorer som antas å kunne påvirke porteføljeselskapenes performance. Den teoretiske tilnærmingen, gjennom agent- og pecking order teorien gir oss et godt utgangspunkt for å undersøke dette.

Når det gjelder utfallet av disse innsatsfaktorene fra VC-selskaper, snakker vi gjerne om porteføljeselskapenes performance. Med dette menes også prestasjoner, eller ytelse, med hensyn til porteføljeselskapenes konkurranseevne i det markedet de opererer i. Nærmere om denne betraktning kan leses i delkapittel 3.4.1.

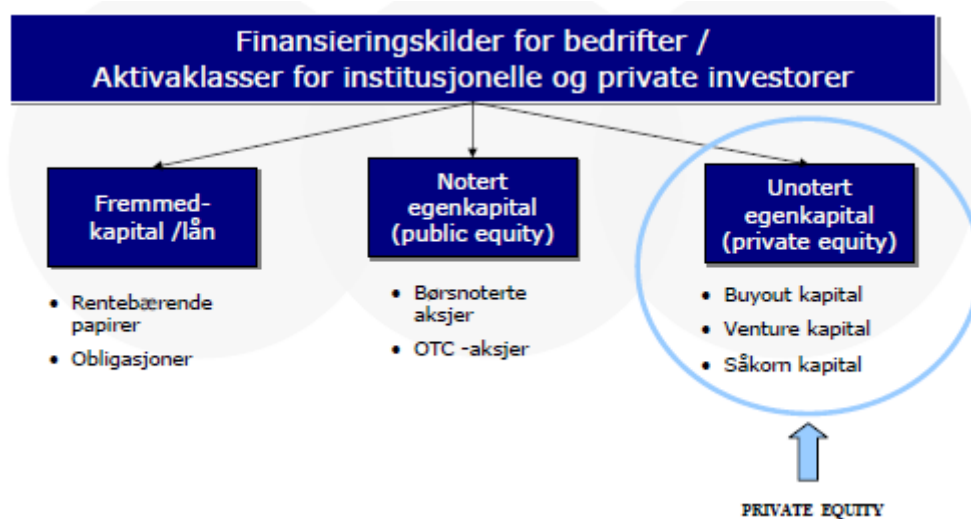
1.4 VIDERE OPPBYGGING AV STUDIEN

For leseren som vet lite om hva Private Equity og Venture Capital er, gis det i kapittel 2 en introduksjon til dette. Her viser vi også en typisk organisasjonsstruktur for VC-fond og hvilke faktorer som er avgjørende for et selskaps kapitalbehov og kapitaltilgang. I kapittel 3 presenteres studiens teoretiske tilnærming, før vi beveger oss over på relevant litteratur og utledning av hypoteser. Kapittel 4 beskriver studiens kvantitative metode mens resultatene presenteres i kapittel 5, før de i kapittel 6 diskuteres sammen med studiens begrensninger og konklusjon.

2.0 PRIVATE EQUITY OG VENTURE CAPITAL – EN INTRODUKSJON

Private Equity (PE) kan defineres som “*Equity that is not public traded and that is used to finance business start-ups, leveraged buyouts, etc.*” (Brealey et al., 2011:922). Mens European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) som beskriver seg selv som stemmen for Europeisk PE, omtaler PE slik: “*...is a form of equity investment into private companies that are not quoted on a stock exchange. Private equity is distinguished by its active investment model, in which it seeks to deliver operational improvements in its companies, over several years.*”

En av de tøffeste avveininger for et hvert selskap, kan være å balansere behovet for oppstart- og vekstkapital samtidig som eierskapet til selskapet og følgelig egenkapitalen opprettholdes (Timmons and Spinelli, 2007). PE er en spesifikk form for ekstern egenkapital, og kan være en mulighet for selskapene for å takle utfordringer knyttet til utviklingen.



Figur 2.1: Finansieringskilder (Argentum, 2005:9)

PE og PE-fond kan tilby finansiering av disse selskapene gjennom å kjøpe en andel av egenkapitalen, med intensjon om å selge med fortjeneste i fremtiden. For å øke en potensiell fortjeneste vil et PE-fond ofte bidra med andre ressurser enn selve kapitalen. Eksempelvis kan dette være ressurser som støtter selskapene til å utvikle og etablere leverandør- og

kunderelasjoner, eller at det bidras med støtte til å innhente personer som har relevant kompetanse tilpasset selskapets organisasjon (Grünfeld og Jakobsen, 2006). Dette er ressurser som også anses for være nødvendig for at selskapene skal evne å utvikle seg. På denne måten tilføres eksternt egenkapital til selskapet og det etableres en relasjon mellom fondet og selskapet som strekker seg ut over selve egenkapitalfinansieringen.

Det er ikke uvanlig å klassifisere PE i kategorier ut fra alder og andre karakteristikk til selskapene det investeres i. Argentum benytter såkorn, venture og buyout (-kapital). Det kan være viktig å merke seg at det ikke eksisterer noen verdensomspennende og sammenfallende definering av de ulike fasene for PE (Caselli, 2010). Dataene for denne studien utnytter informasjon i *Argentums Market Database* for investeringer gjort i såkorn- og venturefase. Vår definisjon av faser vil følgelig rette seg etter Argentums tilnærming, med følgende spesifisering: “Private Equity” eller “PE” benyttes som samlebetegnelse på såkorn, venture og buyout. Som forøvrig sammenfaller med definisjonen fra NVCA (2013). De to første fasene kan kategoriseres som “VC”, omtale og bruk av begrepet “VC” vil slik henge sammen med kapital investert i både såkornfasen og venturefasen. Bakgrunnen for dette er en lite sammenfallende terminologi i litteraturen, utenlandsk forskningslitteratur skiller i hovedsak bare mellom venture og buyout.

Videre vil det fokuseres på VC og VC-selskapet, det vil derfor være hensiktsmessig å presentere en ramme for hva som kjennetegner en tilbyder av VC-finansiering. Kjennetegnene beskriver vår forståelse av VC og formål på en god måte, den skisserer fremgangsmåten og intensjonen for VC-selskapene så vel som porteføljeselskapene. VC kan defineres som (Metrick & Yasuda, 2011):

- i. VC er et finansielt mellomledd, slik at de tar investors kapital og investerer direkte i porteføljeselskaper.
- ii. VC investerer bare i private selskaper. Når investeringen er gjennomført kan ikke selskapene omsettes på et offentlig marked umiddelbart.
- iii. VC tar en aktiv rolle i monitorering og hjelper selskapene i porteføljen.
- iv. VC's hovedmålsetning er å maksimere sin økonomiske avkastning ved å gå ut av investeringen gjennom et salg eller børsintroduksjon.
- v. VC investerer for å finansiere den interne veksten i selskapene.

Med andre ord skjer investeringer i private ikke børsnoterte selskaper, hvor VC fungerer som et finansielt mellomledd som tilbyr *venture capital* innhentet fra investorer. Dette impliserer organisering av fond eller lignende strukturer, med målsetning om å finansiere vekst i porteføljeselskapene og maksimere den potensielle avkastningen på investeringen. Et aktivt eierskap i den inngåtte relasjonen muliggjør dermed bidrag av tjenester og ressurser ut over kapitaltilførselen. VC kan dermed sies å være en spesifikk form for finansiering, og en del av det bredere egenkapitalmarkedet.

2.1 BEHOVET FOR EKSTERN FINANSIERING

Selskapets begrunnelse for kapital og finansiering vil variere. Karakteristikkene som avgjør behovet vil derfor generelt avhenge av selskapets fase og drivere for utviklingen. Anvendelsen av denne eksterne finansieringen forholder seg gjerne til noen utfordrende hovedområder for selskapets utvikling; *a) å håndtere likviditetsutfordringer i forbindelse med vekst, b) finansiering av fysisk utstyr etc., c) finansiering av produktutvikling og d) finansiering av markedsintroduksjon.* (Sørheim og Isaksen, 2008:5). De fleste yngre selskapene deler gjerne noen felles kjennetegn. På bakgrunn av den korte levetiden har de begrenset historikk (Tyebjee and Bruno, 1984), mange har bare 1-2 år tilgjengelig data hva angår operasjonelle og finansielle transaksjoner. Den begrensede historikken er i tillegg ofte lite anvendelig, da det i praksis gir lite informasjon om den operasjonelle driften (Damodaran, 2009). Inntektene er små eller ikke-eksisterende, i stedet for å generere inntekter ligger fokus på å etablere selskapet og mye av kostnadene forbindes med FoU og ervervelse av produktive faktorer, noe som videre gir negative resultater. Noen unntak vil det være, men de fleste er avhengige av egenkapitalfinansiering ut over egne midler og venner eller familie. Nedenfor skisseres de viktigste fokusområdene og behovene til selskaper med behov for ekstern finansiering.

Idé- og utviklingsfasen er preget av en intensiv innsats på FoU. De høyteknologiske prosjektene er særlig tynget av store kostnader til dette og har ikke i noen grad form for omsetning eller positive kontantstrømmer (NVCA, 2013). Denne tidlige fasen assosieres med høy grad av usikkerhet og risiko, tilgangen på lånekapital er derfor liten (Sørheim og Isaksen,

2008) og det vil eksistere et behov for egenkapitalfinansiering. Det er fortsatt usikkerhet om hvorvidt teknologi og produkt(er) vil fungere.

I *Etableringsfasen* vil det som oftest eksistere en prototype som kan testes, det meste av teknologien er ferdig utviklet. Imidlertid er selskapets etterspørselsside lite utviklet og har derfor begrenset omsetning og fortjeneste. Det er fortsatt stor usikkerhet med følgende liten tilgang på lånekapital (Sørheim og Isaksen, 2008), selskapene har behov for egenkapitalfinansiering.

Når teknologien og produkt(er) skal presenteres i markedet, *Kommersialiseringsfasen*, vil selskapene ha behov for ressurser til organisasjonen som skal ivareta produksjon og etterspørselssiden i markedet. Kostnader til utbygging av produksjonsanlegg følger av dette. I denne fasen vil det fortsatt være behov for ekstern egenkapitaltilførsel, noen har i større grad anledning til å kombinere finansieringen med lånekapital (Sørheim og Isaksen, 2008)

I en *Tidlig vekstfase* (eller *venturefase*) starter selskapene videre oppbygging av organisasjonen for utvikling og vekst. Organisatoriske og operative systemer for å håndtere produksjon, salg og distribusjon videreutvikles. Behovet for kapital er fortsatt tilstede og kombineres i flere tilfeller med lånefinansiering.

Når veksten flater ut, *Konsolideringsfasen*, vil kontantstrømmene normalt være positive og dermed reduseres behovet for ekstern finansiering. Selskapene kan derfor i større grad benytte interne ressurser, tilbakeholdt overskudd, og lånekapital etter behov.

2.2 KAPITALTILGANG OG DET “FINANSIELLE GAPET”

Tilbyderne av såkorn- eller venture- kapital, og ofte kalt risikokapital, står derfor ovenfor vesentlige utfordringer gitt selskapenes utviklingsfaser ovenfor. Når investeringsprosessen tiltar vil de måtte vurdere flere faktorer. De kritiske faktorene vil kunne være bestemmende for selskapenes tilgang til kapital, på den måten at faktorene utgjør de finansieringsalternativene selskapene har å velge mellom. Det hevdes derfor at de selskaper som har evnen til å endre seg raskt og følge opp disse faktorene vil kunne oppnå en kilde til et konkurransefortrinn. Gompers and Lerner (1999) deler faktorene i fire; (1) usikkerhet, (2)

asymmetrisk informasjon, (3) høy andel immaterielle ressurser og (4) spesifikke forhold i relevante produkt- og finansmarkeder.

Selskapenes manglende evne til å tiltrekke seg investorer og kapital kan skyldes stor usikkerhet (1), om produktene fungerer og om det eksisterer et marked. Konkurrentenes markedsrespons er vanskelig å vurdere, og en rekke strategiske avveininger og valg må tas slik at forretningsmodellen er fornuftig for konkurranseforholdene og markeds konteksten. I tillegg til generell økonomisk forståelse, kreves det spesifikke kunnskaper om bransje og organisasjon, samt detaljerte produktanalyser for å analysere selskapet. Gjerne viser det seg at eierne av virksomheten i større grad har forutsetninger for besittelse av denne kunnskapen (Grünfeld og Jakobsen, 2007). Høy grad av noe nytt, usikkert og ustabil vil være vanskelig å selge inn i banksektoren. På dette tidspunktet vil ikke den ferske virksomheten eller prosjekter i mer utviklede selskap ha etablert noen tilhørende kontantstrømmer. Dette åpner for at det vanskelig kan stilles sikkerhet til finansieringen, av naturlige årsaker vil det heller ikke være aktuelt å innta det offentlige aksjemarkedet. Denne usikkerheten påvirker investorers vilje til å tilby kapital (Gompers and Lerner, 1999).

Dette danner grunnlag for (2) asymmetrisk informasjon; og vanskeliggjør investeringsprosessen og vurdering av et lønnsomhetspotensiale ytterligere. På grunn av investorers manglende innsikt i selskapenes dagligdagse gjøremål, vil entreprenørene kunne vite mer om selskapets fremtidsutsikter. Noe som kan føre til uønskede utfall sett fra investors ståsted. Informasjonsproblemene gjør det vanskelig for investorer å evaluere investeringsobjektene opp mot hverandre (Grünfeld og Jakobsen, 2007). Den asymmetriske informasjonen kan utnyttes av selskapet og investorene vil dermed få vanskeligheter med å skille gode prosjekter fra mindre lønnsomme, det oppstår et adverse selection problem.

Den tredje faktoren som påvirker selskapets overordnede- og finansielle strategi er innholdet av eiendelene det besitter. Ikke uvanlig er det at denne typen selskaper innehar ressurser som i større grad er (3) immaterielle. Ikke-materielle eiendeler, som teknisk ekspertise, merkenavn eller patent (Brealey et al., 2011). Disse ressursene er vanskeligere å beskrive og verdsette enn fysiske eiendeler. Konjunkturelle svingninger i (4) produkt- og kapitalmarkeder, varierer både kapitalbehov og kapitaltilgang i markedet og påvirker spesielt innovative virksomheter som i en tidligere faser ofte er mer sårbare enn næringslivet generelt. Prissettingen og tilbudet av kapital fra offentlige investorer kan variere dramatisk (Gompers and Lerner, 1999) og skyldes

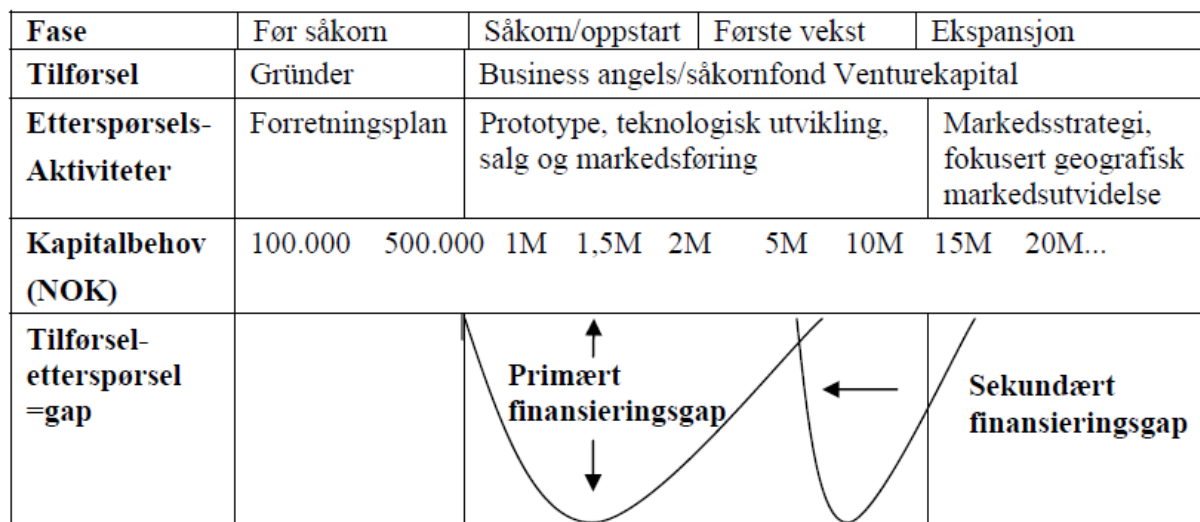
eventuelle reaksjoner på investorers oppfatninger om fremtidig lønnsomhet eller på grunn av endringer fra myndigheter. Skift i konkurranseintensitet eller forhold forårsaket av etterspørselssiden kan på lik linje variere produktmarkedene. En økende grad av konkurranseintensitet og usikkerhet i markedet vil kunne bidra til at finansiering fra tradisjonelle kilder blir vanskelig.

Selskaper preget av vekstambisjoner og teknologiske fremskritt er som vi har stiftet bekjentskap med, ofte utsatt for finansielle utfordringer knyttet til innhenting av kapital. Flere faktorer vil ifølge Gompers and Lerner (1999) kunne bidra til å redusere selskapenes kapitaltilgang. Disse finansielle utfordringene diskuteres i litteraturen som et finansieringsgap eller kapitalgap (Sørheim og Isaksen, 2008; Murray, 2007). Ulike årsaker debatteres som utgangspunktet for problemene som erfares i kapitalmarkedet, mange av årsakene kan ses gjennom de forskjellene og karakteristikene som diskutert ovenfor i 2.1. FoU-pregede kostnader, begrenset historikk sammen med asymmetrisk informasjon vil på mange måter kunne gi opphav til tilfeller hvor selskapene får tilbud om finansiering som oppleves urimelige, på den måten at betingelsene og kapitalens pris anses for å være en kostbar løsning. Sørheim og Isaksen (2008) omtaler dette som et opplevd subjektivt gap (Murray, 2007). Samtidig hevdes det at lite taler for at det omtalte objektive eller generelle kapitalgapet i kapitalmarkedet eksisterer. Derimot kobles finansieringsproblemer med selskapenes iboende natur; Den begrensede historikken og ønsket om å vokse. Når dette i tillegg angår investeringer i kunnskapsintensive bransjer vil tilbudet av kapital avta når investeringsprosessen naturligvis i økende grad blir et spørsmål om risiko og fortjeneste (Murray, 2007). Kunnskapsintensive bransjer vil stille enda større krav til investorer for at de skal kunne ta veloverveide investeringsbeslutninger. Investorers beslutninger om ikke tilby kapital eller tilby kapital med strenge betingelser kan således oppfattes som det subjektive gapet, mens det på en annen side hevdes å begrunne kapitalmarkedets effektivitet og ikke en eventuell svikt i kapitalmarkedet. Dette er med å rasjonalisere eksistensen til VC-finansieringen.

Andre deler av litteraturen (Gundersen og Langeland, 2004; Gullander & Napier, 2003; Sohl, 2003) argumenterer for at teknologi- og vekstselskaper vil kunne fornemme finansielle problemer i to ulike faser. Noe som benevnes for et primært og sekundært gap. Hvor det primære gapet vil henge sammen med finansieringsvansker tilknyttet selskapets oppstartsfasen hvor behovet for såkornkapital er størst. Mens vekstfasen viser til det sekundære gapet som

oppstår i det såkornfinansiering ikke lengre strekker til og tilfredsstillers selskapets vekst og utvikling. Noe som igjen fremmer behovet for venturekapital.

Gullander & Napier (2003) har utarbeidet en modell hvor ulike faser kobles med kapital, og på den måten viser sammenhengen mellom etterspørsel og behov. Fremstillingen tar sikte på å gi et nyansert bilde av koblingen mellom ulike etterspørselsaktiviteter, gitt fase, og kapitalbehov. Og hvordan finansielle “gap”, primært- og sekundært oppstår.



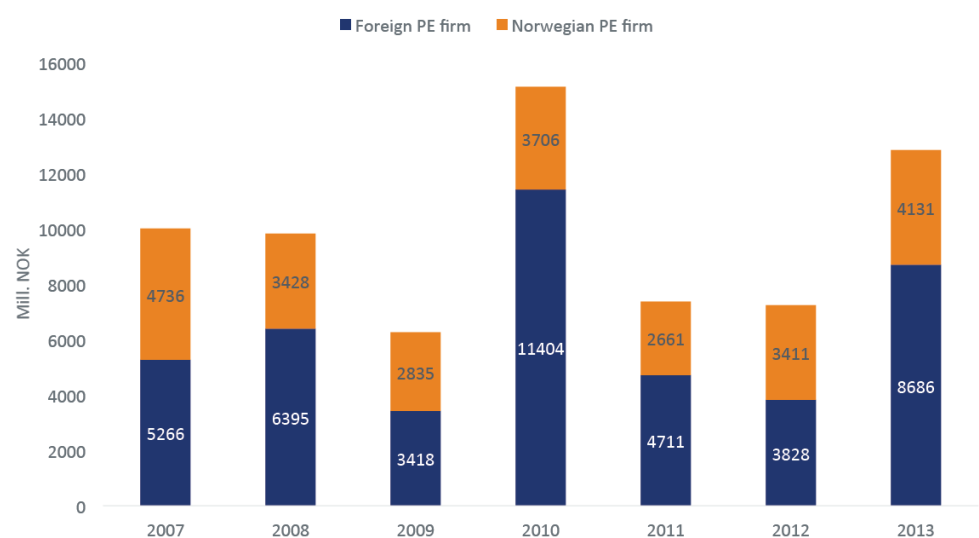
Figur 2.2: Primært og sekundært finansieringsgap (Gundersen og Langeland, 2004; Gullander & Napier, 2003; Sohl, 2003)

2.3 DET NORSKE PE-MARKEDET

Vi vil presentere hovedtrekk fra utviklingen de siste årene i PE-markedet. På relativt kort tid har det blitt etablert et kompetent forvaltningsmiljø i Norge som har sett gode vekst- og utviklingsmuligheter i næringslivet. Dette bekreftes i senere tid gjennom at bransjen innhenter stadig større andeler kapital fra utenlandske investorer og fond, som betrakter det norske markedet for attraktivt. Menon Business Economics og PEREP_Analytics utvikler årlige (og kvartals-vise) aktivitetsrapporter i samarbeid med NVCA, dette danner et bilde av, og viser svingningene i det norske PE-markedet. Fremstillingen tar sikte på investeringer i norske

porteføljeselskaper foretatt av norske og utenlandske PE- fond, og bygger på markedsstatistikken for 2013.

Fra 2012 til 2013 økte norske og utenlandske aktive eierfond sine investeringer i Norge med nærmere 80 %, det ble investert 12.8 milliarder kroner i norske selskap i denne perioden. Av dette bidro norske aktive eierfond med i overkant av 4 milliarder. Ifølge Knut T. Traaseth, generalsekretær i Norsk Venturekapitalforening (NVCA) er det ikke målt tilsvarende aktivitet siden før finanskrisens utbrudd (2007).

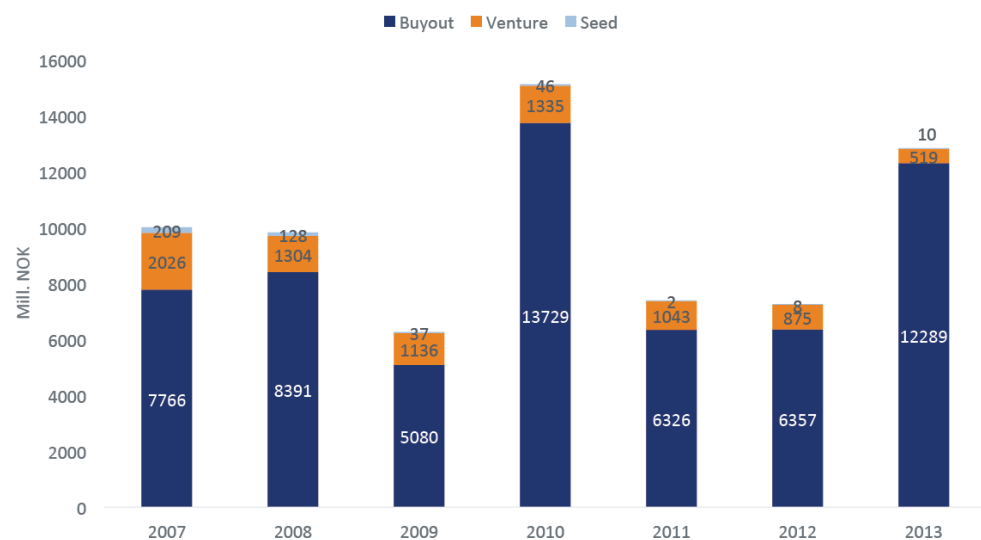


Figur 2.3: Totale investeringer i norske selskap, av norske og utenlandske PE-fond (NVCA 2013)

De norske aktive fondene utgjør en verdifull kilde til kapital, og bidrar på den måten til økt sysselsetning og verdiskapning. Fra 2012 til 2013 økte andelen innhentet kapital fra 2 til 6 milliarder (NVCA, 2013), det forventes en ytterligere økning ettersom flere fond vil komme til i løpet av 2014, og på den måten høyne aktivitetsnivået fremover.

Tallene fra aktivitetsrapporten 2013 viser til færre men større investeringer. Det ble investert i overkant av 12 milliarder kroner i norske selskap fra buyout-fond, en økning på nærmere 5.6 milliarder kroner fra året før. Nær 10.6 milliarder tilskrives førstegangsinvesteringer (NVCA, 2013). Ifølge aktivitetsrapporten hadde 2013 det høyeste nivået av førstegangsinvesteringer i

norske porteføljeselskaper, foretatt av utenlandske PE-fond. Kapitalmessig er det innenfor denne fasen utviklingen har vært størst.



Figur 2.4: Totale investeringer i norske selskap, etter fase (NVCA, 2013)

Ventureinvesteringer foretatt av norske og utenlandske investeringsfond i norske selskaper falt med 350 millioner kroner fra 2012 til 2013. Innenfor denne fasen ble det investert i overkant av 500 millioner kroner, hvor 420 millioner tilskrives oppfølgingsinvesteringer (NVCA, 2013). Bekymringen tilskrives såkornfasen, til tross for en marginal økning fra 2012 til 2013. Investeringsaktiviteten i denne fasen preges av bekymring, fondene som opererer i tidligfasen opplever kapitaltørke, da denne tidligfasen er uten midler, noe som indikerer fravær av nyinvesteringer, og få og små oppfølgingsinvesteringer. Ifølge Traaseth trengs flere fond og mer kapital raskt, for etablering av innovative og konkurransedyktige vekstforetak.

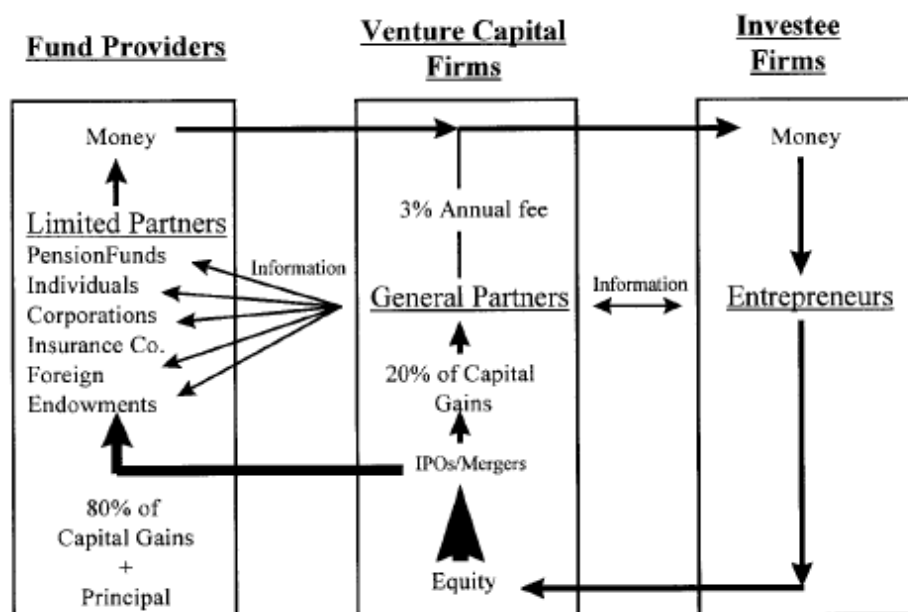
Norske aktive eierfond, har siden 2001 hentet mer enn 70 milliarder kroner til investeringer i det norske PE-markedet, noe som tilsvarer 20 prosent av total kapital reist av Oslo børs i samme tidsrom, hvor mer enn 70 prosent tilskrives utenlandske investorer. Brorparten av dette, nærmere bestemt 80 prosent, er investert i selskaper med hovedsete i Norge. Antall sysselsatte i norske selskap eid av aktive eierfond nærmer seg 70.000, med en årlig

verdiskapning på 32 milliarder kroner (NVCA, 2013). Dette markerer betydningen av det norske PE-markedet som en samfunnsmessig bidragsyter, med tanke på vekst og utvikling.

2.4 PRIVATE EQUITY – LIMITED PARTNERSHIP

I denne delen går vi nærmere inn på partnerskapet i fondene og hvordan denne organiseringen gjennomføres. Det er av vår oppfatning at porteføljeselskapene som inngår i studiens utvalg har fond på eiersiden som i prinsippet er organisert som et limited partnership. Når det er sagt har vi ikke analysert fondenes oppbygging inngående, da dette ikke tilskrives studiens formål.

I litteraturen ser en at PE og VC ofte følger en struktur hvor operasjonaliseringen kan ta flere ulike former. Ved bruk av; Brealey et al. (2011), Cumming et al. (2007), Metrick & Yasuda (2011) og Sahlman (1990), vektlegges og beskrives derfor den typiske organisasjonsformen for VC. En typisk fondsstruktur er illustrert nedenfor.



Figur 2.5: Fond struktur (Osnabrugge & Robinson, 2001)

Limited partnership har siden 80-tallet vokst til å bli den dominerende organisasjonsformen (Cumming et al., 2007). I et limited partnership inntar VC-selskapet rollen som *general partner* (GP). GP oppretter fondet og innhenter kapitalen som investeres i porteføljeselskapene. Fondene har begrenset levetid, vanligvis opp til 10 år. I disse fondene benevnes investorene for *limited partners* (LP). GP kontrollerer videre aktivitetene i fondet, mens investorene (LP) normalt ikke er aktive. Bransjen og slike partnerskap er som vi har stiftet bekjentskap med, søkende mot å investere i unge og teknologikrevende selskaper som har behov for kapital for å vokse. Det er heller ikke uvanlig at GP spesialisere fondene etter fase, bransje og geografiske forhold (Brealey et al, 2011; Metrick & Yasuda, 2011). Når fondet er etablert tilføres kapital i avtalte mengder fra investorene, enten på bestemte tidspunkt eller etter GP's oppfordring. Mengden kapital som LP's tegner avtale på kalles for fondets *kommiterte* kapital. Når GP har lyktes i å innhente den totale mengden kommitert kapital til fondet, er det klart for å starte investeringen i porteføljeselskaper.

Det er av flere årsaker viktig hvordan organiseringen av VC-fond utspiller seg. Av figuren (1.6) ser en at GP potensielt investerer på vegne av flere ulike typer investorer; Pensjonsfond, enkeltpersoner, forsikringsselskaper, andre selskaper etc. Strukturen i disse forholdene er ikke ubetydelig. Cumming et al. (2007) viser et viktig poeng; Relasjonen GP-LP er gjerne en kombinasjon av eksplisitte og implisitte kontrakter som regulerer og legger føringen for hvordan VC-selskaper kan overføre kapital, kompetanse og ekspertise til porteføljeselskapene. Noe som betyr at i enkelte tilfeller vil VC-selskapene være mer "løsrevet" og disponere ressursene uten videre retningslinjer, andre tilfeller vil i høyere grad kunne være formelle, og mer byråkratisk påvirke relasjonen mellom VC-selskapet og porteføljeselskapet. VC-selskapet, general partner, inngår partnerskap og kontrakter med begge sider (Sahlman, 1990); investorer og porteføljeselskapene.

2.4.1 MOTIVASJON OG KOMPENSASJON

VC-selskapene mottar normalt kompensasjon fra to kilder i et limited partnership. De gjør krav på et forvaltningshonorar, ofte kalt *management fee*. Forvaltningshonoraret utgjør i de fleste tilfeller en årlig kompensasjon, gjennom fondets levetid, på ca. 2,5 % av den

kommitterte kapitalen (Sahlman, 1990). I tillegg vil VC-selskapene motta prosenter av eventuell fortjeneste på fondene, *carried interest*. Historisk har *carried interest* ofte blitt sett kontraktsfestet til 20 % av realisert gevinst, til tross for variasjoner i partnerskap hevdes det at denne prosentsatsen er veldig vanlig (Cumming et al, 2007; Sahlman, 1990). Management fee benyttes av VC-selskapene til å drive fondene og til å betale de administrative lønnskostnadene. Samtidig er det flere ulike måter å praktisere fordelingen av kompensasjon og fortjeneste, dette later til å avhenge av kapitalflyten i fondenes investeringer og avtaler utformet i kontraktene. Noe som også vil være naturlig da det ofte tar flere år før det opparbeides verdier og overskudd i porteføljeselskapene. Imidlertid blir *carried interest* sett på som et virkemiddel som utligner VC-selskapenes incentiver med investorenes incentiver, på den måten at høy avkastning på fondet er av begge parter interesse. Implikasjonen er at incitamentet gir VC-selskapene sterkere motivasjon til å engasjere seg i aktiviteter for å tjene tilbake investeringene og levere et overskudd (Sahlman, 1990; Brealey et al., 2011), og dermed øke verdien av *carried interest*.

Når det gjelder investorenes motivasjon for å plassere kapital i partnerskapet, kan denne utledes fra porteføljeteori (Cumming et al., 2007). Investorene kan potensielt øke sin samlede fortjeneste gjennom en forsvarlig økning i erkjent risiko, så lenge de velger VC-selskaper som presterer bedre sammenlignet med andre. Det er heller ikke uvanlig at investorene ønsker å se kvalifikasjonene til VC-selskapene før de investerer (Metrick & Yasuda, 2011). Et slikt perspektiv betyr at det ikke er bare VC-selskapene som kjører en utvelgelsesprosess av investeringsobjektene. Sammen med forhandlingen av betingelser i kontrakter er organiseringen av partnerskapet ment å kunne redusere asymmetrisk informasjon og agentproblemer, mellom investor og investering, som så ofte assosieres med denne typen investeringer. Reduksjonen muliggjøres gjennom VC-selskapenes eierskap og aktive profil (Brealey et al, 2011) i porteføljeselskapene.

GP kan generelt gå ut av investeringen på to måter (Brealey et al., 2011). På det tidspunktet porteføljeselskapet har etablert en historikk og oppnådd ønsket utfall, kan det bli solgt ut til et større selskap. Allikevel, er det ikke alle porteføljeselskaper som vil føle seg bekvem med å være en del av et større selskap og vil heller foretrekke å være selvstendig. I dette tilfellet kan selskapet avgjøre å gå for en børsintroduksjon. Slik at det tilbys en mulighet for fondet og GP til å "selge seg ut" og etterlate den fulle kontroll til den opprinnelige etablereren.

3.0 LITTERATUR OG TEORETISK TILNÆRMING

I dette kapitlet tar vi inn studiens teoretiske tilnærming før vi ser nærmere på hvordan et kompetent eierskap kan uttrykkes gjennom et sett av verdiøkende roller i. Deretter betraktes VC-selskapets aktiviteter i relasjon til sine porteføljeselskaper og hvordan dette kan ses på i sammenheng med de verdiøkende rollene. Ved å benytte oss av teoriene og det litteraturen fremhever vil hypotesene utledes avslutningsvis.

3.1 TEORETISK TILNÆRMING

Agentteorien omhandler incentiver og problemer med overvåking i situasjoner hvor asymmetrisk informasjon (se kap. 2.2 for definisjon av asymmetrisk informasjon) er tilstedeværende (Duffner, 2003). Den økonomiske virkeligheten og PE-markedet står ovenfor en betydelig grad av asymmetrisk informasjon. Vi benytter derfor agentteorien først for å beskrive denne problematikken mellom VC-selskap og porteføljeselskap. Dette vil være hensiktsmessig for å forstå hvordan VC-selskapene påvirker sine porteføljeselskap, og hvordan dette eventuelt kan ha en effekt på deres performance. Det vil også vises at VC-selskapene tar i bruk aktiviteter og mekanismer, for å innta kontroll og redusere risikoen tilknyttet investeringen. Deretter trekkes pecking order teorien inn, som søker å forklare selskapers valg av kapitalstruktur når det eksisterer asymmetrisk informasjon.

3.1.2 AGENCY THEORY

Agentteorien aktualiserer agentproblemer som oppstår mellom samarbeidende parter med ulikt syn på arbeidsfordeling og hvilke mål en ønsker å oppnå. Ved å eksemplifisere en kontrakt (Eisenhardt, 1989) synliggjøres agentproblemene mellom oppdragsgiver (prinsipalen) og den eller de som ivaretar forpliktelsene (agenten) på vegne av oppdragsgiver. For lettere å kunne følge sammenhengen, presiseres det at den aktuelle relasjonen for denne

oppgaven er representert ved porteføljeselskapet som agent, mens VC-selskapet innehar rollen som prinsipal.

Eisenhardt (1989) fremholder at teorien er konsentrert rundt løsning av to problemer som kan oppstå i en prinsipal-agent relasjon. Det første problemet melder seg når partene har vesensforskjellige mål, eller det er vanskelig og eller dyrt for prinsipalen å verifisere agentens handlinger. Problemet vil være at prinsipalen ikke kan bekrefte at agenten har opptrådt hensiktsmessig. Det andre er problemet med fordeling av risiko, når prinsipal og agent har ulike holdninger til risiko. Problemet her er at prinsipal og agent kan foretrekke ulike tiltak med bakgrunn i ulike risikopreferanser.

Agentteori er opptatt av intensive overvåkningsproblemer i tilfellet med asymmetrisk informasjon. Problemer oppstår i tilfeller hvor rettigheter er delegert, hvor agenten er nærmere det operative markedet og på den måten bedre informert. Agenten kan på den måten benytte dette fortrinnet for å maksimere egen nytte. En slik opportunistisk atferd, hvor agenten passerer forbi de forpliktelser som følger av gjeldende kontrakter, lover og eller moralske standarder vil kunne sette prinsipalen i en dårligere posisjon enn utgangspunktet ville vært. Prinsipalen på sin side vil imøtekomme denne atferden ved å justere sine retningslinjer overfor agenten tilsvarende muligheten for å handle opportunistisk, slik at interessekonflikt ikke oppstår (Kürsten, 1999, gjengitt i Duffner 2003). Spørsmålet er ikke om agenten faktisk oppfører seg opportunistisk, men om han kunne gjøre det.

Agentteorien antar at det forekommer (1) informasjons asymmetri, hvor forventningene ikke sammenfaller, (2) at det forekommer informasjons- og kontrollkostnader som følge av asymmetri (Duffner, 2003). Dette er nært opp mot dagens virkelighet da endringer- og overføring av informasjon er kostbart, det forventes profitt fra den antatt overlegne informasjonen som besittes, og som derfor kontrolleres tett.

Agentproblemene klassifiseres generelt videre i tre kategorier, *moral hazard*, *holdup* og *adverse selection* (Duffner, 2003)

Moral hazard viser problemer som oppstår mellom prinsipal og agent, hvor agent benytter skjult informasjon og, eller utfører handlinger som ikke lar seg observere av prinsipal for egen vinning eller for å møte egne mål, stikk i strid med den avtale som er inngått. Handlingen

utøves på bekostning av prinsipalen, som ikke er i stand til å observere agentens atferd annet enn ved selskapets suksessgrad.

Holdup viser til omstendigheter hvor agenten systematisk anvender hull i ufullstendige kontrakter i egen favør, der ikke alle fremtidige utfall er regulert og spesifisert. Etter kontraktinngåelse, hvor spesifikke investeringer er foretatt og irreversible kostnader påført prinsipalen, avslører agenten sine skjulte hensikter. Noe som fører til at kontrakten på et senere tidspunkt må reforhandles.

Adverse Selection viser til problemet prinsipalen står overfor i utvelgelsen av agenter, hvor prinsipalen ikke evner å skille agenter med god kvalitet fra de dårlige. På grunn av informasjonsasymmetri vil agenten kunne sortere ut informasjon gitt prinsipalen hva angår egen kvalitet og eventuelle skjulte hensikter.

Når vi betrakter VC-selskap og porteføljeselskap, som henholdsvis prinsipal og agent, vil et problem oppstå når disse partene har ulike mål. Kontrakten knytter seg til denne potensielle målskjevheten, på den måten at den vil bære preg av VC-selskapenes forventede atferd hos porteføljeselskapene. Dette innebærer at VC-selskapene ofte vil overvåke porteføljeselskapenes atferd i sammenheng med den avtalefestede kontrakten. Noe som muliggjøres gjennom eierskap i selskapet, og de kontrollrettighetene som avtales i kontrakten (Duffner, 2003). Dette er et eksempel på hvordan VC-selskapene forsøker å begrense moral hazard. Videre har de blant annet muligheten til å porsjonere tilførselen av kapitalen, en mekanisme som bidrar til kontroll (Sahlman, 1990).

Hvis vi antar at VC-selskapene står ovenfor adverse-selection problemer under screeningen av selskaper, og at det dermed er vanskelig å skille entreprenører med hensyn til både motivasjon og generell kvalifikasjon (les kvalitet). Vil det i slike tilfeller også kunne oppstå problemer med moral hazard når kontrakten er skrevet (Duffner, 2003). I følge teorien innebærer dette at porteføljeselskapet har muligheten til å redusere sin innsats og ytelse og dermed handle på bekostning av VC-selskapet. For å imøtekomme en slik risiko vil VC-selskapene gjerne tilby aktiv støtte til ledelsen. Dette er også beskrevet i litteraturen for å være en del av value-adding aktiviteter. Denne støtten kan ta form som en aktiv rolle i operasjonelle aktiviteter (Gorman and Sahlman, 1989), støtte som også tar høyde for strategiske spørsmål og initiativ (Sahlman, 1990). Dette hevdes ikke bare å kunne dempe effektene av moral hazard men også Holdup (Duffner, 2003).

I neste delkapittel presenteres pecking order teorien, og i hvilke sammenhenger den reverserte versjonen kanskje i større grad kan forklare valg av kapitalstruktur.

3.1.3 PECKING ORDER THEORY AND REVERSED PECKING ORDER

Pecking order teorien av Myers (1984), hevder at informasjonsasymmetri som kan oppstå mellom selskapsledelse og investorer skaper preferanser for rangeringen over finansieringskilder. Virksomhetene ønsker å minimere kapitalkostnadene og kostnadene knyttet til *asymmetrisk informasjon*, store endringer i kapital- og eierstrukturer ønskes derav minimalisert. Finansiering prioriteres fra interne ressurser hvor asymmetriske informasjonsproblemer ikke eksisterer, fulgt av gjeld, og deretter innhenting av ekstern egenkapital. Når ekstern finansiering er nødvendig, vil med andre ord det sikreste alternativet velges først ved å utstede gjeld, for deretter å vurdere mulig hybrid kapital (eks. konvertible obligasjoner) og til sist utstede aksjer.

Avgjørelsen om å innhente ekstern egenkapitalfinansiering kan altså være nært knyttet til informasjonsasymmetri. Dette medfører at tilstedeværelsen av den asymmetriske informasjon påvirker valget mellom intern og ekstern finansiering, og mellom opptak av ny gjeld og utstedelse av aksjer (Brealey et al., 2011). Teorien indikerer at entreprenører vet mer om virksomhetens risiko og verdi enn investorer gjør. Noe som fører til en *pecking order*, ved at selskapene ønsker å begrense kostnader knyttet til asymmetrisk informasjon.

Imidlertid kan det også være andre årsaker til at et slikt finansieringshierarki kan oppstå. Transaksjonskostnader kan bidra til avveiningen mellom intern og ekstern finansiering (Myers, 1984). Den eksterne finansieringen kan potensielt føre til at en mister kontroll over selskapet. Disse faktorene kan resultere i at selskaper unngår den eksterne finansiering og slik begrenser selskapets vekst (Manigart & Struyf, 1997). Allikevel er asymmetrisk informasjon kanskje en av de viktigste årsakene til at ekstern finansiering anses som mer kostbar sammenlignet med en intern (Berger & Udell, 1988).

Ifølge Garmaise (2001) er Myers pecking order theory bedre egnet til å forklare mer modne selskapers preferanser for finansieringskilder. Videre foreslås det en *reversed pecking order* som menes å bedre kunne forklare unge selskaper i tidligere fase. Argumentasjon for dette er

at kreditorer og VC-selskaper ofte er bedre i stand til å evaluere kvaliteten ved entreprenører og entreprenørielle virksomheter, enn de selv er og dermed reversere Myers teori. Ifølge denne teorien vil dermed mindre modne selskaper foretrekke å innhente ekstern egenkapital i stedet for gjeld. Allikevel vil dette avhenge av perspektivet til entreprenører som søker kapital.

3.1.4 TEORETISK TILNÆRMING OPPSUMMERT

Nedenfor illustreres studiens teoretiske tilnærming og på hvilken måte dette påvirker relasjonene mellom VC-selskap og porteføljeselskap.

Teoretisk tilnærming	Agentteori	Målskjevhet og fordeling av risiko <ul style="list-style-type: none"> - Moral hazard - Holdup - Adverse selection 	Investorer begrenser asymmetrisk informasjon gjennom ulike aktiviteter og mekanismer. Overvåkningskostnader påløper.
	Pecking Order Theory	Etablerer finansieringshierarki, følgende rangering: <ul style="list-style-type: none"> - Interne ressurser - Gjeld - Ekstern egenkapital 	Entreprenører vet mer om virksomhetens risiko og verdi enn investorer gjør. Ønsker selv å opprettholde kontroll og minimere kapital-kostnader.
	Reversed Pecking Order Theory	Etablerer finansieringshierarki, følgende rangering: <ul style="list-style-type: none"> - Interne ressurser - Ekstern egenkapital - Gjeld 	Investorer er i bedre stand til å evaluere kvaliteten til entreprenørers virksomhet. Funn støtter teorien for mindre modne selskaper i oppstartsfase.

Tabell 3.1: Teoretisk tilnærming oppsummert

I denne studien kan agentteorien være nyttig, for å forstå hvordan VC-selskapene benytter seg av sitt eierskap i porteføljeselskapene til å forfølge sin hovedmålsetning om å maksimere den økonomiske avkastningen. Gjennom bruk av aktiviteter og mekanismer for å redusere eventuelle tap som følge av adverse selection og moral hazard.

Agentteorien adresserer svært relevante problemstillinger som rasjonaliserer hvordan VC-selskapene går frem både før og etter at investeringsbeslutningen er tatt, hvilke utfordringer VC-selskapene og porteføljeselskapene står ovenfor, og på hvilken måte VC-selskapene søker å begrense asymmetrisk informasjon. Agentteoriens relevans for denne studien vil derfor være knyttet til hvordan VC-selskaper benytter kapitalen og verdiøkende ressurser til dette formålet, og hvordan deres eierkompetanse potensielt har en effekt på porteføljeselskapene.

Koblet med pecking order teori kan vi kanskje ytterligere skape en forståelse av VC-selskapenes tilknytning til porteføljeselskapene tilknytning til VC-selskapene. Hvor den asymmetriske informasjonen forsøkes å begrenses av porteføljeselskapene, ved en rangering mellom finansieringsalternativer. Det interessante perspektivet er at den reverserte versjonen av pecking order later til å være mest aktuell for selskaper i en tidlig fase, hvis dette er tilfelle vil VC-selskapene ha et bedre utgangspunkt for å evaluere kvaliteten og verdien i porteføljeselskapene enn de selv har. Implikasjonen blir at porteføljeselskapene ikke bare ønsker finansielle ressurser, og at VC-selskaper kan være den “ressursspakken” som tilfører både kapital og ressurser som eksempelvis strategisk og ledelsesmessig støtte, som tar høyde for de utfordringer disse tidligfase-selskapene står ovenfor.

3.2 DET AKTIVE EIERSKAPET

VC-selskapene er som nevnt kjent for et nivå av engasjement mot porteføljeselskapet. I tillegg til å tilføre kapital gir det aktive eierskapet muligheten til å tilføre ytterligere ressurser som kunnskap og erfaring, så vel som deling av viktige nettverksforbindelser (EVCA, 2014). Det er av VC-aktørenes interesse at investert kapital gir en økonomisk avkastning. Dette medfører ofte at det inntas en aktiv rolle i selskapet og styret, hvor intensjonen er å tilrettelegge strategi og aktiviteter i porteføljeselskapet for å skape den mest ønskelige utvikling. Vi vil følgelig se

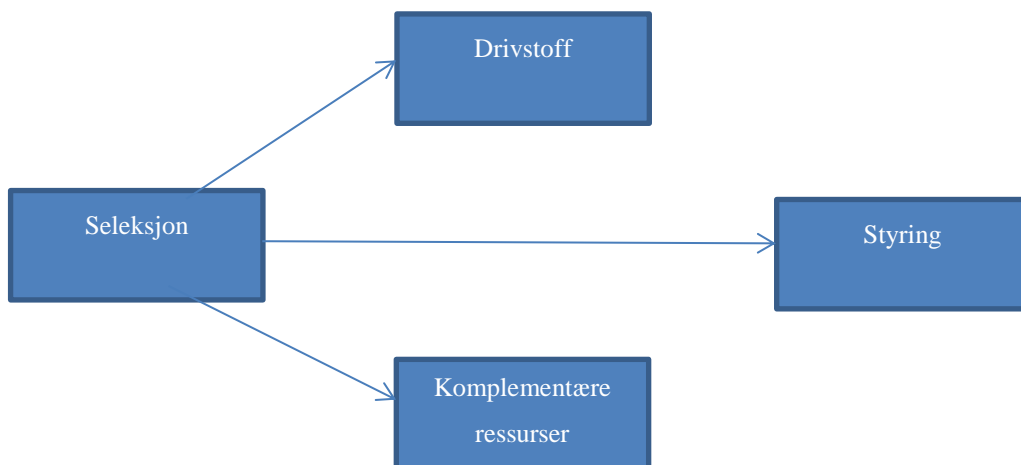
på det som kjennetegnes med aktive eierskap, og hvilke roller eierne kan innta for å skape verdier i det norske næringslivet.

“There are only two classes of investors in new and young private companies:

value-added investors and all the rest.”

3.2.1 EIERNES ROLLER

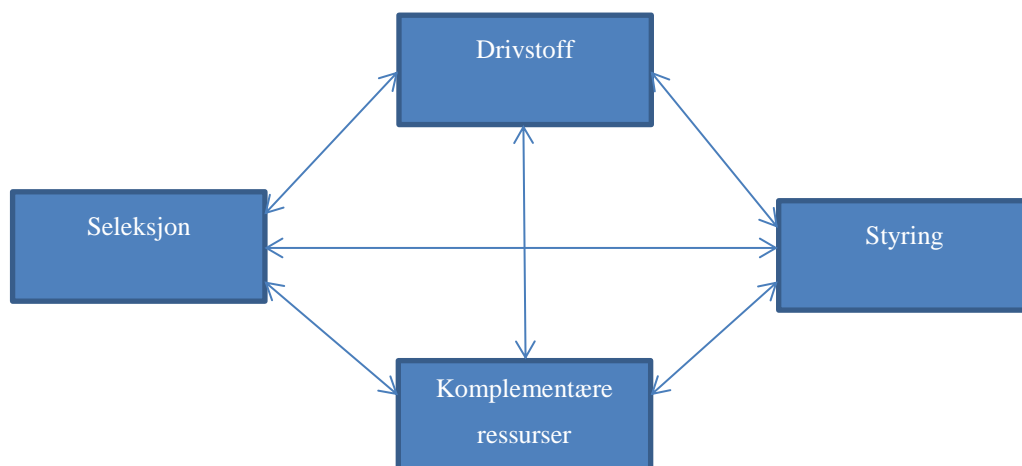
Grünfeld og Jakobsen (2006) benevner eiernes roller, i sitt rammeverk, for verdiøkende roller; *seleksjon, drivstoff, styring og komplementære ressurser*. Hvor eierskapet naturligvis påberoper seg tilførsel av kapital, dette betraktes i form av drivstoff, mens seleksjonsrollen skal kunne sørge for tilførsel av kapital til de mest lønnsomme investeringene. Investeringsbeslutningen vil således danne grunnlaget for de to siste rollene hvor potensialet i den antatt lønnsomme investeringen søkes maksimert. Gjennom målrettet styring og tilførsel av relevante ressurser som anses for å være nødvendig, fylles rollene for de komplementære ressursene og styringen.



Figur 3.1: Eieres verdiøkende roller, første grad (Grünfeld og Jakobsen, 2006)

Dette utelukker allikevel ikke de to førstnevnte rollene for å være en del av de verdiøkende rollene, det er kanskje minst like viktig at eierne innehar ferdigheter som sannsynliggjør identifiseringen av lønnsomme prosjekter og dermed ønsker å tilføre kapital. Når eierne fyller

hver enkelt eierrolle på en effektiv måte, vil dette være noe som innebærer eierkompetanse av første grad (Figur 3.1). I følge Grünfeld og Jakobsen (2006) vil det virkelige kompetente eierskapet først vise seg når alle de fire rollene ses i sammenheng (Figur 3.2), og utføres på en slik måte at rollene forsterker hverandre. Summen av eierrollene og optimaliseringen av disse utgjør derfor en eierkompetanse av andre grad.



Figur 3.2: Eieres verdiøkende roller, andre grad (Grünfeld og Jakobsen, 2006)

Videre vil vi se på intensjonen bak rollene, før det i delkapittel 3.3 aktualiseres gjennom å se nærmere på hvilke aktiviteter som VC-selskaper benytter i rollene.

3.2.1.1 SELEKSJON

Seleksjon av investeringsobjekter gir intuitivt uttrykk for at investorene vil måtte benytte metoder og ferdigheter som gjør dem i stand til å prioritere lønnsomme investeringsobjekter fremfor mindre lønnsomme. Tidligere har vi diskutert limited partnership og sett at det også foregår en selektering når investorene velger VC-selskap som de ønsker å investere i. Det er derfor tydelig at kapitalflyten i disse miljøene sterkt avhenger av, først og fremst, en finansiell kompetanse (Grünfeld og Jakobsen, 2006). På den annen side reiser dette et behov til informasjon i markedet, slik at det i best mulig omfang er mulig å prioritere investeringene. Informasjonsbehovet til hver enkelt aktør vil allikevel være forskjellig, når i tillegg kapitalmarkedet langt fra er perfekt, i den forstand at alle ikke har tilgang på lik informasjon,

vil det også bli et spørsmål om investorers risikopreferanser. Seleksjon hevdes å være en verdiøkende rolle, ved kjøp og salg av eierandeler er dette noe som sørger for å opprettholde likviditet i aksjene som på denne måten gjør at eksisterende eiere kan selge seg ut med en pris som er forutsigbar. Hvis dette ikke hadde vært mulig ville investorer vært mindre interessert i å investere. Vi kan derfor si at gode muligheter for å tre ut av investeringen, er avgjørende for selskapenes innhenting av kapital.

3.2.1.2 DRIVSTOFF

Utviklingen av næringslivet avhenger av tilgjengelig kapital i kapitalmarkedene, idéene og prosjektene bør allikevel være gode nok til å gi grunnlag for finansiering. Selskapene kan forenklet sett finansiere dette ved egenkapital, lån eller overskudd (opptjent egenkapital). Vesensforskjellen mellom bankenes utlånsvirksomhet og eiernes egenkapital følger av at banksektoren forsøker å minimere tapsprosjekter ved bruk gjeldspapirer og kontraktsfestede kompensasjonsrettigheter for lånet, og har dermed ingen rettigheter når det kommer til eierskapet; residual kontroll eller resultatansvar (Grünfeld og Jakobsen, 2006). Det aktive eierskapet og egenkapitalen derimot, utgjør en beslutningsmyndighet samtidig som det følger større risiko for avkastningen ved at långivere og myndigheter må kompenseres først.

Selskapets behov for kapital grunnes i selskapets fase og drivere for utviklingen (kap. 2.1), kapital er uansett nødvendig for å finansiere investeringer. Selskaper i en tidlig fase som er teknologipregede med lang utviklingsfase vil sjeldent kunne finansiere dette fra driften (Grünfeld og Jakobsen, 2006), ekspanderende selskaper i rask vekst trenger kapital for å imøtekomme konkurransen i markedet. Det viser seg at PE-aktører tilfører kapital til sine bedrifter i større omfang gjennom oppfølgingsinvesteringer enn gjennom første gangs investering. Videre hevdes det at dette er fordi selskapene trenger kapital over lengre perioder og at eierne oppnår bedre styring ved denne porsjoneringen. Drivstoffrollen bidrar til verdiskapning i samfunnet, gjennom stimulering av entreprenørskap og realisering av lønnsomme prosjekter. Dette er viktig for å sikre en produktivitetsvekst og fornyelse av næringslivet. Suksess avhenger av tilgang på kapital, blant annet kan VC-aktører være en av investortypene som bidrar til denne nyskapningen ved å fylle drivstoff.

3.2.1.3 STYRING

Eierstyring og målstyring følger nært til det å eie et selskap. Dette innebærer en styringsrolle, hvor eierskapet gir styringsrett over målsettinger og strategiutviklingen for virksomheten. Selskapets styre utnevnes av eierne, og det er styrets overordnede oppgave å tilse at selskapets ledelse følger de målformuleringene som eierne og styret har bestemt. Eierstrukturen i selskapet er derfor viktig, og vil definere selskapets utvikling og realiseringen av målsettinger. Kort forklart er eiernes styringsrolle; *“mål, strategier, virkeliggjøring og kontroll”* (Grünfeld og Jakobsen, 2006). Målformuleringer er en eieroppgave, i et perspektiv på relasjonen mellom VC og porteføljeselskaper vil begge disse aktørene bære eierskapet. Noe som betyr at det må samarbeides om styringsrollen. Strategier formuleres, som skal sørge for oppnåelsen av de mål eierne har formulert. Dette gjennomføres ofte av ledelsen, men både eiere og styret er gjerne involvert i prosessen. Strategiene skal deretter settes ut i praksis, noe ledelsen normalt gjør. Dette er noe eierne selv, eller gjennom styret, bør følge opp og kontrollere slik at strategien følges og målene nås. Det er dette som vanligvis forbindes med eierstyring. Der hvor daglig leder også er eier av selskapet er styringsrollen et spørsmål om kompetanse. Mens hvor ledelsen og eierne er atskilt, blir ledelsen en agent for eieren, og det kan potensielt oppstå kontrollproblemer av den grunn. Dette er igjen relatert til at partene kan ha ulike interesser som ikke sammenfaller.

3.2.1.4 KOMPLEMENTÆRE RESSURSER

Den siste verdiøkende rollen dreier seg om evnen til å tilføre ressurser som selskapet mangler og har behov for. For at selskapet skal fungere effektivt i et marked vil det være nødvendig å tiltrekke seg kompetanserike personer som til sammen kan sørge for en helhetlig oppfyllelse av selskapets verdikjede. Eierne kan være initiativtakerne som kobler behovene med relevant kompetanse og dermed bidrar til en raskere kommersialiseringsprosess. Grünfeld og Jakobsen (2006:26) diskuterer flere elementer for tilførsel av relevant kompetanse, som utvikler og ivaretar:

- *Ledelse*
- *Nettverk for kunde- og leverandørrelasjoner og distribusjonskanaler*
- *Finansiell styring og informasjonssystemer*
- *Produksjons- og distribusjonsmetoder*
- *Markedsførings- og salgsmetoder*
- *Koordineringen av ovennevnte*

Det hevdes at de komplementære ressursene er mest aktuell for de selskapene som selv har en svak ressursbase, sett mot utfordringene og det de forsøker å få til. (Grünfeld og Jakobsen, 2006; Sapienza et al. 1996). Dette gjelder unge og ambisiøse selskaper, men også større selskaper som står foran nye faser. Sannsynligvis er det denne typen selskaper som retter blikket mot eiere som evner å tilføre nødvendige ressurser (Grünfeld og Jakobsen, 2006). Aktive eierfond spesialisere seg ofte på bestemte faser i disse selskapers utvikling, på denne måten tilnærmer de seg å representere et kompetent eierskap, de benytter seg av muligheten til å bygge opp ressursbaser som i størst grad er hensiktsmessig for selskapene de velger å investere i. Hvis det lykkes med å innhente et kompetent eierskap som evner å optimalisere de verdiøkende rollene, som samtidig forsterker hverandre, kan eierskapet skape store verdier i selskapene. Selskapene kan dra stor nytte av dette, og det kan utgjøre et eierskapsfortrinn.

3.3 VC-SELKAPENES AKTIVITETER I DE VERDIØKENDE ROLLENE

Denne delen vil gå nærmere inn på hvilke aktiviteter VC-selskapene gjennomfører. Disse kan generelt brytes ned i tre hovedgrupper; *Screening, monitoring og value-adding* og vil kunne ses på som underordnet aktiviteter som er ment å utfylle de verdiøkende rollene som diskutert i kapittel 3.2. Vi vil starte med å se på pre-investeringsaktivitetene; screening som ved positivt utfall vil føre til kontraktsutforming. Deretter følger post-investeringsaktivitetene: monitoring og value-adding.

3.3.1 PRE-INVESTERINGSAKTIVETER

VC-selskapene anvender ulike screening-kriterier når utvelgelsen av porteføljeselskaper utføres, litteraturen antyder her en sammenheng mellom VC-selskapenes potensielle screeningkompetanse og porteføljeselskapenes prestasjonsnivå (Croce et al., 2013; Gompers and Lerner, 2001; Shepherd and Zacharakis, 2002). Det tenderer også til at forskningslitteraturen gjennom tiden har stresset oppgaven med å utlede modeller for hvordan VC-selskaper går frem, og hvordan de gjennomfører sine pre-investeringsaktiviteter. Hvor utvelgelseskriteriene som legges til grunn under beslutningsprosessen er særlig undersøkt (MacMillan et al., 1985; Fried and Hisrich, 1994; Tyebjee and Bruno, 1984). Uansett relateres pre-investeringsaktivitetene til beslutningsprosessen som VC-selskapene forfølger i forsøk på å velge ut potensielt lønnsomme porteføljeselskaper. Vi redegjør ikke for noen av nevnte modeller men vil kort se på screeningaktiviteten og utvelgelseskriteriene opp mot kontraktens formål.

3.3.1.1 SCREENING

Investeringsobjektet må på en eller annen måte bli synlig for VC-selskapet. VC-aktører mottar mange såkalt kalde forslag fra selskap og entreprenører som søker egenkapitalfinansiering (Fried and Hisrich, 1994). Med andre ord er dette selskaper som på eget initiativ oppsøker VC-aktører for å forsøke og selge seg inn. Det er samtidig flere kilder til oppdagelsen av potensielle porteføljeselskaper, VC-selskapet vil i noen tilfeller overvåke og søke aktivt i omgivelsene selv, men det aller viktigste later til å være nettverksforbindelser som henviser aktuelle investeringsobjekter til VC-selskapene (Fried and Hisrich, 1994, Tyebjee and Bruno, 1984). Ettersom yngre selskaper har begrenset historikk vil investeringsobjektene forretningsplan være sentral for å vurdere risiko og den potensielle lønnsomheten; Markedsfaktorer og ledelsens evne til å beherske disse, produktene konkurransefortrinn og unikheter, kvaliteten på ledelsen i selskapet, eksponering av risikofaktorer utenfor selskapets kontroll (Tyebjee and Bruno, 1984). I tillegg vil evalueringens grunnlag være utledet av VC-selskapenes preferanser for investeringen, som for eksempel; bransje, fase og geografiske forhold (Brealey et al., 2011; Metrick & Yasuda, 2011).

På den annen side hevder MacMillan et al. (1985) at kvaliteten til entreprenørene er helt avgjørende for beslutningen om å investere, hvor de viktigste kriteriene relaterer seg til erfaring og personlighet. Det vil være nærliggende å koble denne kvaliteten til entreprenørene med lønnsomhetsvurderinger og risiko.

Denne kvaliteten er viktig, det betyr allikevel ikke at investeringens risiko- og lønnsomhetsvurderinger neglisjeres men snarere henger sammen med entreprenørers kvalitet. VC-selskapenes hovedmålsetning om å maksimere sin økonomiske avkastning, sannsynliggjøres på den måten i større grad når entreprenørenes kvaliteter underbygger VC-selskapenes målsetning. Dette er kanskje noe av det som har gitt grunnlag for deler av teorien som diskuterer skjevheter i målsettinger mellom ulike eiere i et selskap. Asymmetrisk informasjon koblet med målskjevheter hevdes å gi opphav til VC-selskapenes grad av involvering og monitoreringsaktiviteter (De Clercq & Manigart, 2007, Duffner, 2003). Noe som vi har sett at agentteorien også aktualiserer.

VC-selskapene benytter store mengder tid på screening-aktivitetene, hvor alle disse aspektene vurderes. VC-selskapene synliggjør sine gode investeringsmuligheter og sannsynlighet for suksess, ved å evaluere informasjon som foreligger ved og rundt porteføljeselskapene. Screening er nøysom og omfattende, de fleste objektene når aldri frem, og det er tydelig at VC-selskaper benytter store ressurser før investeringen gjennomføres. Det er derfor rimelig å anta at det kan utvikles en screeningkompetanse som antydnet (Croce et al., 2013; Gompers and Lerner, 2001; Shepherd og Zacharakis, 2002). Croce et al. (2013) forklarer at porteføljeselskapenes prestasjoner kan relateres til VC-selskapenes eierskap. Argumentasjon blir at deler av porteføljeselskapenes prestasjonsnivå mulig også kan tilskrives VC-selskapenes gjennomførte og nøysommelige utvelgelsesprosess. På den måten at den kan sørge for at investeringsobjekter som i utgangspunktet hadde bedre fremtidsutsikter blir prioritert og at de mindre lønnsomme faller fra. Hvis det er slik at det utvikles en screeningkompetanse, er dette kompetanse som søker å kartlegge erfaring og personlighet hos entreprenører, avdekke usikkerhet og synliggjøre immaterielle ressurser, nedtone asymmetrisk informasjon, og i tillegg øke en forståelse av produkt- og finansmarkedene. Altså sammenfallende med de faktorene som er avgjørende for et selskaps kapitaltilgang (se kap. 2.2).

Vi erkjenner at en potensiell screeningkompetanse kan finne sted og at dette kan henge sammen med porteføljeselskapenes prestasjonsnivå. I denne studien har alle respondenter i utvalget mottatt VC-finansiering, dette innebærer at den eventuelle effekten av screeningen ikke er av betydning for sammenligningsgrunnlaget mellom respondentene.

3.3.1.2 KONTRAKT

For å redusere uønsket atferd hos porteføljeselskapene skrives det kontrakter på investeringene, Kaplan and Strömberg (2004) finner at agent- og hold-up problemer er sentrale for utforming av kontrakten. Monitorering som et fremvoksende fenomen på grunnlag av asymmetrisk informasjon og målskjevheter mellom VC-selskaper og porteføljeselskaper, gjør kontrakten enda viktigere. Målskjevheter oppstår eksempelvis entreprenøren har et ønske om at selskapet er ment å overleve og sørge for en stabil, personlig inntekt, i stedet for skapelsen av store verdier som ofte VC-selskaper søker etter (DeClercq & Manigart, 2007). I tillegg har VC-selskapene et begrenset tidsperspektiv mot exit av investeringen, noe som ikke imøtekommer et slikt langsiktig perspektiv.

VC-selskapet er opptatt av at porteføljeselskapet skal arbeide mot å maksimere verdien på vegne av investeringen, hvis porteføljeselskapets og entreprenørens innsats vanskelig lar seg observere vil det gi grobunn for moralsk hazard (Kaplan and Strömberg, 2004). For å unngå et slikt problem vil kontrakten kunne benyttes til konstruksjon av en kompensasjonsordning som er ment å overgå problemet; *“When the contract between the principal and the agent is outcome based, the agent is more likely to behave in the interest of the principal.”* (Eisenhardt, 1989:60). Argumentasjonen for en kontraktsutforming basert på utfall, eller resultater, er å redusere en potensiell uønsket atferd og gjøre begge aktørene avhengige av de samme handlingene som skal føre mot en kompensasjon av felles interesse. Jo sterkere grad av asymmetrisk informasjon jo sterkere burde kontrakten knytte seg til resultatene (Kaplan and Strömberg, 2004).

Forskningslitteraturen viser indikasjoner på at kontrakter benyttes for å begrense prinsippal-agent konflikter (Kaplan and Strömberg, 2004). En viktig observasjon er at kontrakt, screening og monitorering er nært forbundet med hverandre. Ved fremforhandling og tildeling

av mer kontroll til seg selv, og dermed minimering av de risikofaktorer som screeningen har klart å identifisere. Vil kontraktsutformingen være noe av VC-selskapets viktigste virkemiddel for å oppnå ønskede rettigheter til gjennomførelse av monitorering og tilførsel av verdiøkende ressurser. Samtidig som porteføljeselskapet og entreprenøren blir gitt rettigheter til kontantstrømmer og frigjøring av midler, betinget av at de rette handlingene.

3.3.2 POST-INVESTERINGSAKTIVITETER

De to hovedsakelige post-investeringsaktivitetene; Monitoring og Value-adding blir ofte sett på som komplementære og overlappende aktiviteter (DeClerq & Manigart, 2007). De underliggende antagelsene for aktivitetene er allikevel forskjellige. Monitoreringsaktiviteter er VC-selskapenes mulighet til å korrigere entreprenørens atferd, Value-adding refererer til VC-selskapenes incentiver til å øke potensiell fortjeneste på kapitalen investert i porteføljeselskapene. I det følgende vil vi se på disse aktivitetene, imidlertid kan begrepet “aktivitet” være noe villedende, da det i noen tilfeller kan være snakk om mindre handlinger som gir utslag i sterke mekanismer som bidrar til å stimulere VC-selskapenes interesser.

3.3.2.1 MONITORING

VC-selskapenes monitoreringsaktiviteter omhandler og fokuserer på hvordan potensielt skadelige handlinger fra porteføljeselskapet og entreprenøren kan minimeres. Litteraturen benytter stadig agentteori for å forklare hvordan VC-selskapene evaluerer porteføljeselskapenes atferd og performance for å holde kontroll på investeringene (Sahlman, 1990; De Clercq & Manigart, 2007). Gjennom pre-investeringsaktivitetene observerte vi at kontraktsutformingen kan være nært knyttet til monitoreringen, et sannsynlig perspektiv for studiens teoretiske tilnærming, da agentteorien tar utgangspunkt i en kontrakt for å forklare overvåkingsmekanismene som kan løse agentproblemer (Eisenhardt, 1989; Duffner, 2003).

Gjennom tilførselen av egenkapital og eierrollen har VC-selskapene sterke incentiver til å monitorere porteføljeselskapenes handlinger. Årsaken til dette er potensielle målskjevheter,

som tidligere diskutert. VC-selskapene benytter blant annet representasjon i styret som nøkkelmekanisme i monitoreringen (Metrick & Yasuda, 2011; Sahlman, 1990). Sentrale posisjoner i styret vil kunne sørge for både makt og muligheter til å påvirke selskapets aktiviteter og gir et særdeles godt utgangspunkt for monitoreringen.

En nær relasjon til entreprenører er en mekanisme som kan gi meningsfull oversikt over porteføljeselskapet. I tillegg til å være representert i styresammenhenger, vil VC-selskaper ofte besøke entreprenører på området til porteføljeselskapet (Van den Berghe and Levrau, 2002). En annen mekanisme er kompensasjonsordning, ofte må entreprenører og porteføljeselskaper som mottar finansiering fra VC-selskaper akseptere mindre lønn enn hva en kunne oppnådd i arbeidsmarkedet for øvrig. De manglende inntektene motvirkes av aksjeandelen og eierskapet i selskapet de starter. På den annen side vil ikke dette kunne kompenseres med mindre selskapet skaper verdi, noe som gir mulighet til å konvertere den illikvide beholdningen til penger (Sahlman, 1990). På denne måten sammenstilles interessene til VC-selskapet og porteføljeselskapet. Ved at entreprenørene aksepterer en slik kompensasjonsordning gir det positive signaler til VC-selskapene om at de forplikter seg til porteføljeselskapet.

Monitoring
Oppfølging av kontrakt
Representasjon i styret
Oppretter nær relasjon
Incentivsystemer og bruk av kapital som mekanisme

Tabell 3.2: VC-selskapenes monitoreringsaktiviteter

Gjennom porsjonering av kapitalen øker mulighetene for monitorering i tillegg til å være en kontrollmekanisme (Sahlman, 1990). Dette kan gi større grunnlag for å innhente informasjon underveis og dermed mulighet til å vurdere investeringens utfall oftere. Viktige mål i denne sammenhengen vil være størrelsen på hver investering, total mengde kapital innskutt og antall investeringsrunder (Gompers, 1995). Kortere varighet mellom finansieringsrundene fordrer større engasjement hos VC-selskapene for innhenting av relevant informasjon, som et resultat øker intensiteten i monitoreringen. Samtidig som det bidrar til å hindre entreprenøren og porteføljeselskapet i større grad til å ta dårlige beslutninger. Dermed vil investeringens potensiale gjennom porsjoneringen bli gjenstand for en kontinuerlig evaluering, slik at VC-

selskapene kan trekke seg ut når lønnsomheten faller. Eller motsatt, beholder de retten til ytterligere å investere (Sahlman, 1990) når det trengs mer kapital og potensialet fortsatt er tilfredsstillende.

3.3.2.2 VALUE-ADDING

For ytterligere å redusere agentproblematikken knyttet til målskjevheter, vil VC-selskaper i større eller mindre grad innta en mer aktiv og operativ rolle i porteføljeselskapene. Monitoreringsaktivitetene som VC-selskapene benytter fokuserer på å minimere uønsket atferd hos porteføljeselskapene. Mens gjennom value-adding aktivitetene forsøkes det å øke verdien av investeringen, porteføljeselskapet, og slik sørge for at VC-selskapenes hovedmålsetning opprettholdes.

I følge Gorman and Sahlman (1989) er den viktigste value-adding aktiviteten støtte til innhenting av ytterligere ressurser, og trekker videre frem hjelp til strategiplanlegging og rekruttering av ledelse. Andre har en lignende tilnærming ved at value-adding kan ta form ved at VC-selskaper er til hjelp for å etablere en intern organisasjonsstruktur, hvor fordelene spesielt er under rekrutteringen og utviklingen av humane ressurser (Hellmann and Puri, 2002). EVCA (2002) mener den foretrukne value-adding aktiviteten for oppstartsselskaper er blant annet strategisk rettet støtte og at det kan oppnås tilgang til et større nettverk.

Forskning av Sapienza et al. (1995) fokuserer på at VC-selskaper kan stå ovenfor tre hovedområder for value-adding. Strategi, interpersonell og nettverk. Nedenfor har vi oppsummert de viktigste rollene for hvert av disse hovedområdene:

Value-adding		
Strategi	Interpersonell	Nettverk
1. Sounding board	4. Mentor / coach	6. Source of professional contacts
2. Financier	5. Friend / confidant	7. Source of industry contacts
3. Business advisor		8. Management recruiter

Tabell 3.3: VC-selskapenes hovedområder for value-adding

Funnene viser at det viktigste for value-adding omhandler strategisk og støttende aktivitet. Videre hevder Sapienza et al. (1995) at disse funnene er avhengige av fasen til selskapene det investeres i, i tillegg til den erfaringen CEO/daglig leder har.

Å tilføre verdi til porteføljeselskapene er en essensiell oppgave for et finansielt mellomledd som VC-selskapene. Amit et al., (1998) relaterer dette til at moral hazard og adverse selection kan skape feil i kapitalmarkedet, og kan gi manglende tilgang til kapital for den entreprenørielle finansieringen. Dermed hevdes det at VC-selskaper, som vi kjenner spesialiserer seg på reduksjon av agentproblemer, vil kunne være bedre egnet enn andre investortyper.

3.4 UTLEDNING AV HYPOTESER

I denne studien forsøker vi å betrakte kapitalen og de ressursene som VC-selskapene kan tilføre ved bruk av aktiviteten value-adding, og på hvilken måte dette har en effekt på porteføljeselskapenes performance. Som vi har sett diskuterer litteraturen ulike aktiviteter i tilknytning til relasjonen mellom VC-selskapene og porteføljeselskapene. Disse aktivitetene er en forlengelse av selve eierskapet, dette gir studien et perspektiv på at VC-selskaper benytter mekanismer for eierstyring og selskapsledelse for å kontrollere sine investeringer, som studien videre knytter til agentteori. Grünfeld og Jakobsen (2006) har i sitt rammeverk for eierens verdiøkende roller, plassert en styringsrolle. Denne rollen er avgjørende her. Dette innebærer at det fremtredende eierskapet som VC-selskapet inntar, gir VC-selskapene de nødvendige forutsetningene for å bidra til å forme selskapene og deres utvikling.

Når vi videre betrakter forskningslitteraturen, er VC-selskaper generelt investorer, som ved bruk av eierskapet tilbyr og kan således spille en vesentlig rolle i utviklingen av entreprenørielle virksomheter (Balboa et al., 2011), også med hensyn til den strategien som vektlegges ved finansieringen (Cooper et al., 1994). Slik anses VC som noe annerledes enn andre finansielle tilbydere. Litteraturen viser at VC har en positiv innflytelse på porteføljeselskapenes performance (Hellmann and Puri, 2002; Sapienza, 1992). Litteraturen trekker en sammenheng mellom VC-selskapenes *screening* og porteføljeselskapenes performance, og antyder at VC-selskapene utvikler en screening-kompetanse (Croce et al.,

2013; Gompers and Lerner, 2001; Shepherd and Zacharakis, 2002). Her vil VC-selskapene kunne møte agentproblemer allerede under screeningaktiviteten (Kaplan and Strömberg, 2004). Først og fremst vil VC-selskapet være bekymret for at entreprenøren, eller porteføljeselskapet som helhet, ikke vil vise en innsats som tilstreber å maksimere verdien av selskapet etter at finansieringen har funnet sted. Dette er et eksempel på at når entreprenørens innsats ikke alltid er observerbar for VC-selskapet, vil det kunne oppstå et moral hazard problem. VC-selskapene kan forsøke å overgå problemet ved blant annet å gjøre entreprenørens kompensasjon avhengig av performance (Kaplan and Strömberg, 2004), noe som også er i tråd med agentteorien; *“Proposition 1: When the contract between the principal and agent is outcome based, the agent is more likely to behave in the interests of the principal.”* (Eisenhardt, 1989:60).

Den enkle modellen av agentteorien er konsentrert rundt løsningen av to problemer (Eisenhardt, 1989), som i denne relasjonen blir; *i)* målskjevheter og *ii)* fordeling av risiko, mellom VC-selskap og porteføljeselskap. Når det gjelder de finansielle ressursene, er dette rett frem (Van den Berghe and Levrau, 2002). I hovedsak tilfører VC-selskapene egenkapital til porteføljeselskapene, og kompenseres med eierandeler. Dette er studiens link mellom agentteorien og VC-selskapenes aktiviteter. Agentteorien er koblet til hvordan VC-selskapene benytter seg av sitt eierskap, og dermed rettigheter fremforhandlet i *kontrakten*, til å gjennomføre post-investeringsaktivitetene *Monitoring* og *Value-adding*. Studien betrakter aktiviteten *Value-adding*, som anvendes av VC-selskapene for å redusere risikoen og forbedre sin målsetning om å maksimere den økonomiske avkastning. Mens monitoreringsaktivitetene relaterer seg til VC-selskapenes tilnærming til å kunne korrigere porteføljeselskapenes atferd, er value-adding VC-selskapenes forsøk på å øke sin potensielle fortjeneste på investeringen. Dette er overlappende aktiviteter, og kan faktisk sies å være komplementære aktiviteter (DeClerq & Manigart, 2007). Når det er sagt, kan det derfor ofte være vanskelig å skille i litteraturen, mellom monitoring og value-adding. De er som nevnt overlappende aktiviteter. Vi kan se det på denne måten; For at VC-selskapene skal kunne tilføre sine porteføljeselskaper verdi – Value-adding, vil de være avhengige av muligheten til å overvåke dem. Dette impliserer at VC-selskapene avdekker behov eller mangler som kanskje ikke tilfredsstillers deres perspektiv, dette gir muligheten til å sette sammen hensiktsmessige ressurser som bidrar til at porteføljeselskapene med større sannsynlighet når de mål som er satt. Uansett, ved utøvelse av aktiviteten, kan VC-selskapene tilføre ressurser som potensielt

kan forbedre porteføljeselskapenes performance, samt redusere mulige fremtidige tap forårsaket av moral hazard og adverse selection, noe som også er utforsket i forskningslitteraturen av blant annet Barney et al. (1996) og Reid (1999).

Kapital og ressursene fra det litteraturen definerer som value-adding, foreslås av litteraturen å kunne være i relasjon til porteføljeselskapenes utvikling og resultater. Som vi har sett har deler av forskningen betraktet disse sammenhengene, mens få studier har sett på betydningen av hver enkelt av disse faktorene, og i hvilken grad de påvirker porteføljeselskapenes performance. Denne studien søker å bidra til å dekke dette gapet, også med tanke på at forskningen på området er sterkt underrepresentert i den norske kontekst.

Value-adding

Vi kunne ikke unngå å treffe på at forskningslitteraturen understreker VC-selskapenes nøkkelroller for value-adding i forholdet til deres porteføljeselskaper. *“(1) a strategic role as generators of and sounding boards for strategic initiatives, (2) an operational role as providers of key external contacts for locating managerial recruits, professional service providers, key customers, or additional financing, and (3) a personal role as friends, mentors and confidants.”* (De Clercq & Manigart, 2007:201; Sapienza et al., 1994). Forskningslitteraturen viser til at VC-selskaper ofte ser deres strategiske rolle for å være en av de viktigste (Sapienza et al., 1995; Fried et al., 1998), representasjon i styret er derfor ikke uvanlig (Metrick & Yasuda, 2011; Sahlman, 1990) dette forsterker muligheten til både å overvåke porteføljeselskapet og øyne hvilke ressurser porteføljeselskapene mangler og har behov for. Zacharakis og Meyer (2000:325) uttaler at: *“VC firm’s performance is a function of how well it makes the investment decision and how effective its management advice and services are after the investment decision has been made”*. Noe som taler for at også tjenester og rådgiving fra VC i stor grad henger sammen med porteføljeselskapenes performance. Å tilføre porteføljeselskapene disse ressursene, er således en måte å redusere *risiko* og bedre utsiktene for fortjeneste (Amit et al., 1998).

Litteraturen har videre vist at VC-selskaper kan ha en positiv effekt i selskapene de investerer i, for flere aspekter. VC hevdes blant annet å kunne stimulere til vekst i sysselsettingen (Belke et al., 2006). Mens Hellmann and Puri (2000) finner at VC er særlig effektivt for innovasjonspregede oppstartsselskaper med hensyn til å bringe virksomheten ut i markedet.

Samtidig som VC-selskapene kan utgjøre en særskilt rolle i utviklingen og profesjonaliseringen av oppstartsselskaper (Hellmann and Puri, 2002). VC-selskapene gir i flere tilfeller også støtte til oppbygging av selskapets humane ressurser, mens i andre tilfeller kan endringene overfor lederskap og CEO være så betydelige at det kan resultere i at entreprenører forlater selskapet.

I motsetning til forventningene er det studier som viser at VC-selskapene tilfører mest til de selskapene som allerede presterer bra. Mens en økende grad av usikkerhet og forretningsrisiko assosieres med relativt økende betydning i tilførsel av verdiøkende ressurser (Sapienza et al., 1996). Det later allikevel til at litteraturen er av den oppfatning at VC-selskaper generelt tilfører porteføljeselskapene verdi, og at faktorer som spiller inn avhenger av VC-selskapene, entreprenørene og porteføljeselskapene selv, eller eksterne forhold (De Clercq & Manigart, 2007). Samtidig må det nevnes at det later til å ikke eksistere konsensus i litteraturen for hvordan en definerer og måler utfallet av value-add (Large and Muegge, 2008). Det er også stor variasjon i hvordan en definerer, kategoriserer eller måler selve aspektet value-adding.

Uansett, det finnes støtte for at det eksisterer verdiøkende ressurser som tilbys av VC og at disse innehar egenskaper som kan påvirke selskapene det investeres i og deres performance. Litteraturen foreslår en positiv relasjon mellom grad av involvering fra VC og porteføljeselskapenes performance (Bottazzi et al., 2008).

Følgende hypotese foreslås:

H1: Det er en positiv relasjon mellom VC-selskapenes value-adding og porteføljeselskapenes performance

Kapital

Det følger naturlig av VC-finansieringen at det medfører tilførsel av kapital. Dette alene er en viktig faktor for kapitalsøkende selskaper, da kapital kan være en begrensende ressurs for utviklingen. Tilgangen til finansiell kapital kan således påvirke resultatene til et selskap. Den finansielle kapitalen er en av de mest "synlige" ressursene (Cooper et al., 1994), og kan virke som en buffer mot uforutsigbare og tilfeldige utfordringer i selskapenes eksterne og interne miljø (kontekst og driftsforutsetninger). Tilførsel av kapital er derfor viktig for alle faser hvor

det er behov for investering (Grünfeld og Jakobsen, 2006), og kan tillate mer kapitalintensive strategier som gjør det lettere å innta en posisjon i markedet (Cooper et al., 1994). Å motta VC-finansiering hevdes generelt å kunne dempe de finansielle begrensningene til porteføljeselskapene (Bertoni et al., 2010).

Når kapitaltilførselen på den ene siden kan bidra til å dempe de finansielle begrensningene til porteføljeselskapene, vil det på den andre siden ofte føre til at entreprenører i porteføljeselskapene blir sittende igjen med en mindre eierandel. I denne utvanningen av entreprenørens eierskap, ligger også det tradisjonelle pecking order perspektivet. Porteføljeselskapene frykter å miste kontroll (Sahlman, 1990), ved at VC-selskapene stadig vil eier mer. VC-selskapene på sin side, forventer at kapitalen som investeres er tilstrekkelig for å føre porteføljeselskapene videre til neste steg i utviklingen (Sahlman, 1990), dermed vil eventuelle oppfølgingsinvesteringer i større grad utgjøre en “checkpoint”. VC-selskapene forsøker på denne måten å redusere sannsynligheten for at investerte midler benyttes til å forfølge porteføljeselskapenes egeninteresse (De Clercq & Manigart, 2007). Dermed reduserer VC-selskapene i større grad sannsynligheten for mulige tap, forårsaket av moral hazard og adverse selection. Dette innebærer videre at samsvaret mellom selskapenes tilførte kapital og kapitalbehov, står i nær sammenheng med målformuleringene og strategien som legges ned i porteføljeselskapene. Kapitalbehovet utmåles derfor av VC-selskapene i henhold til den oppfattede performance i porteføljeselskapene. Entreprenørens frykt for å miste kontroll kan således føre til at porteføljeselskapene påvirkes til å velge et høyt innsatsnivå allerede fra begynnelsen av, mot de mål som er satt.

Som en del av den entreprenørielle prosessen ligger det en lang tradisjon i å undersøke finansieringen blant selskaper. Innledende mengde kapital relateres ofte til den tidlige strategien som legges (Cooper et al., 1994), men er også benyttet for å se på sammenhenger mot selskapenes performance. Cooper and Gimeno-Gascon (1992) finner at i 6 av 8 tidligere studier er det en positiv relasjon mellom innledende mengde kapital og performance (Cooper et al., 1994). Empiriske funn viser at selskaper presterer svært bra etter første kapitaltilførsel fra VC. Mens kritikken som tidligere nevnt, peker på at porteføljeselskaper presterer bedre (Croce et al., 2013) fordi de faktisk var bedre i utgangspunktet. Mange hevder at dette skyldes en gjennomført og strukturert screening av VC-selskapene. Funn viser også at tilgangen til kapital kan innta rollen som en prediktor for yngre selskapers performance (Cooper et al., 1994).

Følgende hypotese foreslås:

H2: Det er en positiv relasjon mellom VC-selskapenes tilførsel av kapital og porteføljeselskapenes performance

Reversed pecking order

Når VC-selskaper investerer i sine porteføljeselskaper vil det for et gitt tidsperspektiv alltid være et spørsmål om risiko og kompensasjon. Risikoen hevdes å forsterke effekten av *asymmetrisk informasjon* (Myers, 1984), og jo mer risiko som er forbundet med investeringen desto større kompensasjon vil investorene kreve (Akerlof, 1970). Utfallet av dette vil være at finansieringssøkende selskaper først og fremst foretrekker å benytte egne finansielle ressurser, for så å vurdere ekstern finansiering i form av gjeld deretter egenkapital. Denne adverse selection-effekten, som kan oppstå mellom selskapsledelse og investorer, hevdes å kunne skape preferanser for en rangering over finansieringskilder. Resultatet er et finansieringshierarki, hvor selskapene foretrekker de sikreste alternativene først og hvor kostnadene ved asymmetrisk informasjon er minst, teorien benevnes som kjent for *pecking order teori* (Myers 1984; Myers and Majluf, 1984), som også er en av de mest innflytelsesrike teoriene i finansiell litteratur (Frank and Goyal, 2003).

Flere forskere benytter denne teorien og Myers hypotese, for å undersøke atferden til selskaper som søker finansiering. Shyam-Sunder and Myers (1999) konkluderer med at pecking order teorien er velegnet til å forklare finansieringsatferden men tilføyer at dette gjelder deres utvalg av modne selskaper, lignende funn støttes av Garmaise (2001). Mens Frank and Goyal (2003) viser at teorien er treffende for store børsnoterte selskaper. Det later dermed til at Myers pecking order hypotese er en populær teori for å forklare kapitalstrukturen til eldre og mer modne selskaper. Og samtidig viser dette at den er mindre troverdig når en betrakter yngre oppstartsselskaper, dette innebærer at det tradisjonelle pecking order perspektivet ikke nødvendigvis kommer til sin rett for de selskaper som har et kapitalbehov i en tidligfase. Forskningslitteraturen taler for en *reversert pecking order* teori her, hvor selskapene som søker ekstern finansiering vil foretrekke ekstern egenkapital fremfor gjeld, og i noen tilfeller kanskje til og med før interne ressurser.

Paul et al. (2007) undersøker Myers pecking order hypotese, og hvordan den kan forklare oppstartselskaper og valg av finansiering. Studien viser at entreprenører under oppstart foretrekker interne ressurser først og fremst, dette er i henhold til pecking order. Imidlertid, når ekstern finansiering først søkes er hovedkilden egenkapital fremfor gjeld. Dette bryter med Myers teori, årsaken til dette hevdes å kunne være at entreprenører anser gjeld som personlig forpliktelse og at de selv begrenser eiendelers gjeldssikkerhet (Paul et al., 2007). I tillegg vil det kunne være et resultat av at entreprenører bevisst søker ekstern egenkapital, som et virkemiddel for å innhente verdi. Slik at det i dette tilfellet anses som en større ressurs, at en god investor kan tilføre noe mer.

Forskningslitteraturen foreslår altså en reversed pecking order teori som menes å bedre kunne forklare selskaper i tidligere fase. Argumentasjon for dette er at kreditorer og VC-selskaper kan være i bedre stand til å evaluere kvaliteten ved entreprenører og entreprenørielle virksomheter, enn de selv er og dermed reversere Myers teori (Garmaise, 2001).

Denne delen av studien støtter seg til en reversed pecking order teori i sammenheng med aktuelt utvalg, men i stedet for å teste teorien søker studien å undersøke dens relevans i forhold til porteføljeselskapenes performance. Vi har ikke funnet, litteratur som betrakter dette forholdet. Allikevel foreslår tidligere forskning en sammenheng; at virksomheter som i utgangspunktet ønsker og er positivt innstilt til egenkapitalfinansiering, overser merkostnadene knyttet til asymmetrisk informasjon. Vårt perspektiv er at denne mekanismen i seg selv har potensiale for å påvirke porteføljeselskapenes prestasjonsnivå, nettopp fordi problematikken ved asymmetrisk informasjon i større grad allerede er erkjent og akseptert. Dette står i sammenheng med funn av Paul et al., 2007. Som hevder at ekstern egenkapital søkes av entreprenører som et virkemiddel for å oppnå en merverdi, mer enn selve finansieringen. Så, i stedet for at den eksterne egenkapitalen blir sett på som fordyrende vil den kunne gi verdi i form av at investor kan tilføre forretningsmessig og sosial kapital ved bruk av kontakter og relevante nettverk.

Følgende hypotese foreslås:

H3: Porteføljeselskaper som foretrekker egenkapitalfinansiering har høyere effekt av VC-finansieringen

Forskningslitteraturen på den ene siden foreslår en positiv relasjon mellom grad av involvering fra VC og porteføljeselskapenes performance (Bottazzi et al., 2008; Hellman and Puri, 2002; Sapienza, 1992). Og at VC også kan redusere finansielle begrensninger (Bertoni et al., 2010), der tilgangen til kapital kan spille en vesentlig rolle for porteføljeselskapenes performance (Cooper et al., 1994). Mens det på andre siden hevdes at den reverserte versjonen av pecking order er bedre egnet til å forklare selskapers valg av kapitalstruktur, i en tidligfase (Garmaise, 2001, Paul et al, 2007). Vil vi konkludere med at disse faktorene kan stå i sammenheng med porteføljeselskapens performance.

3.4.1 PERFORMANCE

En av de største utfordringene når det kommer til forskning som omfatter innsats gitt fra VC, er blant annet datainnsamling men spesielt måling av selskapenes performance (Busenitz, 2007). Målingen av selskapenes performance på en måte som presist representerer utviklingen og prestasjonene er en stor utfordring. Det eksisterer derfor ingen generell enighet i litteraturen for et hensiktsmessig mål på mindre selskapers performance (Wiklund, 1999), heller ikke når det gjelder mål for potensielle utfall av value-adding (jmf. Large and Muegge, 2008). Deler av forskningslitteraturen foretrekker å benytte vekst, som hevdes å være en mer nøyaktig og lett tilgjengelig indikator for performance (Wiklund, 1999). Vekstmål som har fått bred tilslutning er vekst i markedsandel, kontantstrøm og salg (Busenitz, 2007). Også sysselsettingen og vekst i antall ansatte har blitt betraktet som en potent indikator for performance (se blant annet Balboa et al., 2011; Croce et al., 2013)

På den annen side er det studier i VC-litteraturen som benytter subjektive målinger for performance, hvor selskaper og entreprenører besvarer spørsmål ved hjelp av Likert-skalaer (Busenitz, 2007). Busenitz (2007) mener at inkludering av subjektive mål for performance er en av de mest vanlige metodene i VC-studier. Og hevdes å kunne ta inn over seg noe av dybden i relasjonen mellom selskap og VC. Et interessant perspektiv er at performance kan betraktes som multidimensjonal av natur og at det derfor vil være fordelaktig å inkludere ulike dimensjoner for performance (Wiklund and Shepherd, 2003). Som ytterligere forsterkes gjennom at respondentene, porteføljeselskapene, sammenligner seg med konkurrenter, som

igjen kan avdekke viktig informasjon. I tillegg burde det gi et bedre grunnlag for å sammenligne selskaper på tvers av bransje (Busenitz, 2007).

Gjennom hypotesene, som formulert ovenfor, ønsker vi å forklare relasjonen mellom porteføljeselskaperes performance og VC`s tilførsel av kapital og ressurser ved anvendelse av aktiviteten value-adding. I tillegg til at studien tar inn et alternativt pecking-order perspektiv. Fordi studiens utvalg er sammensatt av selskaper i ulike bransjer, er det ønskelig å benytte et mål for performance som gir mulighet til å sammenligne disse. Denne typen mål vil kunne gi studien informasjon om hvorvidt selskapene bare trekkes av generelle trender i markedet, eller om det er snakk om utviklingsmønstre som skiller seg fra bransjen generelt. Vi tilskriver oss derfor det multidimensjonale målet for performance av Wiklund og Shepherd (2003).

Dette multidimensjonale målet er et mål hvor respondentene sammenligner deres utvikling med to av de viktigste konkurrentene. Dette er ulike dimensjoner av performance (Wiklund and Shepherd, 2003), nærmere bestemt, dimensjoner som kan være beskrivende for et selskaps konkurransefortrinn. Et konkurransefortrinn er “den unike posisjonen som et selskap utvikler vis-a-vis sine konkurrenter” (Hofer and Schendel, 1978). Videre kan et konkurransefortrinn assosieres til bransjestrukturer, produkter, markeder, kunder, strategier og kommunikasjon (Shearman et al., 1993.) Konkurransefortrinn har også blitt benyttet ved å beskrive en overlegen kundetilfredshet, eller en oppnåelse av lavere kostnader som fører til en høyere markedsandel og dermed høyere lønnsomhet (O'Donnell et al., 2002). Kilden til et slikt konkurransefortrinn er i følge Day and Wensley (1988) overlegne ferdigheter og ressurser.

VC-finansieringen har tidligere blitt assosiert med blant annet å kunne føre selskapene raskere til markedet (Hellman and Puri, 2000). Samtidig har VC-selskapene på sin side en “*hovedmålsetning om å maksimere sin økonomiske avkastning ved å gå ut av investeringen gjennom et salg eller børsintroduksjon.*” (Metrick & Yasuda, 2011) Det er derfor av vesentlig betydning at virksomhetene VC-selskapene investerer i tilstreber å oppnå et konkurransefortrinn.

Dimensjonene vi har inkludert er vekst i antall ansatte, vekst i driftsresultat, hatt høyere innovasjonsaktivitet, vært raskere på markedet med nye produkt og hatt bedre kundetilfredshet.

4.0 METODE, DATA OG VARIABLER

4.1 INNLEDNING

For å teste hypotesene er vi avhengige av empiriske data. I den anledning har vi tilstrebet å måle variablene med størst mulig relevans til teori og tidligere forskningslitteratur; uavhengige, avhengig og forklaringsvariabler har derfor blitt utledet fra tidligere empiriske undersøkelser og teorier. I denne delen vil vi redegjøre for variablenes sammenheng med teorien og hvordan denne målingen har blitt gjennomført ved bruk av spørreskjema.

4.2 ONTOLOGI OG EPISTEMOLOGY

Den dominerende epistemologien som ligger til grunn for metoder som anvender spørreundersøkelser er positivismen (Easterby-Smith et al., 2012). Denne studien bygger på tidligere empiriske studier og andre publiserte tekster som berører fenomenet “Private Equity/Venture Capital”. Forskningsspørsmål uttrykkes gjennom hypoteser som søkes testet, men i stedet for å gjennomføre fullstendig løsrevde eksperimenter har vi utarbeidet en spørreundersøkelse som indirekte vil bidra til data for å styrke eller svekke våre hypoteser. En kan således si at den epistemologiske retningen i denne studien er av noe svakere karakter enn den sterke positivistiske posisjonen, som antar at virkeligheten eksisterer uavhengig av de som observerer den, og at forskeren gjennom eksperimenter eliminerer alternative forklaringer ved å verifisere eller falsifisere forutbestemte hypoteser (Easterby-Smith et al., 2012). Dataene våre samles inn ved hjelp av spørreundersøkelsen, og benyttes i en kvantitativ form som vil være gjenstand for analyse av våre hypoteser. Konseptene vi undersøker kan etter vår mening behandles som samfunnsvitenskapelige fenomener, på en slik måte at de oppfattes for å ha en konsekvens for porteføljeselskapenes prestasjoner. Selv om det kan være vanskelig å avgjøre betydningen av disse konseptene og hvordan en best måler dem, indikerer det i ontologien en posisjon mot intern realist. Den interne realismen legger til grunn at det er en virkelighet, og at disse fakta aldri kan nås av forskere direkte (Easterby-Smith et al., 2012). Med andre ord blir vår spørreundersøkelse i denne studien en indirekte tilnærming til virkeligheten.

4.3 FORSKNINGSDESIGN

I den samfunnsvitenskapelige forskningen er det et mål å integrere teori og empiri (Johannessen et al., 2011). Den teoretiske referanserammen i vår studie er i all hovedsak forskningslitteratur som er empirisk underbygd på området. Deler av forskningslitteraturen benytter for eksempel pecking order- og agentteori i sine studier for å bekrefte teorier eller testing og gi bidrag til teori. Ved å ta utgangspunkt i disse tidligere studier har vi generert noen teoretiske antagelser for porteføljeselskaper i det norske markedet. Metoden som anvendes kan sies å være hypotetisk-deduktiv, ved at vi går fra en teori eller sammenhenger mellom teoretiske begreper som kan benyttes til fremsettelse av hypoteser (Gripsrud et al., 2010). Noe av utfordringen vil være å definere og måle teoretiske begrep som henger sammen med de fenomenene en ønsker å undersøke. Videre, og som allerede nevnt, benyttes en kvantitativ tilnærming med fokus på hypoteser, målinger og statistiske analyser (Easterby-Smith et al., 2012).

4.4 DATAINNSAMLING

Det vil være fordeler og ulemper tilknyttet datainnsamlingen enten man samler inn egne primærdata, eller anvender sekundærdata som allerede er samlet inn av andre. En av ulempene ved primærdata er at det kan være kostbart i form av tid og innsats (Easterby-Smith et al., 2012). Samtidig var målet å konstruere en spørreundersøkelse med tillit til at dataene ville ha de egenskapene som var egnet for studien. På den annen side krever også egen datainnsamling betydelig kjennskap til tidligere studier, noe alle forskningsprosjekter bør kunne demonstrere. Slik gis muligheten til å bygge videre på tidligere forskning. Ved utarbeidelse av en spørreundersøkelse vil vi hevde at det kreves ytterligere innsats rettet mot eksisterende litteratur, for å forsikre seg om at dataene faktisk måler teoretiske begrep og dimensjoner egnet for undersøkelser på forskningsområdet.

4.4.1 SYSTEMATISK LITTERATURSØK

For å undersøke sammenhengen mellom selskapenes performance og VC-selskapenes tilførsel av kapital og verdioøkende ressurser, har vi benyttet Scopus søkemotor. En database som gir adgang til et stort antall vitenskapelige artikler, reviews og bøker. For å identifisere viktige nøkkelord ble det først nødvendig med noen søk i ulike kombinasjoner på temaet; “Venture Capital” og “VC”, “portfolio”, “effect” og “impact”. Disse søkene gav enorme mengder med treff uten vesentlig systematikk. Allikevel gav disse treffene i litteraturen tilstrekkelig relevante artikler, slik at kunnskap om hensiktsmessige søkeord ble tilegnet.

Rosenbusch et al. (2013) ser på sammenhengen mellom VC-investeringer og selskapers performance. Studien identifiserer historiske studier som ser på disse forholdene ved å benytte kombinasjoner av flere nøkkelord; venture capital, financing and performance, success, profitability, growth, market valuation and underpricing. I denne studien konstruerte vi derfor VC-relaterte nøkkelord som vi mener omfatter de elementer som knytter seg til studiens problemstilling.

Følgende søk har dannet grunnlaget:

Query 1	Query 2	Query 3	Antall artikler
ABS(“venture capital” OR “VC”)	AND ABS(“portfolio” OR “VC-backed” OR “funded-firm”)	AND ABS(“Performance” OR “Growth”)	<u>132</u>
ABS(“venture capital” OR “VC”)	AND ABS(“competence” OR “knowledge” OR “resource”)	AND ABS(“Performance” OR “Growth”)	<u>121</u>
ABS(“venture capital” OR “VC”)	AND ABS(“intell*” OR “human” OR “Social”)	AND ABS(“Performance” OR “Growth”)	<u>71</u>

Begrenset søk ved Subject area; “Business, Management and Accounting” og “Economics, Econometrics and Finance”. **Tabell 4.1: Litteratursøk og avgrensning**

Oppsummert ble det gjort tre nøkkelord-søk slik figuren illustrerer; *ABS(“venture capital” OR “VC”) AND ABS(“portfolio” OR “VC-backed” OR “funded-firm”) AND ABS(“performance” OR “growth”)*. Kodeks *ABS* avgrenser søkene til abstract, og for å systematisere søkene mer eksplisitt benyttet vi oss av Boolean Operators; *AND* og *OR* (og/eller), som gjør det mulig å kombinere søkeutsagn slik at søkemotoren kun viser artikler

som inneholder begge søkeord (*AND*), eller (*OR*) som inkluderer ett eller begge nøkkelordene. Artiklene ble importert til EndNote Web Basic og duplikater fjernet. For å begrense datamengden har vi lest gjennom artiklenes abstract og filtrert ut litteratur vi mener er viktig. Eksempler på viktige artikler, er studier som undersøker hva VC-selskaper gjør, hvordan de tar beslutninger, relasjoner til porteføljeselskaper, hvordan verdiøkende og finansielle ressurser relaterer seg til porteføljeselskapenes performance, og overføres. Noe som har gitt i overkant av 40 artikler.

I følge Easterby-Smith et al. (2012), er dette et kritisk steg i prosessen hvor en er avhengig av at artiklenes abstract er skrevet med klarhet og dekning overfor hva undersøkelsen faktisk omhandler. Ved å gjennomføre litteratursøk på denne måten, har vi tilstrebet avgrensningen som anses nødvendig og mener å ha lyktes med dette. Siden masteroppgaven er begrenset i tid har vi vektlagt 15-20 artikler fra litteratursøket. I tillegg til dette har prosessen bidratt med litterære funn, av høy relevans, som også vektlegges.

4.4.2 SPØRREUNDERSØKELSE

Spørreundersøkelsen i denne studien er i retning av en tverrsnittundersøkelse, som vil gi data og informasjon innhentet på det tidspunktet respondenten besvarer undersøkelsen. Respondentenes erfaringer gir grunnlag for å besvare spørsmålene, selv om erfaringer vil variere blant respondentene gitt for eksempel forskjeller i porteføljeselskapenes utviklingsfase eller karakteristikk ved VC-selskaper. Vil det gi mulighet for å undersøke hvordan disse erfaringene målt ved samme tidspunkt varierer mellom enhetene. I følge Easterby-Smith et al. (2012) er det tre hovedgrupper av spørreundersøkelser som tar et slikt løst ståsted; Fakta, slutnings og utforskende undersøkelser. Siden denne studien søker å se på sammenheng mellom ulike variabler som er operasjonalisert med bakgrunn i hypoteser, vil en spørreundersøkelse med slutningsformål være hensiktsmessig.

Utarbeidelse av spørreskjema – Questback

Internett tilbyr mange valgmuligheter blant tjenester for å konstruere spørreundersøkelser. I dag gir tilgang til moderne kommunikasjonsteknologi store muligheter for å nå frem til alle aktuelle respondenter, men en bør samtidig være sikker på at utvalget er satt sammen av

respondenter med denne tilgangen. Utvalget vårt består av norske aksjeselskaper som er avhengige av å kommunisere raskt med omgivelsene, det vil være lite sannsynlig at selskapene og ledelsen ikke benytter e-post som et slikt kommunikasjonsmiddel. Spørreskjemaet (se vedlegg 3) ble utarbeidet i det web-baserte verktøyet Questback - Ask & Act, og en kan på denne måten lett nå frem til alle med eierskap til en e-post adresse. Istedet for å sende spørreskjemaet på e-post og be respondentene sende den tilbake når det er besvart, gir Questback anledning til å sende undersøkelsen som en forespørsel om deltakelse. Hvis mottakeren ønsker å delta blir respondenten videresendt til spørreskjemaet på web. Svarene som respondenten angir blir lagret i Questback i tilknytning til vår brukerprofil.

Under utarbeidelsen av spørreskjemaet ble det spesielt viktig å ha inngående kunnskap fra forskningslitteraturen og tidligere empiriske studier. Samtidig benyttet vi oss av et spørreskjema som tidligere har blitt satt opp i Questback og anvendt i en evaluering av Innovasjon Norges såkornfonds-ordning i 2007-2008. Noe som gav oss flere aktuelle spørsmålsformuleringer og sammensatte mål for å måle variablene på en troverdig måte som tidligere har fungert. Dette vil senere også analyseres gjennom reliabilitetsanalyser. Slik mener vi å ha konstruert spørsmål og målinger av de variablene som anses for å være relevant i denne sammenhengen og vår studie.

Før utsendelsen av spørreskjemaet ble en rekke tiltak utført i skjemaets layout, dette for å gjøre skjemaet så enkelt og lett forståelig som mulig. Det ble også viktig å formulere invitasjonsmeldingen på en slik måte at det vanskelig kunne misforstås hva undersøkelsen omhandlet og dens formål. På forhånd hadde vi også hatt korrespondanse med NVCA som viste interesse for studien, det ble dermed gitt tillatelse til å benytte deres organisasjon som en interessant. Slik tror vi blant annet at vi klarte å vise respondentene verdien av å delta, og at undersøkelsen fikk en mer profesjonell tyngde.

4.4.3 POPULASJON OG UTVALG

Populasjonen er et sett av enheter som forskeren ønsker å trekke konklusjoner om (Easterby-Smith et al., 2012). Populasjonen i denne studien vil derfor være alle enhetene som problemstillingen relaterer seg til. For å skaffe oss oversikt over selskaper som har mottatt

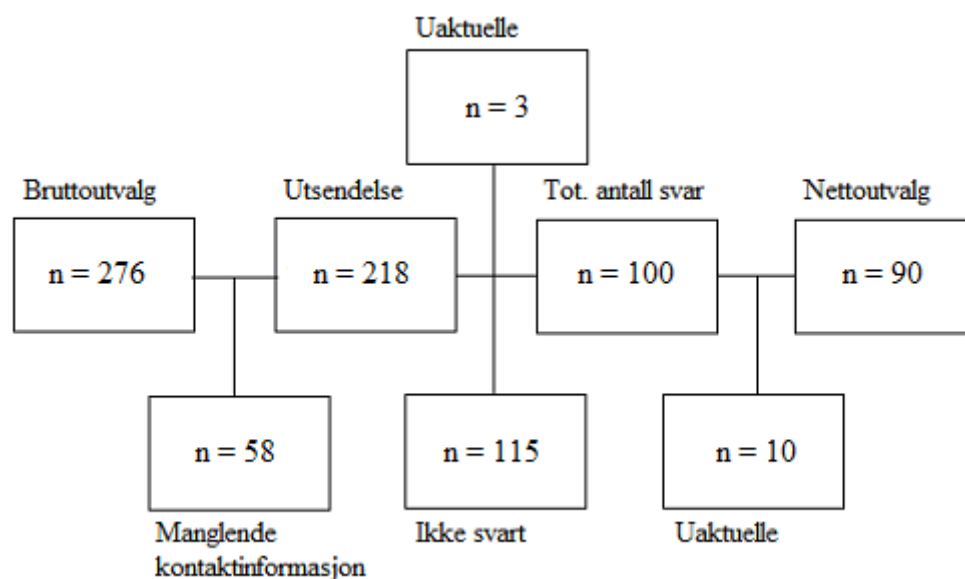
VC-finansiering ble Argentums markedsdatabase benyttet. Databasen rapporterer transaksjoner og offentlig informasjon fra det nordiske private equity-markedet og gir i følge Argentum en oversikt over alle selskaper, fond og forvaltere av disse. Databasen inneholder data om alle disse enhetene som har vært eller er en del av det nordiske markedet, og gir brukeren mulighet til å foreta søk med flere ulike kriterievalg. Her valgte vi å avgrense søk til å inneholde porteføljeselskaper med hovedsete i Norge. Videre ble det gjort en hensiktsmessig avgrensning for søkekriteriene, slik at søkeresultatene ble forsøkt avgrenset til å inneholde porteføljeselskaper som tidligst hadde fått VC-finansiering i 2004. Årsaken til dette var først og fremst for å få et tilstrekkelig stort utvalg, men også for å være mer sikker på at disse selskapene eksisterer og tilgjengelig for å delta i undersøkelsen. I tillegg kjennetegnes VC-investeringer ved en begrenset levetid, og vi ville gjennomføre studien slik at den på best mulig måte gjenspeiler situasjonen for dagens marked.

Med fokus på såkorn- og venturekapital ble det også naturlig å utelate investeringer for buyout. Imidlertid er det begrenset med søkekriterier i databasen og enheter som tidligere har fått såkorn/venture finansiering vil i dag kunne være en kandidat for buyout. Avgrensning av spesifikke bransjer ble ikke prioritert når søket ble satt opp, dette fordi problemstillingen ikke knytter seg direkte til en slik tilnærming.

Dette søket gav oss et bruttoutvalg på 276 enheter som ble overført og utarbeidet til en kontaktliste i Excel. En av de store utfordringene er at databasen ikke gir kontaktinformasjon til porteføljeselskapene annet enn deres offentlig registrerte navn. Det ble derfor nødvendig å ta for seg kontaktlisten vår og manuelt søke opp porteføljeselskapene på internett. Vi ville være sikre på at vi i størst mulig grad klarte å innhente e-post adresser som tilhørte CEO/daglig leder i disse selskapene. Det ble en omstendig og tidkrevende prosess, men på denne måten oppdaget vi også at flere av disse selskapene hadde blitt oppkjøpt eller nedlagt. Mens andre igjen ikke hadde tilgjengelig kontaktinformasjon. Kontaktlisten måtte derfor nødvendigvis reduseres til 218 porteføljeselskaper med anvendelige e-post adresser; enheter som alle er registrerte i Norges sentrale registeretat, Brønnøysundregistrene, noe som også manuelt har blitt undersøkt gjennom Proff Forvalt og RavnInfo.

Underveis i datainnsamlingen ble det aktuelt å gjøre noen forsøk på å forbedre responsratene. Etter at spørreundersøkelsen hadde vært aktiv i ca. 1 uke var svarraten heller beskjeden. Siden Questback gir mulighet for utsendelse av påminnelser ble dette gjort både 1 og 2 uker etter

første gangs utsendelse. Påminnelsene viste markante økninger av respondenter men ikke i den grad vi hadde forventet. Det ble besluttet å starte oppringing av respondenter som ikke hadde svart og det ble innhentet telefonnummer til nærmere 80 av disse. Samtlige ble forsøkt oppringt og det ble flere interessante samtaler. Vi kan raskt oppsummere at omlag 25 % av svar på undersøkelsen kan skyldes telefonkontakt. Når vi ringte respondenter som ikke hadde svart ble det også avdekket 3 stk. som aldri hadde inngått samarbeid med VC. Man kan derfor si at utvalget hadde en overdekning ved å inneholde enheter som ikke er med i populasjonen (Gripsrud et al., 2010)



Figur 4.1: Utvalg

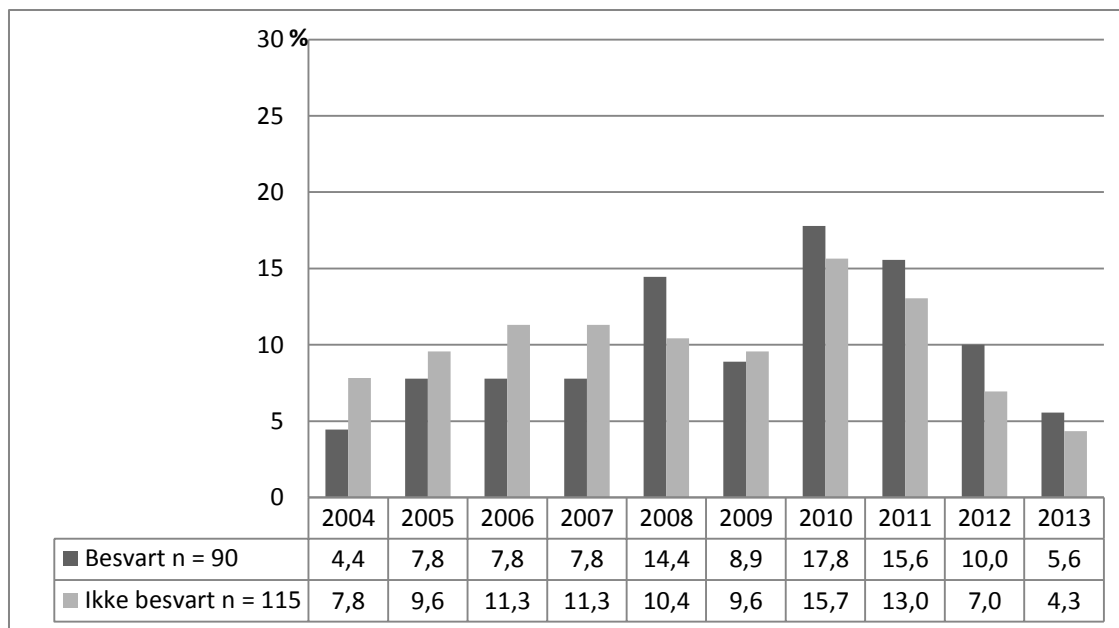
Etter at spørreundersøkelsen ble avsluttet ble det registrert 100 respondentsvar. Etter nærmere ettersyn viste det seg at 10 av disse ikke var relevante for undersøkelsen, på den måten at de i spørreundersøkelsen har hevdet at de aldri har hatt egenkapitalfinansiering. Det ble derfor besluttet at disse, sammen med de 3 fra oppringingen, ikke skulle inngå i populasjonen. Totalt blir altså $n = 205$ ($=276-58-10-3$) regnet som mottakere av spørreskjemaet. Nettoutvalget ble 90 enheter og svarresponsen utgjør derfor 44 %. Enkelte respondenter i utvalget hadde unnlatt å besvare viktige spørsmål i undersøkelsen, antall respondenter som inngår i analysene er derfor 76.

4.4.4 UTVALGETS REPRESENTATIVITET

Nøyaktigheten i konklusjonene en utleder fra et utvalg vil avhenge av om utvalget innehar de samme karakteristikkene som en finner hos populasjonen (Easterby-Smith et al., 2012). For alle viktige egenskaper, skal utvalget ideelt sett tilsvare sammensetningen i populasjonen (Johannessen et al., 2011).

Som tidligere beskrevet ble bruttopopulasjonen redusert av ulike årsaker. Av figur 4.1 ovenfor ser vi at bruttopopulasjonen har 58 selskaper med manglende kontaktinformasjon, dette utgjør 21 % av bruttopopulasjonen og vil kunne introdusere en ufrivillig skjevhet. Videre har vi ingen opplagt årsak til at så mange selskaper unnlater å oppgi detaljert kontaktinformasjon på web og i ulike databaser. Erfaringen tilsier at de vi har lyktes å innhente kontaktinformasjon til, som i utgangspunktet var skjult, mer eller mindre bevisst har unngått denne publiseringen fordi kommersialiseringsprosessen av selskapet og produkter, eller tjenester, har vært på et nivå hvor de ikke har ansett dette som nødvendig. For denne undersøkelsens formål vil dette kunne føre til at verdifull informasjon går til spille og samtidig introdusere skjevhet i undersøkelsens utvalg.

For videre å vurdere representativiteten av studiens nettoutvalg vil vi sammenligne denne med gruppen respondenter som ikke besvarte undersøkelsen. For vår del foreligger det informasjon fra Argentums markedsdatabase om hvilket år det første gang ble utført en transaksjon av seed- eller venturekapital. Dette vil være en sentral variabel for undersøkelsen i den forstand at virkningen av kapitalen og tilførsel av verdiøkende ressurser vil intuitivt være avhengig av et tidsperspektiv. Deler av teorien støtter en felles forståelse for at yngre selskaper kan kjennetegnes; med begrenset historikk (Tyjebee and Bruno, 1994), hvor fokus ligger på FoU og finansiering av produktive faktorer som fysisk utstyr og markedsintroduksjon (Sørheim og Isaksen, 2008). Momenter som tilsier at det tar tid før en eventuell virkning av kapital og verdiøkende ressurser synliggjøres i selskapenes resultater eller performance. Vi mener derfor at første gangs mottak av seed- eller venturekapital målt ved årstall, vil gi et godt mål på en sammenligning og vurdering av skjevhet mellom nettoutvalget og de som mottok spørreskjemaet men ikke besvarte.



Figur 4.2: Fordeling av respondenter i undersøkelsen

Figuren viser fordeling av respondenter som har besvart vår undersøkelse, og hvordan disse i prosent fordeler seg på årstall for første gang det ble mottatt kapital fra VC-selskap. Vi ser ingen utpregede avvik mot de som ikke har besvart, det observeres en svak tendens til at respondentene er noe sterkere representert i gruppene 2008 og 2010-2013, samt en svak underrepresentasjon i foregående år. Dette viser at det ikke har vært like enkelt å få respons fra selskaper som per i dag er i en mer moden fase.

4.4.5 RELIABILITET OG VALIDITET

For å se på kvaliteten til en undersøkelse vil en måtte vurdere dens reliabilitet og validitet (Gripsrud et al., 2010). Når det gjelder spørreskjemaundersøkelser blir det raskt et spørsmål om hvorvidt måleinstrumentene i spørreskjemaet er tilstrekkelig nøyaktig og stabil for variablene som måles (Easterby-Smith et al., 2012). Det avgjørende er om en oppnår reliable og valide mål for de faktiske variablene eller begreper en ønsker å måle. I denne sammenhengen og for denne studien blir det nødvendig å skille mellom ulike typer validitet; begrepsvaliditet, overflatevaliditet og statistisk konklusjonsvaliditet (Gripsrud et al., 2010)

Begrepsvaliditet sier noe om samsvaret mellom teoriplan og måleplan, spørsmålet blir om spørreskjemaet måler det som var til hensikt å måle. Det dreier seg om relasjonen mellom de samfunnsvitenskapelige fenomenene og de konkrete dataene som er samlet inn (Johannessen et al., 2011). Begrepsvaliditet er derfor en nødvendighet for at resultater fra forskning skal gi mening, være tolkbare og eventuelt generaliserbare. Utgangspunktet vårt er et sett av variabler som er tenkt å kunne forklare porteføljeselskapenes resultater og performance. Videre er flere av de sentrale variablene i studien målt ved underliggende dimensjoner, også kalt indikatorer, som sammen utgjør et mål for disse variablene. Begrepsvaliditet blir således her en vurdering av sammenhengen mellom variabel og operasjonaliseringen ved indikatorene (Gripsrud et al., 2010). Det vil være hensiktsmessig å undersøke i hvilken grad indikatorene antas å måle den samme variabelen. I denne sammenhengen kan vi skille mellom spesielt to forhold for begrepsvaliditet, konvergent og diskriminant validitet. Med en konvergent validitetstest vil en kunne teste hvorvidt indikatorene er høyt korrelerte med hverandre, altså i hvilken grad de antas å måle den samme variabelen (Gripsrud et al., 2010). Mens ved diskriminant validitet vil målet være å teste hvorvidt indikatorer som antas å måle ulike begreper, er lavt korrelerte med hverandre. Slike validitetstester, som beskrevet, vil ikke si noe om samvariasjonen mellom variablene.

I denne studien har vi validitetstestet de sentrale variablene ved bruk av konvergent/divergent faktoranalyse.

For å teste variablenes interne konsistens har vi foretatt reliabilitetstester ved bruk av Cronbachs Alfa (α), og vil fortelle oss om konsistensen av målinger i de variablene som er sammensatte av flere underliggende elementer er god nok (Easterby-Smith et al., 2012). Cronbachs Alfa er et reliabilitetsmål som bygger på de gjennomsnittlige korrelasjonene mellom alle indikatorer som tilhører samme variabel (Gripsrud et al., 2010). Reliabilitetskoeffisienten (α) vil også gi indikasjoner på hvilke indikatorer som er lavt korrelerte med andre, og som derfor kanskje bør ekskluderes i videre analyser.

For å få en indikasjon på hva målene ser ut til å måle subjektivt, ble spørreskjemaet pre-testet på veileder og en av hans kollegaer. En slik overflatevaliditet er en svært enkel form for validering (Gripsrud et al., 2010) men gav oss gode kommentarer på i hvilken utstrekning spørsmålene stemmer overens med deres oppfatning av begrepene vi ville måle.

Når det gjelder statistisk konklusjonsvaliditet omhandler dette i hvilken grad vi trekker riktige eller feile slutninger om kovarians fra de statistiske analysene (Reve, 1985). Videre blir det et spørsmål om undersøkelsens utvalg, hvilke statistiske mål og analyseteknikker som anvendes i tillegg til hvordan man tolker analysene. Ifølge Reve (1985) vil selv små effekter være statistisk signifikante i et tilstrekkelig stort utvalg, dermed kan problemet med type I-feil lett oppstå hvor en forkaster en riktig nullhypotese. Ved bruk av lavere signifikansnivå reduseres sannsynligheten for å begå denne type feil (Johannessen et al., 2011), imidlertid er ikke dette uproblematisk da det øker sannsynligheten for å begå type II-feil; støtter nullhypotesen når den ikke er riktig. Utvalget i denne studien er relativt lite og gir grunn til å tro at små effekter ikke vil være signifikante.

4.5 ANALYSETEKNIKKER OG OPERASJONALISERING AV VARIABLER

En grunnleggende forutsetning er at variabler sammensatt av flere indikatorer, i langt større grad gjenspeiler en “sann” verdi mer nøyaktig enn en enkelt variabel. Ved å benytte seg av sammensatte mål, vil en kunne fange inn flere sider av fenomenet som studeres, det vil bli langt mer fingradert og mindre mottakelig for eventuelle målefeil (Ringdal, 2001). På denne måten styrker en studiens validitet og reliabilitet ved at flere aspekt studeres, og tilfeldige målefeil reduseres. Dette vil være av særlig interesse for vår studie da konseptene som måles er av latent karakter, og ikke lar seg direkte observere.

Formålet med en faktoranalyse er å oppsummere informasjonsbildet. Fra det opprinnelige antallet av indikatorer til et mindre sett av nye. På denne måten kan en oppnå reduksjon av data med et minimum av tapt informasjon. Faktoranalysen søker slik å definere de grunnleggende konstruksjonene eller dimensjonene som antas å ligge til grunn for de opprinnelige variablene

Som en ser er hensikten med en faktoranalyse å (1) spesifisere analyseenheten, deretter (2) oppsummere- og/eller redusere data, før (3) variabel velges. Resultatene fra faktoranalysen inngår i andre multivariate teknikker i en (4) tolkning av data (Hair et al., 1998).

Utgangspunktet for vår faktoranalyse er å styrke studiens validitet. Begrepsvaliditeten testes ved hjelp av konvergent og diskriminant validitet (Reve, 1985). Konvergent validitet vurderer om entydige faktorer eksisterer, hvor høy korrelasjon angir at indikatoren måler dens tiltenkte konsept. Diskriminant validitet bestemmer grad av uavhengighet, der faktorene er tilstrekkelig uavhengige av hverandre. Her vil en lav korrelasjon vitne om at indikatoren er tilstrekkelig ulik lignende konsept, og på den måten representere mål på ulike fenomener (Hair et al., 1998). Å teste konvergent og diskriminant validitet er avgjørende for variabler som ligger nær hverandre.

Korrelasjonen mellom de opprinnelige variablene og faktorene, fremkommer gjennom faktorladningen, og er nøkkelen til å forstå innholdet i en bestemt faktor. Kvadrerte faktorladninger viser hvor stor prosentandel av variansen i den opprinnelige variabelen som er forklart vha. en faktor (Hair et al., 1998).

Ifølge Sannes (2004) bør faktorladningen overstige 0.5 (Ringdal, 2001; Hair et al., 1998), hvor nest høyeste ladning eller om en vil sidebelastning, skal være 0.3 eller lavere. DeVellis (2003) gjengitt i Gänswein (2011), argumenterer for en faktorladning større enn 0.4 med sidebelastninger under 0.4, hvor differansen mellom faktorladningen og nest høyeste ladning som et minimum må være mer enn 0.2. Dersom disse kravene ikke er oppfylt, bør indikatorene elimineres fra videre analyse.

Videre vurderes reliabilitet ved hjelp av Cronbachs alpha. Dette er en statistisk størrelse som viser til et reliabilitetsmål for indikatorene som inngår i variabelen, og styrken av variabelen sett under ett (Hair et al., 1998). Indikatorene som inngår i variabelen må ha lik retning med hensyn til indeksen og tilnærmet samme målestokk. En Cronbachs alpha over 0.6 - 0.7 anses som akseptabel (Hair et al., 1998). Ringdal (2001) antyder 0.7 som en nedre grense for tilfredsstillende reliabilitet, mens Reve (1985) angir 0.7 eller høyere som tilfredsstillende, og over 0.8 som meget tilfredsstillende. Imidlertid må det utvises skjønn med hensyn til hva som er tilfredsstillende verdier for reliabilitet, da det er mer krevende å oppnå høye verdier for en skala med få delmål enn for en med flere (Reve, 1985).

I de påfølgende avsnitt gis en redegjørelse og vurdering av studiens variabler. Videre drøftes validitet og reliabilitet i tilknytning til performance og value-adding, da disse variablene består av sammensatte indikatorer med utfyllende og nyansert informasjon.

4.5.1 PERFORMANCE

Forskningslitteraturen benytter ulike mål for performance når betydningen av tilførte ressurser betraktes. Denne studien tilskriver seg et multidimensjonalt perspektiv tilegnet fra Wiklund og Shepherd (2003). Vi mener at dette målet vil ha egenskaper som best mulig tar inn over seg dybden i disse relasjonene, og reflekterer innsatsen gitt av VC-selskaper, både i form av finansielle og verdiøkende ressurser.

For Performance, som avhengig variabel, ble det utviklet et sett av indikatorer som ser på performance som en multidimensjonal størrelse som avslører viktig informasjon hva angår selskapets utvikling. Respondentene ble bedt om å sammenligne utviklingen i eget selskap, de siste 2 år, med to av de viktigste konkurrentene ut fra følgende 6 påstander: Sammenlignet med konkurrentene har min bedrift...; *“Hatt høyere vekst i omsetning”*, *“Hatt høyere vekst i antall ansatte”*, *“Hatt høyere vekst i driftsresultat”*, *“Hatt høyere innovasjonsaktivitet”*, *“Vært raskere på markedet med nye produkt”*, *“Hatt bedre kundetilfredshet”*. Hvor det ble gitt mulighet til å indikere grad av enighet vha. en skalering fra 1 (helt uenig) til 7 (helt enig). Performance er målt som et gjennomsnitt for skalaen 1-7.

En faktoranalyse hvor spørsmålets 6 indikatorer er medtatt, identifiseres som en faktor (se tabell 4.2). Noe som gir oss muligheten til å konkludere med at en har et entydig mål for konseptet performance. Cronbachs alpha for denne skalaen er 0.904, med en gjennomsnittlig Communalities på 0.689, noe som indikerer høy indre konsistens.

4.5.2 VIKTIGE FORKLARINGSVARIABLER

Viktige forklaringsvariabler i denne studien er betydningen av VC-selskapenes tilførsel av kapital og value-adding, samt reversed pecking order. Sistnevnte er ment som en forklaring til porteføljeselskapenes preferanser for finansieringskilder.

4.5.2.1 VALUE-ADDING

Litteraturen stresser nøkkelroller for VC-selskapenes value-adding i relasjon til porteføljeselskapene (De Clercq & Manigart, 2007:201; Sapienza et al., 1994) Variabelen value-adding ressurser er utviklet med utgangspunkt i disse nøkkelrollene:

“(1) a strategic role as generators of and sounding boards for strategic initiatives, (2) an operational role as providers of key external contacts for locating managerial recruits, professional service providers, key customers, or additional financing, and (3) a personal role as friends, mentors and confidants.”

I tidligere forskningslitteratur har strategisk planlegging blitt operasjonalisert som innsatsfaktor (Gorman and Sahlman, 1989), også formulering av forretningsstrategi (MacMillan et al., 1989). Vi mener derfor at *“strategiske initiativ overfor styret”* vil gripe over disse elementene.

Videre er det funn som støtter at eksterne kontakter blir lettere tilgjengelig for selskaper med VC-finansiering, og fungerer som et viktig bidrag (Gabrielsson & Huse, 2002). Flere forskere operasjonaliserer variabler med hensyn til eksterne kontakter: *“Professional business contact”* og *“Industry contact”* (Sapienza 1992); *“Intro to potential customers and suppliers”* (Gorman and Sahlman, 1989); *“Making customer and supplier introductions”* (Timmons and Bygrave, 1986). Dette er i tråd med vår tilnærming; *“Deler eller tilbyr eksterne kontakter, profesjonelle servicetilbydere eller viktige kunder”*.

En medmenneskelig rolle inkluderes også som indikator; *“Investeringsfondet har en personlig rolle som venn og/eller betrodd partner”*, dette samsvarer med Sapienza (1992): *“Friend and confidant”*.

Vi finner også at råd fra VC kan være av betydning for porteføljeselskapens performance (Zacharakis and Meyer 2000). Som også benyttes av blant annet Busenitz et al. (2004); “Sound business advice”, og Sapienza et al. (1996): “Business advisor”. Derfor, følgende indikator ble tatt med i vår variabel: *“gir råd som er enkle å forstå”*

Til slutt ble indikatoren *“styrker bedriften i søken etter andre kapitalkilder”* inkludert. Dette har også tidligere blitt benyttet i tidligere forskning. For eksempel Gabrielsson & Huse (2002); “Help with acquisition of capital” og Gorman and Sahlman (1989); “Help obtaining additional financing”.

Så, variabelen ble målt ved å ta stilling til følgende fem indikatorer, på en skala fra 1 (helt uenig) til 7 (helt enig): *“Investeringsfondet tar strategiske initiativ overfor styret”*, *“Investeringsfondet deler eller tilbyr eksterne kontakter, profesjonelle servicetilbydere, eller viktige kunder”*, *“Investeringsfondet har en personlig rolle som venn og/eller betrodd partner”*, *“Investeringsfondet gir råd som er enkle å forstå”*, *“Investeringsfondet styrker bedriften i søken etter andre kapitalkilder”*. Value-adding er målt som et gjennomsnitt for skalaen (1-7).

En faktoranalyse hvor spørsmålets 5 indikatorer er medtatt, identifiseres som en faktor (se tabell 4.2). Noe som gir oss muligheten til å konkludere med at en har et entydig mål for konseptet value-adding. Cronbachs alpha for denne skalaen er 0.807, med en gjennomsnittlig Communalities på 0.588, noe som indikerer høy intern konsistens.

4.5.2.2 FAKTORANALYSE

Variablene performance og value-adding, består av flere indikatorer med utfyllende og nyansert informasjon. Ved å benytte faktoranalyse påvises eventuelle mønstre i korreleringen mellom et sett av disse indikatorene. Formålet er som tidligere nevnt å styrke studiens validitet og reliabilitet.

Analysen ekstraherer på to faktorer hvor indikatorene som måler performance og value-adding lader på henholdsvis første og andre faktor. Som en ser av tabell 4.2 er det en indikator for performance og en for value-adding med relativt høye sideladninger, over 0.4. Disse

indikatorerne: “Sammenlignet med konkurrentene har min bedrift hatt høyere innovasjonsaktivitet” og “Investeringsfondet gir råd som er enkle å forstå” lader henholdsvis 0.722 og 0.833 på forventet faktor, med sideladninger på 0.432 og 0.464. Da sideladningene bare er noe over terskelverdi 0.4, og forskjellen mellom ladning- og sideladning er over 0.2, beholdes indikatorerne og inngår i analysen. Forutsetningen for å medta disse to indikatorerne i den videre analysen er faren for at verdifull informasjon skal gå tapt, jmf. Gänswein (2011).

	Faktor 1	Faktor 2	Communalities
Indikatorer som måler performance			
Sammenlignet med konkurrentene har min bedrift hatt høyere vekst i omsetning	0.854	0.078	0.759
Sammenlignet med konkurrentene har min bedrift hatt høyere vekst i antall ansatte	0.831	0.103	0.710
Sammenlignet med konkurrentene har min bedrift hatt høyere vekst i driftsresultat	0.846	0.156	0.723
Sammenlignet med konkurrentene har min bedrift hatt høyere innovasjonsaktivitet	0.722	0.432	0.578
Sammenlignet med konkurrentene har min bedrift vært raskere på markedet med produkt	0.820	0.330	0.683
Sammenlignet med konkurrentene har min bedrift hatt bedre kundetilfredshet	0.819	0.335	0.682
Indikatorer som måler Value-adding			
Investeringsfondet tar strategiske initiativ overfor styret	0.214	0.719	0.517
Investeringsfondet deler eller tilbyr eksterne kontakter, profesjonelle servicetilbydere, eller viktige kunder	0.105	0.767	0.602
Investeringsfondet har en personlig rolle som venn og/eller betrodd partner	0.120	0.650	0.427
Investeringsfondet gir råd som er enkle å forstå	0.464	0.833	0.750
Investeringsfondet styrker bedriften i søken etter andre kapitalkilder	0.170	0.801	0.645
Forklart varians	42.190	22.140	
Kumulativ forklart varians		64.330	
Cronbach's alpha	0.904	0.807	

Noter: Ekstraksjonsmetode: Prinsipal komponentanalyse (PCA), Rotasjonsmetode: Promax med Kappa 4

Tabell 4.2 Faktoranalyse av indikatorer som måler performance og value-adding

Vi ser at det eksisterer entydige faktorer for både performance og value-adding. Disse forklarer 64,3 prosent av den totale variansen, hvor alle indikatorerne har en faktorladning over 0,5. Analysen viser at indikatorerne lader høyest på den faktoren de konseptuelt er forventet å tilhøre. Faktorene viser tilstrekkelig grad av uavhengighet, da de er lavt korrelert, å antas å måle ulike konsepter, i vårt tilfelle performance og value-adding.

Videre ser en verdier for Cronbachs alfa på henholdsvis 0.904 for performance og 0.807 for value-adding, noe som indikerer en meget tilfredsstillende intern konsistens.

Felles varians vist ved Communalities er for samtlige indikatorer over anbefalt nivå på 0.5 (Hair et al., 1998). Med unntak av en indikator for value-adding: *“Investeringsfondet har en personlig rolle som venn og/eller betrodd partner”*. Denne indikatoren ble vurdert som viktig for den videre analysen og er derfor inkludert i variabelen.

Vi konkluderer med at variablene performance og value-adding er reliable og valide mål som kan inngå i de empiriske analysene fremsatt i kapittel 5.

4.5.2.3 KAPITAL

Eiernes evne til å skape verdi i porteføljeselskaper anses i litteraturen for å kunne henge sammen med kapitalen som investeres. En tror også at tilgangen til kapital kan innta en prediksjonsrolle for selskapenes performance (Cooper et al., 1994), samtidig som det fungerer som et verktøy for eierne ved at en kan oppnå bedre styring og kontroll i selskapet det investeres i (Gompers, 1995; Sahlman, 1990).

Variabelen *“Kapital”* er utledet fra Wiklund (1999). Som operasjonaliserer et subjektivt mål for kapital, som strekker seg fra *“insufficient and a great impediment for our development”* to *“fully satisfactory for the firm`s development”* (Wiklund, 1999:42-43)

Vår variabel *“Kapital”* ble derfor målt ved følgende: *“Investeringsfondet tilfører bedriften egenkapital som er fullt ut tilstrekkelig for vekst og utvikling”*. Hvor det gis mulighet til å markere grad av enighet til uttalelsen ved hjelp av en skalering fra 1 helt uenig til 7 helt enig.

4.5.2.4 REVERSED PECKING ORDER

Den tradisjonelle pecking order teorien hevder at entreprenører vet mer om virksomhetens risiko og verdi enn investorer gjør. Informasjonsasymmetri som kan oppstå mellom selskapsledelse og investorer hevdes derfor å kunne skape preferanser for rangeringen over finansieringskilder (Myers, 1984). Funn i forskningslitteraturen finner denne hypotesen mer treffende for eldre og mer modne selskaper. Noe som taler for en *reversert pecking order* teori for porteføljeselskapene i vår studie, hvor selskapene som søker ekstern finansiering vil kunne foretrekke ekstern egenkapital fremfor gjeld. Følgende variabel ble utledet:

Reversed Pecking order, ble målt ved at respondentene ble bedt om å ta stilling til følgende utsagn: “*Tilførsel av ekstern egenkapital har hele tiden vært bedriftens foretrukne finansieringskilde*”. Respondentene kunne markere grad av enighet ved hjelp av en skalering fra 1 helt uenig til 7 helt enig.

4.5.3 KONTROLLVARIABLER

I tillegg til de uavhengige variablene kan også andre variabler påvirke resultatene i studien. Det er derfor viktig å kontrollere for andre variabler som kan ha en innflytelse på porteføljeselskapenes performance.

I denne studien er 3 kontrollvariabler inkludert; fase, team og erfaring bedriftsledelse. Antall anvendelige respondenter i denne studien er 76, med tanke på antall uavhengige variabler som kan inkluderes i analysen anses det ikke som begrensende å inkludere tre kontrollvariabler (Johannessen, 2009).

(1) *Fase* ble målt ved; “*I hvilken fase befinner bedriften seg nå?*”, hvor respondentene kunne angi en av følgende faser: “*etableringsfasen (seed)*”, “*venture*”, “*ekspansjon*”, “*sen modning/buyout*”.

(2) *Team* ble målt ved hjelp av en dikotom variabel, hvor respondentene ble bedt om å ta stilling til om; “*Bedriften ble etablert av en person alene eller av flere personer i team.*” Hvor

verdien 1 vitner om at selskapet ble startet av et team, mens verdien 0 viser til at selskapet ble startet av kun en person.

(3) *Erfaring bedriftsledelse* ble målt ved et sett av dikotome variabler, hvor respondentene ble bedt om å ta stilling til følgende ja/nei spørsmål; Har en eller flere i bedriftsledelsen: “*erfaring/praksis fra forskningsrettet arbeid*”, “*utdanning og/eller erfaring knyttet til finansiell styring*”, “*utdanning og/eller erfaring knyttet til teknologiutvikling*”, “*ledelses- og HR erfaring*”, “*tidligere hatt erfaring med å operere med såkorn/venture fond på eiersiden*”. Indikatorene ble summert sammen, hvor respondentenes totale antall positive svar (ja) utgjør variabelen erfaring bedriftsledelse.

Kontrollvariablene fase og team er utledet fra spørreskjemaet “*Evaluering av Innovasjon Norge sin såkornfonds-ordning*”, mens erfaring bedriftsledelse er benyttet i sin helhet. MacMillan et al. (1985) fremhever at kvaliteten til entreprenørene er avgjørende for VC-selskapenes investeringsbeslutning. Hvor erfaring er et av de viktigste kriteriene, fordi det antas å påvirke porteføljeselskapets performance, og dermed lønnsomheten til VC-selskapenes investering. Dette støttes også av Sapienza et al. (1995) som hevder at de viktigste hovedområdene for value-adding er nært knyttet til blant annet CEO/daglig leders tidligere erfaring. Det vil derfor være viktig å kontrollere for denne variabelens påvirkning på selskapenes performance.

Team og fase ble videre valgt som kontrollvariabler for analysene. I denne typen studier kontrolleres det ofte for alder (Croce et al., 2013; Busenitz et al., 2004). Fase vil derfor kunne representere dette målet. Et solid entreprenørielt team kan være blant en av de viktigste faktorene for å innhente VC-finansiering, erfarne team antas å kunne motvirke noe av den risikoen som selskapet møter (Busenitz, 2007). Team ble derfor også inkludert.

4.6 OPPSUMMERING

I dette kapitlet ble studiens metode, data og variabler drøftet og behandlet, slik at en på best mulig måte kan teste hypotesene fremsatt i kapittel 3.4. Innledningsvis ble valg av forskningsdesign drøftet i lys av ontologi og epistemologi. Deretter ble metoden for datainnsamling gjennomgått, hvor forhold vedrørende populasjon, utvalg og representativitet ble diskutert.

I kapittel 4.5 ble ulike analyseteknikker introdusert, før studiens variabler ble drøftet i lys av tidligere fremsatt forskningslitteratur. Variablene performance og value-adding består som vi har sett av flere indikatorer. Det ble derfor besluttet å kjøre en faktoranalyse for å vurdere informasjonsbildet, samtidig som en fikk styrket studiens validitet. Ved å teste konvergent og diskriminant validitet for value-adding og performance konkluderer vi med at målene er valide. Videre ble det foretatt reliabilitetstester ved bruk av Cronbachs alfa, for å teste variablenes interne konsistens. Undersøkelsene viste at konseptene performance og value-adding har en høy indre konsistens.

Variablene som i dette kapitlet er redegjort for er mål som inngår i den videre analysen i kapittel 5.

5.0 EMPIRISK ANALYSE

5.1 INNLEDNING

I dette kapitlet knyttes teoretiske begreper til empiriske indikatorer gjennom måling (Ringdal, 2001). På den måten *bygger målingen bro over gapet mellom teori og virkelighet ved å gjøre teorier testbare i empiriske undersøkelser* (Blalock 1968, gjengitt i Ringdal 2001:159). Innledningsvis vil det bli fremsatt en deskriptiv statistikk for variablene som inngår i analysen, deretter gjennomgås noen forutsetninger for bruk av OLS-regresjon, før multikollinearitet mellom studiens variabler vurderes, først ved bruk av en korrelasjonsmatrise, deretter ved hjelp av toleranse- og VIF-verdier. Hypotesene fremsatt i kapittel 3, testes ved regresjonsanalyse (OLS). Kapitlet avsluttes med en oppsummering.

5.2 DESKRIPTIV STATISTIKK

Gjennom bruk av regresjonsanalyse kan det oppnås forståelse av hvor mye de uavhengige variablene i studiet bidrar til å forklare den avhengige variabelen (Hair et al., 1998). OLS-regresjon, kan ifølge Ringdal (2001) benyttes på ordinaldata som er på tilnærmet intervallnivå, dvs. dersom 1) variablene er skalert med minimum fem kategorier, 2) hvor det gis teoretisk mening at variablene er kontinuerlige og 3) de ikke er for skjevt fordelt. For vår studie vil både den avhengige- og de uavhengige variablene, målt på ordinalnivå ved hjelp av en Likert-skalerting, gradert fra 1-7, tilfredsstillende krav 1) og 2), og blir testet for symmetrisk fordeling (normalfordeling), se vedlegg 1.

En viktig forutsetning i multivariat analyse er normalitet, dvs. at variablene som benyttes er normalfordelte. Dersom avviket fra normalfordelingen er tilstrekkelig stort, vil resultatet fra påfølgende statistiske tester være ugyldig (Hair et al., 1998). Avvik fra normalfordelingen kan beskrives ved hjelp av kurtosis og skewness, se tabell 5.1. Kurtosis refererer til høyden av fordelingen, mens skewness (skjevhet) anvendes for å beskrive balansen i fordelingen. Om den er ubalansert og forskjøvet til den ene siden, høyre eller venstre, eller sentrert og symmetrisk. Dersom fordelingen er ubalansert, blir den skjev. En positiv skjevhet betegner en

fordeling som er forskjøvet til venstre, mens en negativ skjevhet gjenspeiler et skifte mot høyre (Hair et al., 1998). Det anvendes z-verdier i vurderingen av kurtosis og skewness. Verdiene fremkommer ved hjelp av en standard normalfordeling (z-fordeling), hvor middeltallet er 0 og variansen er lik 1. For både kurtosis og skewness bør z-verdiene være lavere enn 2.58 på et 1 %- nivå, alternativt 1.96 på et 5%- nivå. Grafiske illustrasjoner, se vedlegg 1, benyttes i vurderingen av normalitet.

Forutsetningen om normalitet er nært knyttet til kravet om linearitet, mellom avhengig- og uavhengige variabler. Linearitet viser til grad av endring i den avhengige variabelen som er forbundet med endring i den uavhengige variabelen (Hair et al., 1998). Etersom korrelasjon representerer den lineære sammenhengen mellom variabler, vil ikke- lineære effekter bli underestimert. En slik utelatelse fører til en undervurdering av den faktiske styrken i forholdet mellom variablene, dersom de ikke blir transformert for på den måten å oppnå linearitet (Hair et al., 1998). Linearitet blir vurdert ved hjelp av grafisk illustrasjoner for hver enkelt variabel, se vedlegg 1. Tabellen nedenfor viser en deskriptiv statistikk for den avhengige- og de uavhengige variablene samt et sett av kontrollvariabler som inngår i analysen.

	N	Min.	Max.	Gjennomsnitt	Standardavvik	Skewness		Kurtosis	
						Størrelse	Std. feil	Størrelse	Std. feil
1.Performance	85	1	7	4.1004	1.36551	-0.413	0.261	0.471	0.517
2.Value-adding	90	1	7	4.3061	1.31883	-0.425	0.254	-0.477	0.503
3.Kapital	90	1	7	4.0556	1.67172	0.220	0.254	-0.745	0.503
4.Reversed pecking order	90	1	7	5.1444	1.73892	-0.778	0.254	-0.187	0.503
5.Fase	88	1	4	2.3523	0.91022	-0.016	0.257	-0.856	0.508
6.Team	88	0	1	0.8750	0.33261	-2.307	0.257	3.400	0.508
7.Erfaring Bedriftsledelse	85	1	5	3.9176	1.15688	-0.923	0.261	0.044	0.517
Valid N (Listwise)	76								

Tabell 5.1: Deskriptiv statistikk

Som en ser av tabell 5.1, tilfredsstillende både den avhengige variabelen performance og de uavhengige variablene, value-adding, kapital og reversed pecking-order, kravet til symmetrisk fordeling. Da absoluttverdiene for både skewness og kurtosis er lavere enn 2.58 (1%- nivå), og kan på den måten inngå i en OLS- regresjon.

5.3 RESULTATER

Tre forutsetninger relatert til regresjonsmodellen blir vurdert. To av disse, kravet om konstant varians (homoskedastisitet) og normalitet relateres til restleddet (residualene). Den siste forutsetningen viser til sammenhengen mellom uavhengige variabler (x-variabler), at disse ikke må være perfekt korrelert (multikolaritet).

Homoskedastisitet, refererer til antagelsen om at den avhengige variabelen viser like nivåer av varians på tvers av de uavhengige variablene (Hair et al., 1998). Forutsetningen om lik varians er avgjørende med tanke på gyldig statistisk generalisering av resultater, fra utvalg til populasjon (Ringdal, 2001). Videre er det hensiktsmessig da variansen til den avhengige variabelen som blir forklart i avhengighetsforholdet ikke bør være konsentrert i et begrenset utvalg av de uavhengige verdiene (Hair et al., 1998). Heteroskedastisitet er et resultat av skjevdelte variabler, og en bestemmende faktor med tanke på fravær av homoskedastisitet. Heteroskedastiske variabler kan avhjelpes gjennom datatransformasjoner som ligner de som benyttes for å oppnå normalitet. Som en ser av dette, henger forutsetningen om homoskedastisitet ofte sammen med forutsetningen om normalitet, hvor variablene som benyttes er normalfordelte (Hair et al., 1998).

For å vurdere forutsetningen om lik varians (homoskedastisitet), anvendes et residualdiagram. Der standardiserte residualer vist ved y-aksen, plottes mot standardiserte predikerte verdier, vist ved x-aksen. Diagrammets predikerte verdier, gjenspeiler de uavhengige variablene, hvor man på en oversiktlig måte kan undersøke om variansen i residualene stiger eller synker for verdier fremsatt på x-aksen (Ringdal, 2001). Dersom det gjennom residualene i diagrammet avdekkes en svak- til tildels sterk vifteform, er det et tegn på at forutsetningen om homoskedastisitet er brutt. Forutsetningen om lik varians vil bli testet, og grafisk fremstilt, se vedlegg 2.

Forutsetningen om normalitet i restleddet, viser til behovet for normalfordelte variabler. Dette ble vurdert tidligere, se tabell 5.1, under deskriptiv statistikk, samt grafiske illustrasjoner, vedlegg 1. At variabler er normalfordelte enkeltvis, som vist, gir ingen garanti for multivariat normalfordeling (Hair et al., 1998). Dette må vurderes nærmere i tilknytning til regresjon. Vedlegg 2, viser residualdiagrammet for multivariat normalfordeling ved regresjon.

En tredje og siste forutsetning som vurderes, er multikollinearitet. Forutsetningen viser til at det ikke må eksistere en perfekt eller tilnærmet perfekt lineær sammenheng mellom to eller flere uavhengige variabler (Johannesen m.fl., 2004). Disse skal med andre ord ikke være perfekt korrelert med hverandre (Ringdal, 2001). Multikollinearitet kan medføre ustabile modeller som svekker forklaringskraften, da det skapes problemer med å forutsi hva som forklares ved hjelp av de ulike variablene (Johannesen m.fl., 2004) samt fastslå den relative rollen til hver uavhengige variabel (Hair et al., 1998). Forutsetningen tillater korrelasjon, men det er ønskelig at den ikke er for høy, da små endringer i modellen gir store utslag i resultatene (Ringdal, 2001). Den enkleste og mest åpenbare måten å avdekke multikollinearitet på, er ved bruk av en korrelasjonsmatrise (Hair et al., 1998), se tabell 5.2. Dersom korrelasjonskoeffisienten er høy, 0.90 eller høyere, er dette en indikasjon på betydelig kollinearitet (Hair et al., 1998; Ringdal 2001). De to mest vanlige målene for å vurdere multikollineariteten til to eller flere uavhengige variabler, er toleranse og dens inverse VIF (variance inflation factor). Toleranse viser til den delen av variasjon i en valgt variabel som ikke forklares av andre variabler. Små toleranseverdier med dertil store VIF verdier ($VIF = 1/\text{toleranse}$) markerer høy kollinearitet (Hair et al., 1998). Hair et al. (1998) viser til at terskelverdien for toleranse bør ligge i størrelsesorden 0.10 eller høyere, noe som svarer til en VIF verdi på 10 eller lavere.

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.
1. Performance	1						
2. Value-adding	.337***	1					
3. Kapital	.378***	.309***	1				
4. Reversed pecking order	.225**	.343***	.322***	1			
5. Fase	.090	-.030	.191*	-.139	1		
6. Team	.221**	-.025	.052	-.005	.087	1	
7. Erfaring bedriftsledelse	.037	.011	.011	-.140	-.131	.015	1

Signifikansnivå:

* Indikerer $p \leq 0,1$ ** indikerer $p \leq 0,05$ *** indikerer $p \leq 0,01$

Tabell 5.2: Korrelasjonsmatrise

Korrelasjonsmatrisen viser hvordan variablene samvarierer. Av tabell 5.2 ser man at de uavhengige variablene, value-adding og kapital, samt reversed pecking-order er signifikante, men samvarierer i ulik grad med den avhengige variabelen, performance. Kapital har den høyeste samvariasjonen (.378), etterfulgt av value-adding (.337), og reversed pecking order

(.225). Videre registreres det at kontrollvariabelen, team er signifikant og samvarierer positivt (.221).

Av korrelasjonsmatrisen, tabell 5.2, synes multikollinearitet ikke å være et problem, da ingen av variablene er over kritisk verdi på 0.9. Videre viser tabell 5.4 at toleranseverdien for samtlige variabler, ligger over anbefalt terskelverdi på 0.1, noe som gir tilfredsstillende VIF-verdier.

5.3.1 REGRESJONSANALYSE (OLS)

Som tidligere nevnt benyttes minste kvadraters metode (OLS) for å oppnå forståelse av hvor mye de uavhengige variablene, value-adding, kapital og reversed pecking-order bidrar til å forklare den avhengige variabelen performance. Ved hjelp av OLS-regresjon beskrives sammenhengen mellom nevnte variabler, deres styrke og retning. Ifølge Ringdal (2001) er formålet med multippel regresjon å gjøre modellen mer realistisk, ved å kontrollere for flere variabler og redusere residualene.

Under rapporteringen av resultatene, se tabell 5.3-5.4, vil det fremkomme ulike verdier for modell 1-4. Der modell 1-3 i tabell 5.3 viser til analyser av den avhengige variabelen performance forklart ved hjelp av de uavhengige variablene value-adding (modell 1), kapital (modell 2) og reversed pecking-order (modell 3), der kontrollvariablene fase, team og erfaring bedriftsledelse er inkludert. Modell 4, tabell 5.4 gir det totale bilde av forklaringsmodellen, hvor samtlige variabler er medtatt.

Hva angår tolkning, ønsker en først å se på grad av variasjon mellom den avhengige, - og de uavhengige variablene. Den multiple korrelasjonskoeffisienten R^2 , er et tilpasningsmål som baserer seg på ideen om en proporsjonal reduksjon av feil. Koeffisienten varierer mellom 0 og 1 (Ringdal, 2001). Det skilles mellom R^2 og justert R^2 . Justert R^2 er et modifisert mål av R^2 som tar hensyn til det antall uavhengige variabler som inngår i regresjonsligningen og utvalgsstørrelsen. I motsetning til R^2 som stiger desto flere uavhengige variabler som inkluderes, kan den justerte R^2 falle hvis de variablene som er lagt til har liten forklaringskraft eller om frihetsgradene blir for små. Justert R^2 er et nyttig mål for sammenligningen mellom

ligninger med et forskjellig antall uavhengige variabler, ulik utvalgsstørrelse, eller begge deler (Hair et al., 1998).

Da en ønsker å sammenligne resultatene fra flere uavhengige variabler, målt ved ulik skala, benyttes den standardiserte regresjonskoeffisienten, Beta (Gripsrud et al., 2010). Standardisert Beta viser hvor mange standardavvik den avhengige variabelen performance vil endre seg dersom de uavhengige variablene, value-adding, kapital og reversed pecking-order øker med et standardavvik. Med andre ord viser regresjonskoeffisienten endringene i den avhengige variabelen når de uavhengige variablene endres med en måleenhet (Ringdal, 2001). Standardisert Beta viser verdier mellom -1 og 1 (Gripsrud et al., 2010). Ifølge Field (2009) er det ikke uvanlig å se på betaverdier over 0.5 som sterk, mellom 0.3-0.5 som moderat og under 0.3 som svak. Videre er det mest brukte signifikansnivået 0.05 (Hair et al., 1998; Ringdal, 2001). Dette er et nivåkrav, som svarer til et konfidensintervall på 95 %. Konfidensintervallet utgjør grensen for akseptable nullhypoteser (Ringdal, 2001).

	Modell 1	Modell 2	Modell 3
	<i>Beta</i>	<i>Beta</i>	<i>Beta</i>
Value-adding	.406***		
Kapital		.391***	
Reversed pecking order			.320***
Fase	.184*	.058	.181
Team	.192*	.185*	.191*
Erfaring bedriftsledelse	.145	.102	.088
Adjusted R square (R ²)	18.5%	17.0%	12.0%
N	76	76	76

Signifikansnivå:

* Indikerer $p \leq 0,1$ ** indikerer $p \leq 0,05$ *** indikerer $p \leq 0,01$

Tabell 5.3: Regresjonsanalyse modell 1-3 (OLS). Avhengig variabel: Performance.

Tabell 5.3 viser resultatene av tre ulike multivariate regresjonsanalyser som kontrollerer for fase, team og erfaring bedriftsledelse. Disse variablene har tidligere blitt funnet å være hensiktsmessig å kontrollere for i denne typen studier (kap. 4.5.3). Kontrollvariablene har relativt svake Beta-verdier. Fase har størst effekt på performance når vi betrakter modell 1 og modell 3, imidlertid er den kun signifikant i modell 1 som inkluderer value-adding. Team er signifikant for alle tre modellene med tilnærmet like Beta-verdier, mens erfaring bedriftsledelse har sterkest Beta-verdi i modell 1 men er ikke signifikant. Value-adding,

kapital og reversed pecking order har alle moderate og signifikante (på 0.01-nivå) Beta-verdier i de respektive modellene. Value-adding og kapital har noe høyere Beta enn reversed pecking order. Videre ser vi at modell 1 og modell 2 forklarer mer av variansen i den avhengige variabelen performance enn modell 3 (adjusted R²).

I modell 4 inkluderes alle tre uavhengige variabler og kontrollvariabler for å undersøke den relative innflytelsen for hver av dem, kontrollert for hverandre.

	Modell 4		
	<i>Beta</i>	<i>Toleranse</i>	<i>VIF</i>
Value-adding	.274**	.773	1.293
Kapital	.246**	.755	1.324
Reversed pecking order	.108	.773	1.365
Fase	.138	.841	1.189
Team	.184*	.987	1.013
Erfaring bedriftsledelse	.125	.930	1.075
Adjusted R square (R ²)	24.2%		
N	76		

Signifikansnivå:

* Indikerer $p \leq 0,1$ ** indikerer $p \leq 0,05$ *** indikerer $p \leq 0,01$

Tabell 5.4: Regresjonsanalyse modell 4 (OLS). Avhengig variabel: Performance.

Av tabell 5.4 ser vi at value-adding og kapital har den sterkeste effekten på den avhengige variabelen, disse er også signifikante på et 0.05-nivå. De uavhengige variablene og kontrollvariablene fase og team korrelerer med den avhengige variabelen (tabell 5.2), dog ikke så høyt, og vi observerer at modell 4 har en høyere forklart varians enn tidligere modeller (adjusted R²). Funnene fra de multivariate regresjonsanalysene i tabell 5.3 og 5.4 indikerer støtte for value-adding og kapital. Reversed pecking order er i modell 4 ikke signifikant, og Beta-verdien redusert. Team er også her signifikant.

5.4 OPPSUMMERING

Tre forutsetninger relatert til regresjonsmodellen ble vurdert. Disse er testet ved å kontrollere for konstant varians (homoskedastisitet) og normalitet i restleddet (residualene), samt multikollinearitet som viser til at uavhengige variabler ikke må være perfekt korrelert.

Kravet til konstant varians (homoskedastisitet) er tilfredsstillende, jmf. vedlegg 2. Diagrammet viser at residualene er relativt godt samlet uten åpenbare ekstremverdier. Videre utvises det normalitet i restleddet, hvor residualene i hovedsak følger diagonalen, se grafiske illustrasjoner, vedlegg 1.

Av korrelasjonsmatrisen i tabell 5.2, synes multikollinearitet ikke å være et problem, da ingen av variablene, benyttet i regresjonsanalysen er over kritisk verdi. Videre viser tabell 5.4 at toleranseverdien for samtlige variabler ligger over anbefalt terskelverdi, noe som gir tilfredsstillende VIF-verdier. Vi konkluderer med at samtlige variabler, møter kravene som er stilt til multivariate analyser.

Hypotesene utledet i kapittel 3 ble testet ved bruk av multivariate regresjonsanalyser (OLS). I neste kapittel vil disse funnene bli diskutert

6.0 DISKUSJON

I dette kapitlet diskuteres resultatene fra studiens analyser. Begrensninger og forslag til videre forskning blir også behandlet, før studiens implikasjoner diskuteres.

Hypoteser	Støtte / ikke støtte
H1: Det er en positiv relasjon mellom VC-selskapenes value-adding og porteføljeselskapenes performance	Støtte
H2: Det er en positiv relasjon mellom VC-selskapenes tilførsel av kapital og porteføljeselskapenes performance	Støtte
H3: Porteføljeselskaper som foretrekker egenkapitalfinansiering har høyere effekt av VC-finansieringen	Delvis støtte

Tabell 6.1: Oversikt hypoteser

Den empiriske analysen i kapittel 5 og regresjonsanalysene i tabell 5.3 og 5.4, har gitt studien grunnlag for å vurdere hypotesene. Som vi kan se ut fra tabell 6.1 gis det støtte for H1 og H2, mens H3 gis det delvis støtte for. For de multivariate regresjonsanalysene i tabell 5.3, er kapital og value-adding signifikant på et 0,01-nivå, med Beta-verdier på henholdsvis 0,391 og 0,406. Mens de i den multivariate regresjonsanalysen i tabell 5.4, hvor kontrollvariabler og den siste uavhengige variabelen reversed pecking order er inkludert, er signifikant på et 0,05-nivå med Beta-verdier opp mot 0,3, gis det derfor støtte for H1 og H2.

Reversed pecking order er signifikant men relativt lavt korrelert med de andre uavhengige variablene value-adding og kapital, med henholdsvis .343 og .322 (tabell 5.2). Dette kan være deler av årsaken til at dens forklaring i regresjonsanalysen med samtlige variabler i tabell 5.4 faller fra, hvor den her har en Beta-verdi på 0,108 som ikke er signifikant. Reversed pecking order er allikevel signifikant på et 0,01-nivå, sammen med kontrollvariablene i den multivariate regresjonsanalysen (tabell 5.3), med Beta-verdi på 0,320. H3 får derfor delvis støtte på bakgrunn av dette.

6.1 RESULTATER

Hovedfokuset til denne oppgaven er å betrakte value-adding aktiviteten og kapitalen fra VC-selskapene. Og hvordan innflytelsen av disse ressursene påvirker porteføljeselskapenes performance. Som mål på performance ble det anvendt et subjektivt multidimensjonalt mål tilegnet fra Wiklund & Shepherd (2003). Inkludering av subjektive mål for performance anses i VC-studiene for å være en av de vanligste metodene (Busenitz, 2007). Datamaterialet ble innhentet ved å anvende teori og tidligere forskningslitteratur for deretter å utarbeide en spørreundersøkelse som ble sendt ut til 218 porteføljeselskaper, som senere ble redusert til 205 mottakere.

I dette utvalget ble svarraten 44 % og anses som en akseptabel respons. Imidlertid hadde enkelte respondenter i utvalget unnlatt å besvare viktige spørsmål i undersøkelsen, antall respondenter som inngår i analysene er derfor 76.

Studien finner **støtte for H1**, ved at VC-selskapene anvender value-adding aktiviteter og at dette har en signifikant innflytelse for porteføljeselskapenes performance. Dette samsvarer med det litteraturen generelt har foreslått, at VC-selskaper kan tilføre porteføljeselskapene verdi (De Clerq & Manigart, 2007). Og at innflytelsen fra VC-selskaper har en positiv effekt på porteføljeselskapens performance (Hellmann and Puri, 2002; Sapienza 1992). Grad av involvering fra VC-selskapene er således av vesentlig betydning for selskapene som mottar VC-finansiering.

For å forbedre porteføljeselskapenes performance, dekker VC-selskapene de viktigste hovedområdene for value-adding. Gjennom å innta strategiske, interpersonelle og nettverksroller tilfører VC-selskapene ressurser som er viktige for porteføljeselskapens performance. Dette er VC-selskapenes forsøk på å øke sin potensielle fortjeneste på investeringen (De Clerq & Manigart, 2007). Kanskje de viktigste funnene her er at VC-selskapene, nesten uten unntak, har foretatt strategiske initiativ overfor styret (utledet fra Q6). Det både foreslås og gjøres krav på representanter, representanter med profesjonell styreerfaring, relevant bransjekunnskap, tilgang til de rette nettverkene etc. Dette har også tidligere blitt hevdet, at VC-selskapene anser deres strategiske bidrag for å være en av de viktigste (Fried et al., 1998). Vi finner derfor at VC-selskapene anvender sine muligheter for eierstyring overfor porteføljeselskapene i stor grad. For VC-selskapene har dette stor betydning for å prege

utviklingen av deres investeringer. Dette samsvarer også med agentteorien, hvis porteføljeselskapenes atferd vanskelig vil kunne la seg observere. Vil VC-selskapene forsøke å begrense asymmetrisk informasjon, eksempelvis gjennom overvåking av porteføljeselskapene ved representasjon i styret, for å redusere faren forbundet med moral hazard og adverse selection.

Dermed har VC-selskapene også ytterligere mulighet til å observere hvilke ressurser porteføljeselskapene mangler og har behov for. I forskningslitteraturen har empiriske funn vist at VC er særlig effektiv for kommersialiseringsprosessen i selskaper som har høy grad av teknologiske fremskritt og innovasjonsaktivitet (Hellmann and Puri, 2000). Videre kan VC-selskapene være viktig for selskapenes profesjonalisering av de humane ressursene (Hellman and Puri, 2002). VC-selskapene er også positivt forbundet med stimulering av vekst i sysselsettingen for selskapene de investerer i (Belke et al., 2006). Våre funn støtter disse sammenhengene, ved at porteføljeselskapene oppnår en bedre posisjon langs disse dimensjonene i markedet de opererer i, sammenlignet med konkurrenter. Samtidig vil det være vanskelig å vurdere hvor vidt dette kan være en potensiell screening-effekt, slik forskningslitteraturen har antydnet (Croce et al., 2013; Gompers and Lerner, 2001; Shepherd og Zacharakis, 2002).

Når det gjelder kapitalen finner studien **støtte for H2**, funnene foreslår at kapitaltilførselen fra VC-selskapene har en signifikant innflytelse på porteføljeselskapenes performance. Den empiriske forskningslitteraturen har tidligere foreslått at tilgangen til kapital kan være en prediktor for yngre selskapers performance (Cooper et al., 1994). Forskningslitteraturen har også hevdet at VC-finansieringen kan dempe de finansielle begrensningene til porteføljeselskapene (Bertoni, et al., 2010), våre funn indikerer at kapitaltilførselen er tilfredsstillende for vekst og utvikling og at dette bidrar til at porteføljeselskapene presterer bedre enn konkurrenter, i sine respektive markeder. Dette kan følge av at mer kapitalintensive strategier nyttiggjøres, og at det gjør det lettere for porteføljeselskapene å innta en unik posisjon i markedet, vis-a-vis sine konkurrenter.

Samtidig er relasjonen mellom VC-selskaper og entreprenørene slik at begge aktørene bærer eierskapet, dette innebærer at det må samarbeides om eierstyringen. Målformuleringer er en eieroppgave (Grünfeld og Jakobsen, 2006), entreprenørene som er opprinnelige eiere av selskapet må derfor også forholde seg til VC-selskapenes interesser. I følge den tradisjonelle

pecking order teorien burde entreprenører unngå den eksterne egenkapitalfinansieringen, først og fremst med hensyn til å begrense kapitalkostnader og kostnader knyttet til asymmetrisk informasjon. Men også fordi de potensielt kan miste kontrollen (Myers, 1984), ved økt tilførsel av kapital fra VC-selskapene og utvanning av eget eierskap. Våre funn later derfor til å være motstridende. I likhet med Garmaise (2001), kan våre funn være en indikasjon på at VC-selskapene har et bedre utgangspunkt for å vurdere kvaliteten til entreprenørielle selskaper, enn de selv har. Tilstedeværelsen av VC i disse selskapene kan således gi porteføljeselskapene et fortrinn i markedet.

Forskningslitteraturen har tidligere undersøkt Myers (1984) hypotese, disse tidligere funnene har indikert at små og mindre modne selskaper ikke har fulgt hypotesens rangering over finansieringskilder (Garmaise, 2001; Frank and Goyal 2003; Shyam-Sunder and Myers, 1999). Det har også blitt hevdet at entreprenører bevisst kan søke ekstern egenkapital, med et formål om å innhente både kapital og andre ressurser (Paul et al., 2007). Vi utledet en hypotese på dette, at selskaper som foretrekker å finansiere seg ved ekstern egenkapital har høyere effekt av VC-finansieringen på bakgrunn av dette. Studien finner **delvis støtte for H3**. Dette er kanskje litt overraskende tatt i betraktning at studien finner støtte for de to foregående hypoteser, som nettopp behandler denne tilførselen av ekstern egenkapital og andre value-adding ressurser. På den annen side, hvis den foretrukne finansieringen til dels har vært ekstern egenkapital er det ikke nødvendigvis slik at dette er tilfelle for situasjonen, på et gitt tidspunkt, etter at VC-finansieringen har funnet sted. Vi har tidligere nevnt litteratur som diskuterer målskjevheter i denne relasjonen, og at hovedformålet til VC-selskapene er å maksimere den økonomiske avkastningen på investeringen. Dette trenger ikke å være det porteføljeselskapene egentlig hadde ønsket, å vokse og innta markeder med overlegne ressurser. Eksempelvis, entreprenører kan ha et ønske om at selskapet og forretningsidéen skal overleve og sørge for en stabil personlig inntekt, i stedet for å skape store verdier (DeClercq & Manigart, 2007). For å utvikle forretningsidéen og muligheten til dette, kan kapitalmarkedet være en av årsakene til at alternative kapitalkilder ikke er tilgjengelige. Moral hazard og adverse selection kan skape feil i kapitalmarkedet (Amit et al., 1998). Hvis dette er tilfelle vil mange av porteføljeselskapene måtte ty til VC-finansiering av den grunn.

6.2 ANDRE FUNN

Når vi betrakter de multivariate analysene i tabell 5.3, er Beta-verdien for Team signifikant for samtlige modeller 1-3. Dette er også tilfelle for modell 4 (tabell 5.4) Imidlertid har den deskriptive statistikken i tabell 5.2 vist at majoriteten av porteføljeselskapene er etablert av flere personer i et team. Det vil vanskelig kunne vurderes at team, for denne studien, har noen innflytelse på porteføljeselskapenes performance.

I modell 1 (tabell 5.3) er fase signifikant med Beta-verdi på 0,184 og indikerer i denne modellen at utviklingsfasen har en positiv innflytelse på porteføljeselskapenes performance. Samtidig har forskningslitteraturen vist at to av viktigste rollene for value-adding, strategisk og interpersonell, er nært knyttet til selskapenes fase (Sapienza et al., 1995).

Videre har denne kontrollvariabelen for modell 3 tilnærmet lik Beta-verdi men er ikke signifikant. I modell 4 har fase Beta-verdi 0.138 men er heller ikke her signifikant.

Imidlertid finner vi at fase er positivt korrelert med kapital (Tabell 5.2), observasjonen innebærer at selskapenes tilførsel av ekstern egenkapital er mer tilfredsstillende desto lengre selskapene er kommet i utviklingen. Erfaring bedriftsledelse er ikke signifikant for noen av modellene 1-4.

6.3 BEGRENSNINGER OG VIDERE FORSKNING

Studien kan oppfattes å ha flere mulige begrensninger. Studien baserer seg på en tverrsnittsundersøkelse med primærdata innsamlet fra en spørreundersøkelse. Det vil derfor ikke kunne hevdes med sikkerhet at de uavhengige variablene forårsaker de sammenhengene med performance som vi har vist. Det vil også kunne hevdes å være begrensende at bare en representant fra hvert porteføljeselskap har bidratt til å besvare spørreundersøkelsen. Alternativt kunne man benyttet seg av en longitudinell tilnærming, og dermed samlet inn data på flere tidspunkt enn ett. Samtidig ville det for denne studien vært hensiktsmessig å kombinere dette med kvalitative data. Eksempelvis ville dybdeintervjuer med både respondenter i studien og VC-selskaper, kunne bidratt til å øke forståelsen av studiens tema og den relasjonen som knyttes gjennom denne type finansiering.

Videre har studien en avhengig variabel som er et subjektivt mål for performance, det vil si et mål som kan være beskrivende for selskapets konkurransefortrinn. Fordelen ved dette er at respondentene sammenligner selskapets utvikling de siste 2 år med to av de viktigste konkurrentene. For å supplere dette målet ville det vært hensiktsmessig å inkludere indikatorer for performance som betrakter vekst, eksempelvis vekst i markedsandel, kontantstrøm og salg (Busenitz, 2007).

Avslutningsvis er det viktig å slå fast at studien som nevnt baserer seg på selvrapporterte målinger, foretatt med samme metode. Common method bias er den fremste årsaken til målefeil, da ulike typer data kommer fra en felles kilde (Podsakoff et al., 2003). Dette er en metodisk svakhet, som kan sies å gjøre studien sårbar, da sammenhengene som påvises ikke nødvendigvis viser den faktiske sammenhengen mellom den avhengige variabelen performance og de uavhengige variablene, men skyldes metode (Podsakoff et al., 2003). Det at man benytter samme metode, spørreskjema med like skalaer over samme tema, tilknyttet samme respondent, kan i vårt tilfelle ha bidratt til en systematisk effekt (Podsakoff et al., 2003).

For videre forskning foreslår vi en longitudinell tilnærming med dybdeintervju av VC og porteføljeselskaper. Med fokus på større forståelse av eierstyringsmekanismer i det norske næringslivet.

6.4 IMPLIKASJONER

Våre empiriske funn vil kunne gi praktiske implikasjoner for entreprenører som vurderer å inngå et samarbeid med et VC-selskap. Oppgaven vil på denne måten kunne bidra til innsikt i hvilke eierstyringsmekanismer som anvendes, hvilke ressurser som VC-selskapene tilstreber å knytte til behovene i selskapene de investerer i. Og hvordan dette er et forsøk på å støtte opp målet om å hente ut størst mulig gevinst. Et slikt samarbeid har derfor en begrenset tidshorison. Den teoretiske tilnærmingen setter dette i perspektiv, gjennom aktivitetene screening, monitoring og value-adding dreier dette seg om å redusere risiko og sannsynligheten for at VC-selskapene taper på investeringen. På den annen side kan dette også betraktes som at VC-selskapene har potensiale for en eierkompetanse som evner å tilføre det norske næringslivet kapital til selskaper med gode idéer, gjennom å velge ut selskapene som bør få kapital og hvilke som burde fjernes. Videre styrer de selskapene og tilfører nettverk og kompetanse som det ofte er behov for, ressurser som selskapene trenger for å utvikle seg og styrke sin konkurranseevne.

6.5 KONKLUSJON

Studiens problemstilling er som følger:

“Hvordan tilfører VC-selskaper verdi til sine porteføljeselskap og hvordan påvirker dette porteføljeselskapenes performance?”

Vi har gjennomført en kvantitativ studie og som forventet har våre funn vist at det er en positiv relasjon mellom VC-selskapenes tilførsel av value-adding ressurser og porteføljeselskapenes performance. Studien finner også støtte for at tilførselen av kapital har en positiv relasjon med porteføljeselskapenes performance. Disse funnene stemmer også overens med den tidligere forskningslitteraturen. Forskningslitteraturen har beskrevet value-adding rollene som *“1. En strategisk rolle som generator av og samtalepartner for strategiske initiativ, 2. En operasjonell rolle som tilbyder av eksterne nøkkelkontakter, for lokalisering av ledelsesmessige ressurser, profesjonelle servicetilbydere, nøkkelkunder, eller*

tilleggsfinansiering. 3. En personlig rolle som venn, mentor eller betrodd partner.” (De Clercq & Manigart, 2007:201; Sapienza et al., 1994, oversatt av forfattere). Tilgangen til kapital er også hevdet å være en prediktor for selskapenes performance (Cooper et al., 1994) VC har blitt betraktet som et finansielt mellomledd som kan heve prestasjonene til selskapene de investerer i. Altså, denne studien har bekreftet tidligere empirisk forskning på dette området, ved å vise at dette også kan være tilfelle i det norske næringslivet. Denne studien er allikevel ikke en studie som kan bevise at dette er tilfelle for det norske næringslivet som helhet.

Studien finner bare delvis støtte for at porteføljeselskaper som foretrekker ekstern egenkapital har en høyere effekt av VC-finansieringen. Forskningslitteraturen har hevdet at ekstern egenkapital søkes av entreprenører for mer enn selve finansieringen, som et virkemiddel for å innhente verdi (Paul et al., 2007). Dette er et tema som krever ytterligere forskning.

Vårt bidrag til litteraturen på området, er vist i en norsk sammenheng, gjennom å bekrefte eksisterende forskningslitteratur for VC-finansieringens tilførsel av finansielle ressurser og value-adding aktiviteter. Og at dette har en positiv relasjon til porteføljeselskapenes performance.

7 LITTERATURLISTE

- Amit, R., Brander, J., & Zott, C. (1998). Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of business Venturing*, 13(6), 441-466.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The quarterly journal of economics*, 488-500.
- Balboa, M., Martí J., Zieling N., (2011) Impact of funding and value added on Spanish venture capital-backed firms , *Innovation: The European Journal of Social Science Research*, 24:4, 449-466,
- Barney, J. B., Busenitz, L. W., Fiet, J. O., Moesel, D. D. (1996) New venture teams' assessment of learning assistance from venture capital firms. *Journal of Business Venturing*, (11), 257-272.
- Belke, A., Fehn, R., and Foster, N., 2006. Does venture capital investment spur employment growth? *Finance India*, 20 (1), 7598.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22, 613–673.
- Bertoni, F., Colombo, M. G., & Croce, A. (2010). The effect of venture capital financing on the sensitivity to cash flow of firm's investments. *European Financial Management*, 16(4), 528-551.
- Bottazzi, L., M. Da Rin, and T. Hellmann (2008), 'Who are the active investors? Evidence from venture capital'. *Journal of Financial Economics* 89(3), 488–512.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2011) 'Principles of Corporate Finance', *New York, McGraw-Hill/Irwin*.
- Busenitz, L. W. (2007). Innovation and performance implications of venture capital involvement in the ventures they fund. *Handbook of research on venture capital*, red. H. Landström, Edward Eldar. 219-235.
- Busenitz, L.W., J.O. Fiet, and D.D. Moesel. 2004. Reconsidering the venture capitalists' 'value added' proposition: An interorganizational learning perspective. *Journal of Business Venturing* 19: 787–807.
- Caselli, S. (2010). *Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques, and deals*. Academic Press.
- Cooper, A. C., Gimeno-Gascon, F. J. (1992). Entrepreneurs, processes of funding and new firm performance. *The State of the Art in Entrepreneurship*, Boston, 301-340.

- Cooper, A. C., Gimeno-Gascon, F. J., & Woo, C. Y. (1994). Initial human and financial capital as predictors of new venture performance. *Journal of business venturing*, 9(5), 371-395.
- Croce, A., Martí, J. and Murtinu, S. (2013) 'The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect?', *Journal of Business Venturing*, 28(4), 489-510.
- Cumming, D., Fleming, G. and Schwienbacher., A. (2007). The structure of venture capital funds. *Handbook of research on venture capital*, 155-176.
- Damodaran, A. (2009) Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges, *Stern School of Business*, New York University.
- Day, G.S. and Wensley, R., (1988) Assessing advantages: a framework for diagnosing competitive superiority. *Journal of Marketing* 52, 1–20
- De Clercq, D., & Manigart, S. (2007). The venture capital post-investment phase: Opening the black box of involvement. *Handbook of research on venture capital*, 193-218.
- Duffner, S. (2003) 'Principal-Agent Problems in Venture Capital Finance', University of Basel, WWZ/Department of Finance, Working Paper No. 11/03.
- Easterby-Smith, M., Thorpe, R., Jackson, P. (2012) 'Management research', *Sage Publications Ltd.*
- Eisenhardt, K. M. (1989) 'Agency Theory: An Assesment and Review', *The Academy of Management Review*, 14, 57-74.
- Field, A. (2009), *Discovering statistics using SPSS: (and sex and drugs and rock 'n' roll)*, Los Angeles, SAGE.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 67(2), 217-248.
- Fried, V.H., G. Bruton and R.D. Hisrich (1998), 'Strategy and the board of directors in venture capital backed firms', *Journal of Business Venturing*, 13 (6), 493–503.
- Fried, V. H. and Hisrich, R. D. (1994) 'Toward a model of Venture Capital Investment Decision Making', *Financial Management*, 23(3), Published by Wiley, 28-37.
- Gabrielsson, J., & Huse, M. (2002). The venture capitalist and the board of directors in SMEs: roles and processes. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4(2), 125-146.
- Gänswein, W. (2011). Effectiveness of Information Use for Strategic Decision Making. *Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH*, Wiesbaden, 1st edition.

- Garmaise, M. J. (2001). Informed investors and the financing of entrepreneurial projects. In *EFMA 2001 Lugano Meetings*.
- Gompers, P. A. (1995) 'Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital' *The Journal of Finance*, 50 (5), 1461-1489.
- Gompers, P and J. Lerner (1999): *The venture capital cycle*. The MIT Press.
- Gompers, P. A., and Lerner, J., (2001) 'The venture capital revolution', *Journal of Economics Perspectives*, 15(2), 145-168. American Economic Association.
- Gorman, M. and Sahlman, W. A. (1989) 'What do venture capitalists do?', *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231-248.
- Gripsrud, G., Olsson, U.H. & Silkoset, R. (2010) 'Metode og dataanalyse. Belutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP'. *Høyskoleforlaget*, Kristiansand
- Grünfeld, L. A., Jakobsen, E. W. (2006) 'Hvem eier Norge? Eierskap og verdiskapning i et grenseløst næringsliv', *Universitetsforlaget*.
- Grünfeld, L. A., Jakobsen, E. W. (2007) 'Private Equity: Kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster?*', *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, 121, s. 39-54.
- Gullander, S., & Napier, G. (2003). Handbook in business angel networks-The Nordic case. *Nordic Industrial Fund*.
- Gundersen F., og Langeland, O. (2004). 'Mer enn penger? Kunnskapsbedrifters erfaringer med venture- og såkornkapital.' *Norsk institutt for by- og regionforskning*, 10 NIBR-notat: 2004:109
- Hair, J.F.J., Anderson, R.E., Tatham, R.L. & Black, W.C.(1998): *Multivariate data analysis* (5ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Hellmann, T. and Puri, M., 2000. The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital. *The review of financial studies*, 13 (4).
- Hellmann, T. and Puri, M., 2002. Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence. *Journal of finance*, 57 (1), 169-197.
- Hofer, C. W. and Schendel, D., (1978) *Strategy Formulation: Analytical Concepts*. Minneapolis: *St Paul*.
- Johannessen, A., (2009). *Introduksjon til SPSS. Abstrakt forlag*. 4. utgave.
- Johannessen, A., Kristoffersen, L., & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomiskadministrative fag. Abstrakt forlag*. 3.utgave.
- Kaplan, S. N. and Strömberg, P. (2004) 'Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses', *Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210.

- Large, D. and Muegge, S., 2008. 'Venture capitalists' non-financial value-added: an evaluation of the evidence and implications for research.' *Venture capital*, 10 (1), 2153.
- MacMillan, I. C., Kulow, D. M., Khoysian, R. (1989) 'Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance', *Journal of Business Venturing*, 4, 27-47.
- MacMillan, I. C., Siegel, R., & Narasimha, P. S. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business venturing*, 1(1), 119-128.
- Manigart, S., & Struyf, C. (1997). Financing high technology start ups in Belgium: An explorative study. *Small Business Economics*, 9, 125–135.
- Metrick, A. & Yasuda, A. (2011): *Venture Capital & the Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Second Edition.
- Murray, G. C. (2007). 4 Venture capital and government policy. *Handbook of research on venture capital*, 1, 113.
- Myers, S. C (1984) 'The Capital Structure Puzzle', *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- O'Donnell, A., Gilmore, A., Carson, D., & Cummins, D. (2002). Competitive advantage in small to medium-sized enterprises. *Journal of strategic marketing*, 10(3), 205-223.
- Osnabrugge, M. V., and Robinson, R. J. (2001) 'The influence of a venture capitalist's source of funds', *Venture Capital*, 3(1), 25-39.
- Paul, S., Whittam, G., Wyper, J. (2007) 'The pecking order hypothesis: Does it apply to start-up firms?', *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 14(1), 8-21.
- Podsakoff, P. M., MacKenzie, S. B., Lee, J. Y., & Podsakoff, N. P. (2003). Common method biases in behavioral research: a critical review of the literature and recommended remedies. *Journal of applied psychology*, 88(5), 879.
- Reid. G. C. (1999) The application of principal – agent methods to investor –investee relations in the UK venture capital industry, *Venture Capital*, 1(4), 285-302.
- Reve, T.(1985). Validitet i økonomisk-administrativ forskning. I Metoder og perspektiver i økonomisk-administrativ forskning(s. 52-69). Bergen: *Universitetsforlaget*.
- Ringdal, K. (2001). Enhet og mangfold. Bergen: *Fagbokforlaget*.
- Rosenbusch, N., Brinckmann, J. and Müller, V. (2013) 'Does acquiring venture capital pay off for the funded firms? A meta-analysis on the relationship between venture capital

- investment and funded firm financial performance', *Journal of Business Venturing*, 28(3), 335-353.
- Sahlman, W. A. (1990) 'The structure and governance of venture-capital organizations', *Journal of Financial Economics*, 27, 473-521.
- Sannes, R. (2004) Dataanalyse og statistikk - kvantitativ tilnærming. Institutt for ledelse og organisasjon, Handelshøyskolen BI. Versjon 3.11, 26.03.2004 (PDF).
- Sapienza, H. J. (1992). When do venture capitalists add value?. *Journal of Business Venturing*, 7(1), 9-27.
- Sapienza, H.J., A.C. Amason and S. Manigart (1994), 'The level and nature of venture capitalist involvement in their portfolio companies: a study of three European countries', *Managerial Finance*, 20(1), 3–17.
- Sapienza, H. J., Manigart, S., & Vermeir, W. 1995. A comparison of venture capitalist governance and value-added in the US and Western Europe. *Academy of Management Journal Papers*, 38, 105–109.
- Sapienza, H. J., Manigart, S. and Vermeir, W. (1996) 'Venture capitalist governance and value added in four countries', *Journal of Business Venturing*, 11(6), 439-469.
- Shearman, C., Easton, G., Burrell, G. and Rothschild, R. (1993) *Managers and Competition*. Oxford: Blackwell. Stokes, D. (1995) *Small Business Management*. London: Letts
- Shepherd, D. A., Zacharakis, A. (2002) 'Venture capitalists` expertise – A call for research into decision aids and cognitive feedback', *Journal of Business Venturing*, 17 (1), 1-20.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics*, 51(2), 219-244.
- Sohl, J. (2003). 'The private equity market in the USA: lessons from volatility', *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 5(1), 29-46.
- Sørheim, R., Isaksen, E. (2008) 'Notat, Unge bedrifters kapitalbehov og det offentlige rolle', *NTNU entrepreneurship Center, HHB – Handelshøgskolen i Bodø*.
- Timmons, J., and W. Bygrave. 1986. Venture capital's role in financing innovation for economic growth. *Journal of Business Venturing* 1: 161–76.
- Timmons, J. A., Spinelli S., (2007) 'New venture creation : entrepreneurship for the 21st century', 7th edition. *McGraw-Hill. Boston*.
- Tyebee, T. T., and Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management science*, 30(9), 1051-1066.

- Van Den Berghe, L. A., & Levrau, A. (2002). The role of the venture capitalist as monitor of the company: a corporate governance perspective. *Corporate Governance: an international review*, 10(3), 124-135.
- Wiklund, J.(1998). Small firm growth and performance. Entrepreneurship and beyond.(Ph.D. dissertation).Jönköping, Sweden: Jönköping University, Jönköping International Business School.
- Wiklund, J. (1999). The sustainability of the entrepreneurial orientation-performance relationship. *Entrepreneurship theory and practice*, (24), 37-48.
- Wiklund, J., and Shepherd, D. (2003). Knowledge-based resources, entrepreneurial orientation, and the performance of small and medium-sized businesses. *Strategic management journal*, 24(13), 1307-1314.
- Zacharakis, A. and Meyer, D., 2000. The potential of actuarial models: can they improve the venture capital investment decision? *Journal of business venturing*, 15 (4), 323-346.

INTERNETTRESSURSER

Argentum, Det norske kapitalmarkedet for unoterte virksomheter, (2005): www.norut.no/content/download/576434/1255016/file/Argentum.pdf

EVCA (2002), Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, European Private Equity & Venture Capital Association, Zaventem: http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf

European private equity and Venture Capital Association, EVCA (2014): <http://evca.eu/what-is-private-equity/> lastet 06.11.13

Norwegian Venture Capital Association, NVCA: www.nvca.no

NVCA (2013) Norwegian Venture Capital Association, NVCA Høringsuttalelse.: <http://www.regjeringen.no/pages/38270035/nvca.pdf>

NVCA (2012), Norwegian Venture Capital & Private Equity Association. Private Equity funds in Norway – Activity Report (Seed – Venture – Buy out):

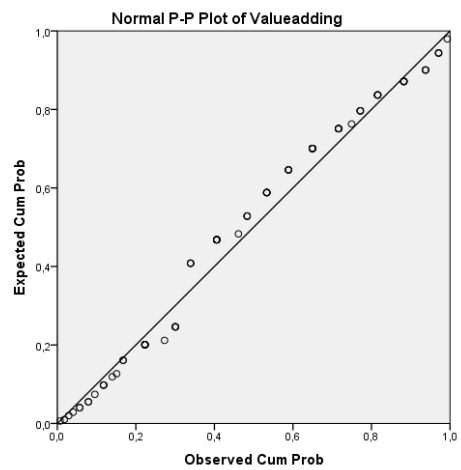
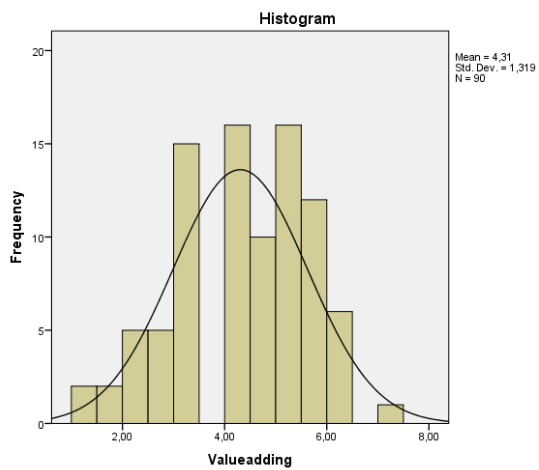
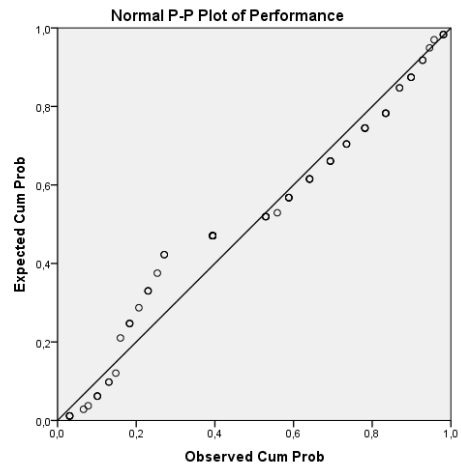
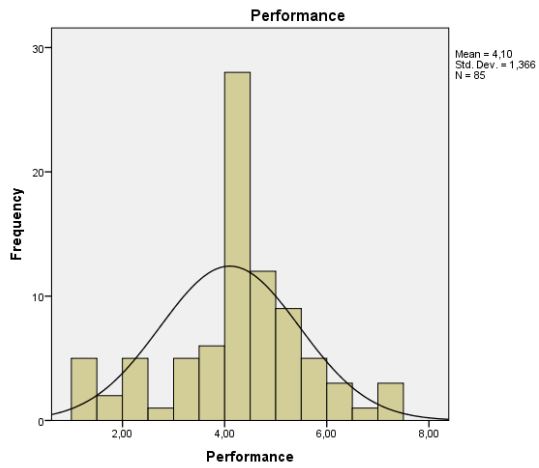
http://nvca.no/userfiles/Private_Equity_Funds_in_Norway_-_Activity_report_2012.pdf

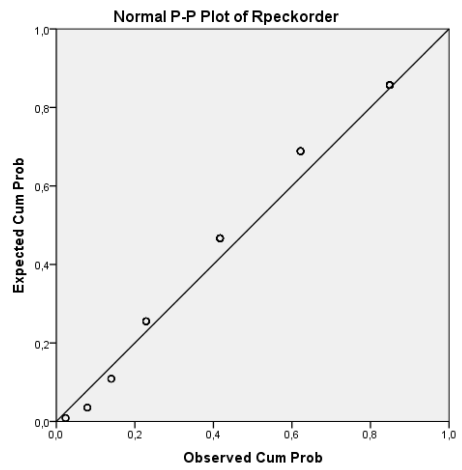
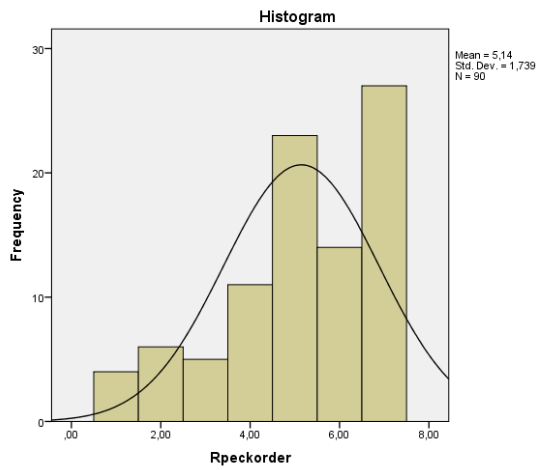
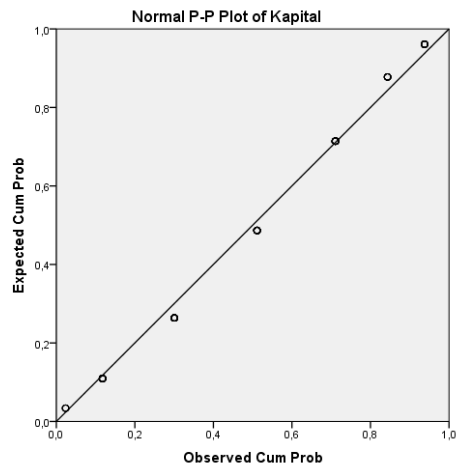
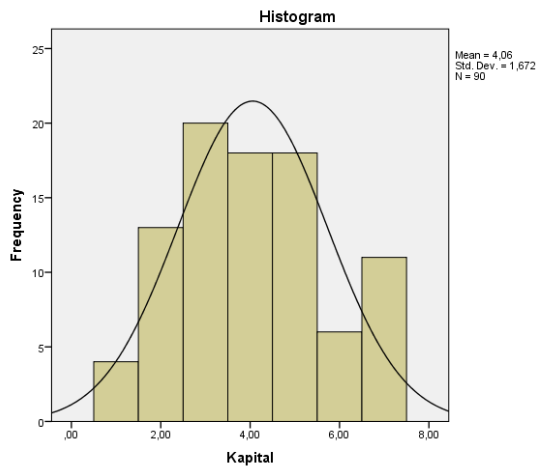
Innovasjon Norge (2014): http://www.innovasjon Norge.no/no/nyheter/forvaltere-for-nye-landsdekkende-sakornfond/#.U2t_gFfzk8k Lastet 08.05.14

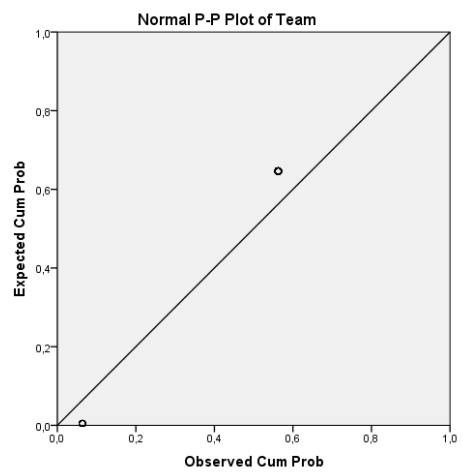
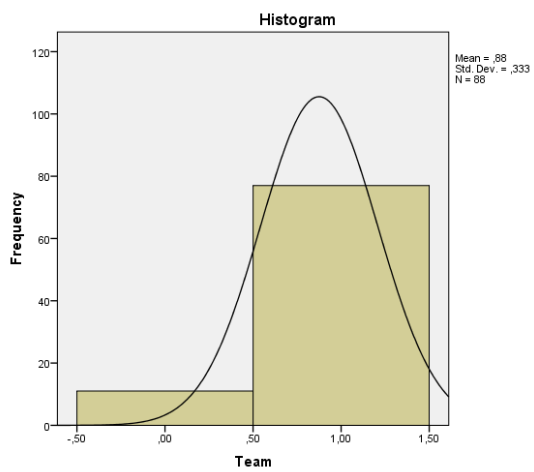
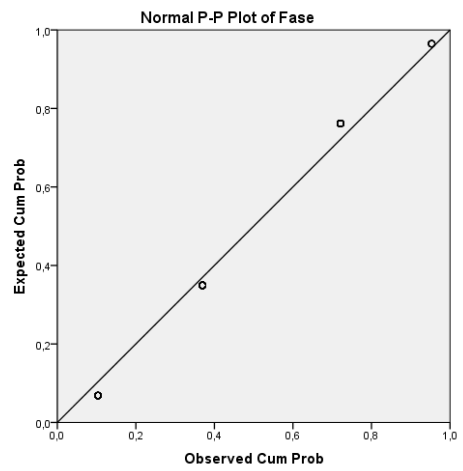
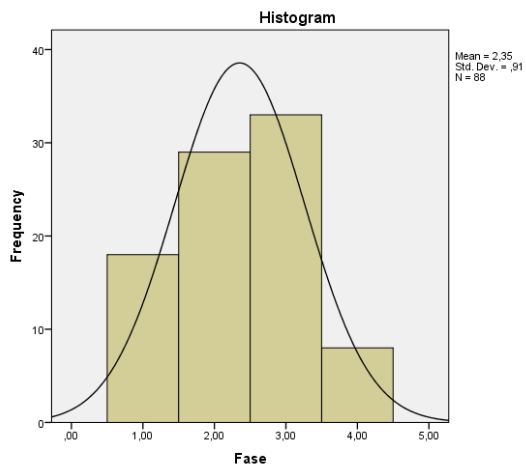
Regjeringen (2013): <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/regpubl/prop/2013-2014/prop-1-s-20132014/1.html?id=740860> Lastet 08.05.14

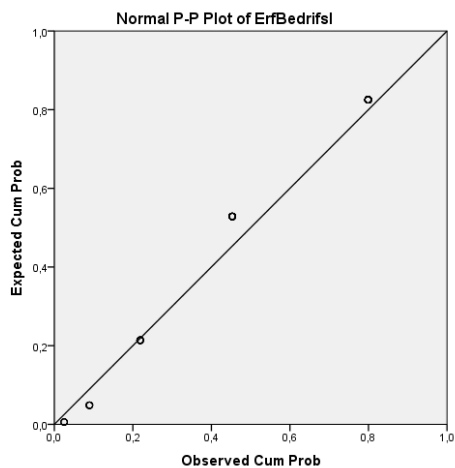
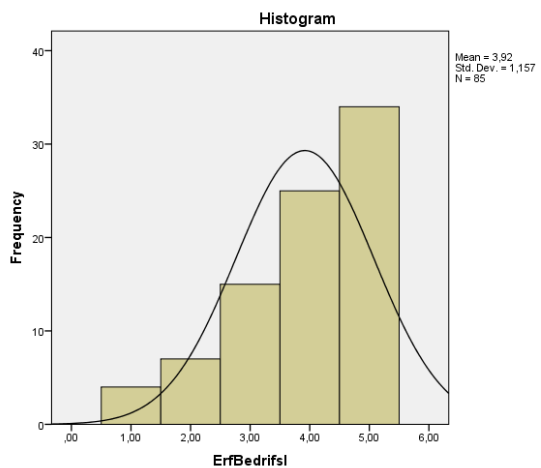
8 VEDLEGG

1. VEDLEGG: NORMALFORDELING AV VARIABLER GRAFISK

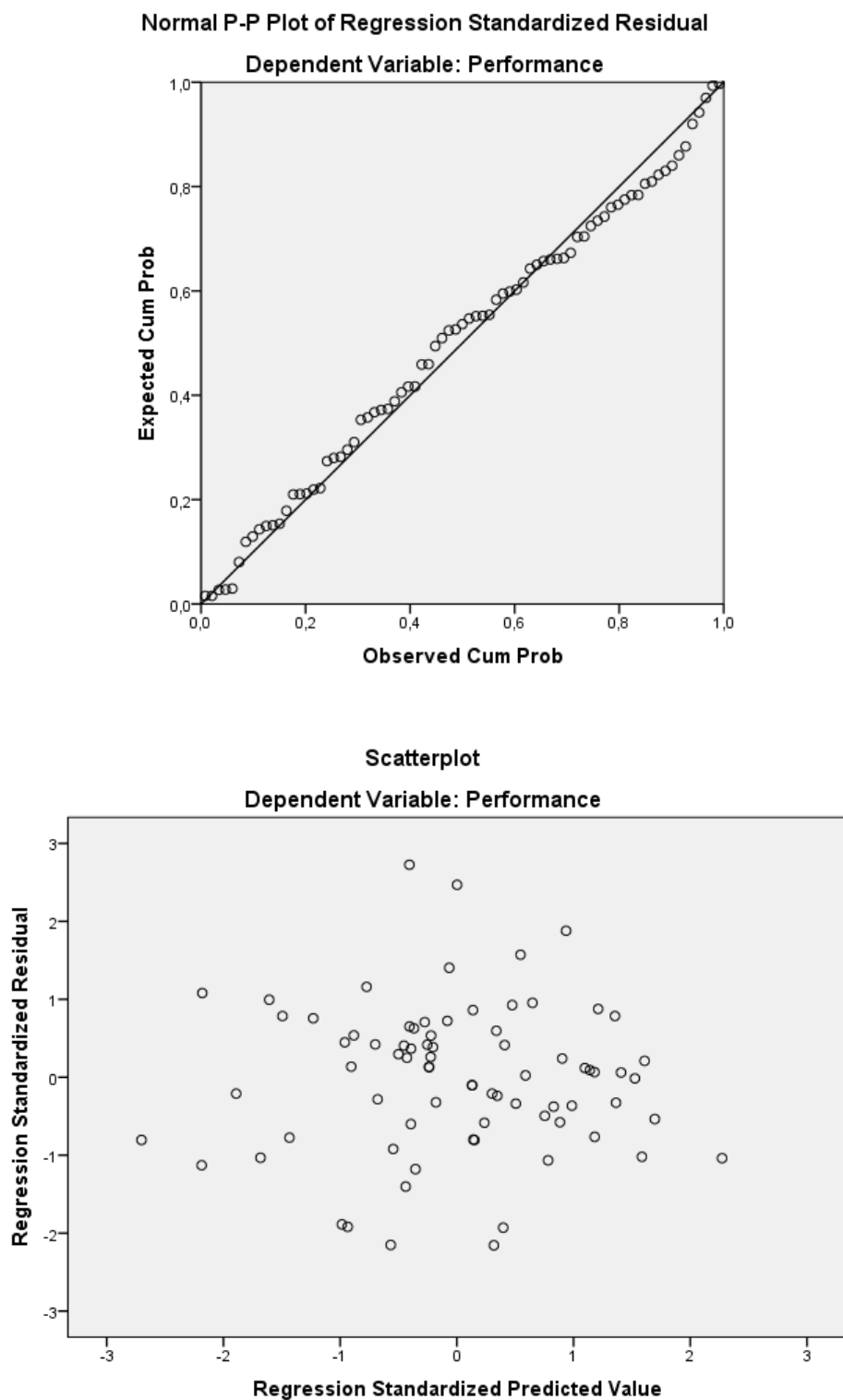








2. VEDLEGG: REGRESJONSANALYSE



Figur F-1 Performance: Residualdiagram for normalfordeling og lik varians.

3. VEDLEGG: SPØRRESKJEMA

www.questback.com - print preview

https://response.questback.com/isa/qbv.d11/ShowQuest?Preview=T...

Porteføljeselskapenes relasjoner til investeringsfondene

Denne informasjonen vises kun i forhåndsvisningen

Actions vil skje for følgende alternativer:

- Nei, har aldri hatt : Gå til slutten

Del A: Introduksjon

Nedenfor kommer noen innledende spørsmål om eierskap og styresammensetning.

Med egenkapitalfinansiering menes utstedelse av aksjer (eierandeler) i bedriften mot tilførsel av kapital.

1) Har bedriften egenkapitalfinansiering fra investeringsfond på nåværende tidspunkt?

- Ja
- Nei, men har hatt
- Nei, har aldri hatt

2) I hvilken fase befinner bedriften seg i nå?

- Etableringsfasen (Seed)
- Venture
- Ekspansjon
- Sen modning/buyout

3) Vennligst oppgi hvor mye de følgende aktører eier av bedriften i dag. Vi ønsker at du oppgir prosentvis andel for (totalt 100%):

Daglig leder	<input type="text"/>
Gründer	<input type="text"/>
Investeringsfond	<input type="text"/>
Andre	<input type="text"/>

4) Hvem sitter i bedriftens styre i dag?

	Ja	Nei
Daglig leder	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Gründer	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Investeringsfond	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Andre	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

5) Har investeringsfondet bidratt til å endre styresammensetningen?

- Ja
- Nei

**Denne informasjonen vises kun i forhåndsvisningen**

Følgende kriterier må være oppfylt for at spørsmålet skal vises for respondenten:

- (Hvis "Har investeringsfondet bidratt til å endre styresammensetningen?" er lik "Ja")

6) På hvilken måte har investeringsfondet bidratt til å endre styresammensetning? Her kan du utdype med egne ord.**Del B: Finansiering og kapital**

Nedenfor ønsker vi å stille deg noen spørsmål omkring egenkapitalfinansiering og tilførselen av egenkapital fra investeringsfond.

Med egenkapitalfinansiering menes utstedelse av aksjer (eierandeler) i bedriften mot tilførsel av kapital.

7) Vennligst angi hvor mange investeringsfond som har bidratt med egenkapitalfinansiering i bedriften? (Totalt sett)

Velg alternativ

**Denne informasjonen vises kun i forhåndsvisningen**

Følgende kriterier må være oppfylt for at spørsmålet skal vises for respondenten:

- (Hvis "Vennligst angi hvor mange investeringsfond som har bidratt med egenkapitalfinansiering i bedriften? (Totalt sett)" er lik "3" eller Hvis "Vennligst angi hvor mange investeringsfond som har bidratt med egenkapitalfinansiering i bedriften? (Totalt sett)" er lik "4" eller Hvis "Vennligst angi hvor mange investeringsfond som har bidratt med egenkapitalfinansiering i bedriften? (Totalt sett)" er lik "5" eller Hvis "Vennligst angi hvor mange investeringsfond som har bidratt med egenkapitalfinansiering i bedriften? (Totalt sett)" er lik "6" eller Hvis "Vennligst angi hvor mange investeringsfond som har

- bidratt med egenkapitalfinansiering i bedriften? (Totalt sett)"
er lik "2"
- eller
- Hvis "Vennligst angi hvor mange investeringsfond som har bidratt med egenkapitalfinansiering i bedriften? (Totalt sett)"
er lik "8"
- eller
- Hvis "Vennligst angi hvor mange investeringsfond som har bidratt med egenkapitalfinansiering i bedriften? (Totalt sett)"
er lik "9"
- eller
- Hvis "Vennligst angi hvor mange investeringsfond som har bidratt med egenkapitalfinansiering i bedriften? (Totalt sett)"
er lik "10 eller flere"
- eller
- Hvis "Vennligst angi hvor mange investeringsfond som har bidratt med egenkapitalfinansiering i bedriften? (Totalt sett)"
er lik "7"
-)

8) Har noen av investeringsfondene bidratt med egenkapitalfinansiering sammen eller i samme tidsrom?

Velg alternativ

9) Hvor mange ganger har bedriften mottatt egenkapital fra investeringsfond?

Velg alternativ

10) Vennligst angi første gang din bedrift mottok egenkapital fra investeringsfond

Velg alternativ

11) Vennligst angi siste gang din bedrift mottok egenkapital fra investeringsfond

Velg alternativ

12) Hvor stor mengde egenkapital mottok bedriften ved første gangs investering fra investeringsfond? (NOK)

Velg alternativ

13) Hva er den totale mengden egenkapital bedriften har mottatt fra investeringsfond? (NOK)

Velg alternativ

14) Hvor enig er du i følgende utsagn. Investeringsfondet tilfører bedriften egenkapital...

	1 Helt uenig	2	3	4	5	6	7 Helt enig
Som er fullt ut tilstrekkelig for vekst og utvikling	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
I de mengder som var planlagt	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

15) Ta stilling til følgende påstander. Ville følgende økonomiske nøkkeltall vært lavere eller høyere uten investeringsfondet?

	1 Mye lavere	2	3	4 Omtrent samme	5	6	7 Mye høyere
Omsetningen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sysselsettingen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Driftsresultatet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Gjelden	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

16) Var ekstern egenkapital bedriftens foretrukne form for finansiering?

Ja Nei

17) Hvor enig er du i følgende utsagn:

	1 Helt uenig	2	3	4	5	6	7 Helt enig
Tilførsel av ekstern egenkapital har hele tiden vært bedriftens foretrukne finansieringskilde	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>



Del C: Kompetanse

Nedenfor kommer noen spørsmål om tilførsel av kompetanse fra investeringsfond, og til slutt litt bakgrunnsinformasjon.

**18) Hvor enig eller uenig er du i følgende utsagn:
Investeringsfondet tilfører bedriften...**

	1 Helt uenig	2	3	4	5	6	7 Helt enig
Kompetanse knyttet til produktutvikling og innovasjon	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kompetanse knyttet til ledelse og forretningsutvikling	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kompetanse og nettverk knyttet til markedsføring og salg	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kompetanse og nettverk knyttet til produksjon og logistikk	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kompetanse og nettverk knyttet til finansiell styring av bedriften og innhenting av kapital	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

19) Ta stilling til følgende påstander. Investeringsfondet...

	1 Helt uenig	2	3	4	5	6	7 Helt enig
Tilfører kapital i riktige doser til riktig tid	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bruker tilstrekkelig med tid på din bedrift	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Har betydelig kontroll i bedriften	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Har en operativ/aktiv rolle i bedriften	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Har foretatt større endringer i sammensetningen av bedriftsledelsen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Foretar regelmessige møter, telefoner e.l., for å vurdere status på avtalte milepæler	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>



20) Ta stilling til følgende påstander. Investeringsfondet...

	1 Helt uenig	2	3	4	5	6	7 Helt enig
Tar strategiske initiativ overfor styret	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Deler eller tilbyr eksterne kontakter, profesjonelle servicetilbydere, eller viktige kunder	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Har en personlig rolle som venn og/eller betrodd partner	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Gir råd som er enkle å forstå	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Styrker bedriften i søken etter andre kapitalkilder	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

21) Sammenlign bedriftens utvikling de siste 2 år med to av de viktigste konkurrentene når du tar stilling til de følgende påstander. Sammenlignet med konkurrentene har min bedrift...

	1 Helt uenig	2	3	4	5	6	7 Helt enig
Hatt høyere vekst i omsetning	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hatt høyere vekst i antall ansatte	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hatt høyere vekst i driftsresultat	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hatt høyere innovasjonsaktivitet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vært raskere på markedet med nye produkt	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hatt bedre kundetilfredshet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

22) Vennligst oppgi din bedrifts omsetning i 1000 NOK i 2012

23) Vennligst oppgi din bedrifts omsetning i 1000 NOK i 2013

24) Vennligst oppgi antall sysselsatte årsverk i 2012

25) Vennligst oppgi antall sysselsatte årsverk i 2013**26) Ble bedriften etablert av én person alene eller av flere personer i team? NB: Inkluder kun personer med eierandeler i bedriftens oppstartsfasen.**

- En person alene
- Flere personer i team

27) Har en eller flere i bedriftsledelsen...

	Ja	Nei
Erfaring/praksis fra forskningsrettet arbeid	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Utdanning og/eller erfaring knyttet til finansiell styring	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Utdanning og/eller erfaring knyttet til teknologiutvikling	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ledelses- og HR erfaring	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Tidligere hatt erfaring med å operere med såkorn/venture fond på eiersiden?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

28) Har bedriften mottatt støtte fra Innovasjon Norge eller andre offentlige programmer?

- Ja
- Nei