



Global Entrepreneurship Monitor 2003

Úttekt á fjármálavanda nýrra fyrirtækja á Íslandi

**Rannsóknarmiðstöð HR
í nýsköpunar- og frumkvöðlafræðum**

Rögnvaldur J. Sæmundsson
Guðrún Mjöll Sigurðardóttir



HÁSKÓLINN Í REYKJAVÍK
REYKJAVIK UNIVERSITY

Mars 2004

Öllum er frjálst að nota efni úr skýrslu þessari en þess er óskað að getið sé heimildar.

Efnisyfirlit

Efnisyfirlit	3
1 Inngangur	5
2 Fjármálavandi nýrra fyrirtækja	7
2.1 Eiginleikar nýrra fyrirtækja	7
2.2 Hvaða fjármagn er í boði	10
2.3 Hver er vandinn?	15
3 Fjármálavandi nýrra fyrirtækja á Íslandi	23
3.1 Eiginleikar nýrra fyrirtækja	23
3.2 Fjármögnun nýrra fyrirtækja	26
3.3 Framboð á fjármagni til nýrra fyrirtækja	27
3.4 Hver er vandinn?	33
4 Hvað er til ráða? – Næstu skref	35
5 Heimildaskrá	37

Töflur og myndir

Tafla 2.1 Yfirlit yfir ólíkar fjármögnunarleiðir hjá mismunandi fjármögnunaraðilum	11
Tafla 2.2 Yfirlit yfir það hvernig ólíkir fjármögnunaraðilar meta fjárfestingar og hafa eftirlit með þeim.	14
Tafla 2.3 Möguleg arðsemi frumkvöðla, fjárfesta og samfélags af fjárfestingum í nýjum fyrirtækjum.	16
Tafla 3.1 Flokkun í atvinnugreinar hjá fyrirtækjum í undirbúningi eða fyrirtækjum sem stofnuð hafa verið á síðustu 42 mánuðum.	24
Tafla 3.2 Væntingar til vaxtar og nýsköpunar	25
Tafla 3.3 Hlutfall fyrirtækja stofnuð innan 42 mánaða sem nýtir viðkomandi fjármagnslind	26
Tafla 3.5 Einkafjárfestum skipt upp eftir tengslum við eigendur þess fyrirtækis sem fjárfest er í.	28
Tafla 3.6 Uppspretta fjármagns einkafjárfesta.	29
Mynd 3.7 Þróun framtaksfjárfestinga á Íslandi 1995-2003.	30
Tafla 3.8 Útistandandi lán og ný útlán í árslok 2003 til nýrra fyrirtækja	31

1 Inngangur

Í rannsókn Háskólans í Reykjavík á umfangi og umhverfi frumkvöðlastarfsemi á Íslandi fyrir árið 2002 (Agnar o.fl. 2003) kom fram í viðtölum við sérfræðinga að helsti veikleiki í umhverfi frumkvöðlastarfsemi á Íslandi væri skortur á fjármagni. Var mat sérfræðinganna að þessi skortur stæði frumkvöðlastarfseminni fyrir þrifum og kæmi í veg fyrir að ný fyrirtæki næðu að vaxa og dafna á eðlilegan hátt.

Áhyggjur af skorti á fjármagni til frumkvöðlastarfsemi er ekki einungis bundnar við Ísland. Þessar áhyggjur hafa verið áleitnar um allan heim í lengri tíma þrýst á stjórnvöld að bregðast við með einum eða öðrum hætti. Til dæmis má nefna að í flestum löndum Evrópubandalagsins standa stjórnvöld fyrir aðgerðum til þess að bæta aðgang nýrra fyrirtækja að fjármagni (European Commission 2003a). Þessi viðleitni er byggð á þeirri trú að öflug frumkvöðlastarfsemi og nýsköpun skipti miklu fyrir efnahagsþróun og bættur aðgangur að fjármagni sé mikilvæg forsenda öflugs og nýskapandi frumkvöðlastarfs.

Rannsakendur hafa einnig brugðist við með því að rannsaka framboð á fjármagni til nýrra og lítilla fyrirtækja. Þeir hafa reynt að meta hvort um skort sé að ræða og hvers eðlis hann sé. Í seinni tíð hefur áherslan í rannsóknunum í auknum mæli beinst að því að skoða bæði framboð og eftirspurn nýrra fyrirtækja eftir fjármagni (Cressy and Olofsson 1997, Howorth 2001, Landström 2003). Í stað þess að líta á vandamálið eingöngu sem skort á fjármagni til lítilla fyrirtækja er aukin áhersla á að skilja eðli eftirspurnar eftir fjármagni í nýjum fyrirtækjum og hvernig komið er til móts við hana á mismunandi hátt. Þess vegna er eðlilegra að tala um fjármálavanda nýrra fyrirtækja frekar en skort á fjármagni og rannsaka að hvaða leyti er ósamræmi á milli eðlis eftirspurnar í nýjum fyrirtækjum og fjármögnunarleiða sem standa þeim til boða. Skilningur á þessu ósamræmi í hverju landi er forsenda þess að stjórnvöld geti brugðist við fjármálavanda nýrra fyrirtækja með skilvirkum hætti.

Markmiðið með þessari skýrslu er að kanna fjármálavanda nýrra fyrirtækja á Íslandi og hvernig bregðast megi við honum. Vegna þess að mikið skortir á að upplýsingar séu fullnægjandi um eðli eftirspurnar í nýjum fyrirtækjum og fjármálaumhverfi þeirra er lögð áhersla á að gefa yfirsýn yfir vandann. Með því að safna meiri upplýsingum væri hægt að gera þá mynd sem dregin er upp í þessari skýrslu mun skýrari og fylgjast með því hvernig hún breytist í takt við breytingar í íslensku efnahagslífi. Skýrslan skapar því grundvöll og samhengi fyrir frekari rannsóknir á þessu sviði.

Skýrslan er í þremur hlutum. Í fyrsta hlutanum er fjallað á almennan hátt um fjármálavanda nýrra fyrirtækja, þ.e. um eðli nýrra fyrirtækja og þeirra fjármagnslinda sem þeim stendur til boða. Í öðrum hluta er fjallað um íslenskar aðstæður og reynt að greina fjármálavanda nýrra íslenskra fyrirtækja. Þar kemur fram að þó svo að aðgangur nýrra fyrirtækja að bankakerfinu sé góður svo framarlega sem hægt er að leggja fram tryggingar fyrir lánum, þá er markaðsbrestur í framboði á áhættufjármagni. Þetta ástand kemur harðast niður á nýjum nýskapandi fyrirtækjum þar sem töluverður tími getur liðið

áður en jafnvægi næst milli tekna og kostnaðar. Í þriðja og síðasta hlutanum er fjallað um mögulegar aðgerðir stjórnvalda til þess að takast á við þennan vanda og þörf á frekari rannsóknum.

2 Fjármálavandi nýrra fyrirtækja

Áður en hægt er að gera sér grein fyrir fjármálavanda nýrra fyrirtækja þarf að skoða eiginleika þeirra og þess fjármálaumhverfis sem þau starfa í. Í þessum kafla verður byrjað á að fjalla um eiginleika nýrra fyrirtækja sem geta útskýrt hvers vegna sérstök úrræði þarf við fjármögnun þeirra. Þar á eftir verður fjallað um mismunandi fjármögnunarleiðir sem standa nýjum og litlum fyrirtækjum til boða. Í kjölfarið verður reynt að meta hver fjármálavandi nýrra fyrirtækja getur verið og lögð áhersla á að hann getur tekið á sig margar myndir eftir því sem hver á í hlut. Þetta er ekki eingöngu vandi fyrirtækjanna sjálfra og eigenda þeirra við að útvega fjármagn heldur einnig vandi samfélagsins við að meta og fjármagna samfélagslega arðbær verkefni.

2.1 Eiginleikar nýrra fyrirtækja

Ný fyrirtæki eru að mörgu leyti frábrugðin eldri fyrirtækjum. Sérstaklega eru ný fyrirtæki, sem yfirleitt eru lítil fyrst í stað, mjög frábrugðin eldri og stórum fyrirtækjum. Þetta á sérstaklega við um aðgang að upplýsingum um starfsemi fyrirtækisins, stjórnunarhætti og aðgang að opinberum fjármagnsmörkuðum (Ang 1991).

Aðgangur að upplýsingum

Í fjármálafræðum er gjarnan gert ráð fyrir að allar upplýsingar um starfsemi fyrirtækisins séu aðgengilegar bæði stjórnendum og fjárfestum. Þessi forsenda er líklega sjaldan uppfyllt að öllu leyti en því fer fjarri að það sé gert í nýjum fyrirtækjum. Líklegt er að upplýsingar um starfsemi fyrirtækisins og framtíðarhorfur þess séu af mjög skornum skammti og að aðgangur stjórnenda og fjárfesta að þeim sé mjög ójafn.

Skortur á upplýsingum um ný fyrirtæki er fyrst og fremst vegna þess að þau eiga sér stutta sögu og lítil eða engin reynsla er komin á rekstur þeirra. Auk þess er formleg söfnun upplýsinga um reksturinn gjarnan mjög ófullkomin og takmarkað opinbert eftirlit með þeim upplýsingum sem þau láta frá sér (Ang 1991, Berger og Udell 1998). Síðast en ekki síst einkennist framtíð nýrra fyrirtækja af óvissu, þ.e. hvorki er vitneskja um mögulegar atburðarásir né líkur á því hvaða atburðarrás muni eiga sér stað.

Óvissa um framtíð fyrirtækisins tengist því að skilningur stjórnenda á fyrirtækinu og umhverfi þess getur verið af skornum skammti. Við stofnun nýrra fyrirtækja tekur tíma fyrir stjórnendur og starfsfólk að læra ný hlutverk, að læra að framleiða þær vörur eða veita þá þjónustu sem það ætlar sér og byggja upp stöðug tengsl við viðskiptavinum og aðra aðila utan fyrirtækisins (Stinchcombe 1965). Skilningur á starfsemi fyrirtækisins eykst með tímanum og þá getur þurft að endurmeta aðstæður og tækifæri. Slíkt endurmat getur leitt til umtalsverðra breytinga á rekstri þess (Bhidé 2000).

Óvissa um framtíð fyrirtækisins er því meiri eftir því sem meiri nýjungar eru í rekstri þess. Nýsköpun sem felur í sér nýjar tegundir af vöru eða nýjar leiðir í framleiðslu, sölu, markaðssetningu eða dreifingu er í eðli sínu óviss. Finna getur þurft leiðir til þess að leysa tæknileg vandamál, ekki er víst hvernig viðskiptavinir bregðast við vörunni o.s.frv.

Gjarnan er litið svo á að stjórnendur nýrra fyrirtækja hafi meiri upplýsingar og þekkingu á starfsemi, afkomu og framtíðarhorfum fyrirtækja sinna en utanaðkomandi aðilar (Ang 1991). Það er eðlilegt í ljósi þess að þegar aðgengilegar upplýsingar eru af skornum skammti og þekking á aðstæðum byggist á persónulegri reynslu innan fyrirtækisins getur verið erfitt og kostnaðarsamt fyrir utanaðkomandi aðila að afla upplýsinga um fyrirtækið eða sannreyna upplýsingar sem koma frá stjórnendum.

Hafi stjórnendur hins vegar takmarkaðan skilning á rekstri fyrirtækisins eða umhverfi þess er mögulegt að utanaðkomandi aðilar verði sannspárrí um væntanleg afdrif fyrirtækisins (De Meza and Southey 1996). Ef spá þeirra byggist á persónulegri reynslu frekar en aðgengilegum upplýsingum getur verið erfitt og kostnaðarsamt fyrir stjórnendur að sannreyna þær. Það getur líka verið erfitt fyrir stjórnendur nýrra fyrirtækja að tileinka sér reynslu utanaðkomandi aðila þó að upplýsingarnar séu aðgengilegar vegna þess að þeim hættir til að skorta sérþekkingu, t.d. á sviði fjármála eða markaðsmála (Ang 1991), til þess að geta nýtt sér þær.

Stjórnunarhættir

Stjórnunarhættir í litlum og nýjum fyrirtækjum eru gjarnan mjög ólíkir stjórnunarháttum í stórum og eldri fyrirtækjum. Þetta á sérstaklega við um tengsl eigenda og stjórnenda, forsendur ákvörðunartöku og viðhorf til utanaðkomandi fjármagns.

Í nýjum fyrirtækjum eru algengt að stofnendur þeirra séu bæði ráðandi eigendur og stjórnendur. Því vilja oft verða óskýr og óformleg skil milli eigenda og stjórnenda. Skil á milli fjármála fyrirtækisins og fjármála eigenda geta líka verið óskýr vegna þess að eigendur nýrra fyrirtækja ganga gjarnan í persónulegar ábyrgðir fyrir fyrirtækið eða veita því lán. Ofan á það bætist að ólíkt fjárfestum á markaði þá er fjárfesting stofnenda í nýju fyrirtæki oft mjög stór hluti af eignasafni viðkomandi einstaklings. Persónulegt tap eigenda við gjaldþrot getur því orðið töluvert meira en tapað hlutafé (Ang 1991).

Því hefur gjarnan verið haldið fram að frumkvöðlar, og þar með stjórnendur nýrra fyrirtækja, hafi ákveðna persónulega eiginleika sem hafi áhrif á ákvarðanir þeirra. Til dæmis hefur verið sagt að frumkvöðlar séu bæði áhættusæknari (Ang 1991) og ofurbjartsýnni en gengur og gerist (De Mesa and Southey 1996). Það megi því gera ráð fyrir að frumkvöðlar séu líklegri en aðrir til þess að ráðast í verkefni sem séu bæði áhættusöm og óraunhæf.

Niðurstöður raunrannsókna (e. empirical studies) virðast þó ekki staðfesta þetta að öllu leyti. Stofnendur nýrra fyrirtækja virðast skilja sig frá öðrum í ofurbjartsýni en ekki í áhættusækni (Delmar 2000). Þeir eru því líklegri en aðrir til að ofmeta líkurnar á árangri þeirra verkefna sem þeir taka sér fyrir hendur en ekki líklegir til þess að leita sérstaklega í áhættusöm verkefni. Áhætta er þó oft afstæð svo að utanaðkomandi geta litið svo á að ofurbjartsýni fái frumkvöðla til þess að taka mikla áhættu þegar þeir telja sig sjálfir ekki gera það.

Raunrannsóknir hafa hins vegar sýnt að önnur markmið en þau hagrænu, s.s. hagnaður, hafi mikil áhrif á ákvarðanir stjórnenda í smáfyrirtækjum (t.d. Davidsson 1989). Sjálfstæði

er oft mikilvægt markmið stjórnenda í nýjum og litlum fyrirtækjum. Þetta markmið getur haft mikil áhrif á fjármögnun fyrirtækis vegna þess stjórnendur eru ófúsir að láta af hendi eignarhlut í því eða gangast undir stífa skilmála frá utanaðkomandi aðila sem gætu takmarkað sjálfstæði þeirra (Berggren o.fl. 2001).

Eins og kemur fram í næsta kafla gera aðilar á fjármagnsmarkaði mismunandi kröfur til eignarhlutar eða þátttöku í stjórnun fyrirtækja. Ef stjórnendur leggja mikla áherslu á sjálfstæði er hætt við að mögulegar fjárfestingarlindir frekar en arðsemi verkefni ráði fjárfestingum. Í þessu sambandi er gjarnan talað um goggunarröð fjármagnslinda ("pecking-order") sem lýsir forgangsröðun stjórnenda og eigenda á þeim fjármagnslindum sem standa til boða til að fjármagna ný verkefni. Þannig er stjórnandi líklegur til þess að taka eigið fé fram yfir utanaðkomandi fjármagn, skammtímalán fram yfir langtímalán, og langtímalán fram yfir sölu á hlutafé (Hamilton and Fox 1998, Howorth 2001).¹ Niðurstöður raunrannsóknna um fjármagnsuppbyggingu lítilla fyrirtækja renna stoðum undir að goggunarröð fjármagnslinda sé algeng í litlum fyrirtækjum (t.d. Cosh og Hughes 1994).

Þörf fyrir sjálfstæði er þó ekki eina hugsanlega skýringin á fjármagnsuppbyggingu ungra og lítilla fyrirtækja. Stofnendur nýrra fyrirtækja eru oft nýliðar í rekstri og þurfa bæði að læra að reka fyrirtæki og að læra á rekstur í því umhverfi sem fyrirtækið hrærist í. Þess vegna er líklegt að þeir eigi erfitt með að meta þörf fyrir fjárfestingar, kostnað og tekjur sem gerir reksturinn sveiflukenndari. Fyrir vikið getur fyrirtækið átt í sífelldum lausafjárerfiðleikum sem stofnendur og stjórnendur meta að sé til skamms tíma þrátt fyrir að hann sé í reynd til lengri tíma. Fyrir vikið er fyrirtækið frekar fjármagnað með skammtímalánum en með langtímalánum og hlutafé (Cressy og Olofsson 1997, Hamilton og Fox 1998).

Aðgangur að opinberum fjármagnsmörkuðum

Síðasta dæmið um hversu ólík ný og lítil fyrirtæki eru eldri og stærri fyrirtækjum er aðgangur þeirra að opinberum fjármagnsmörkuðum. Ný og lítil fyrirtæki eiga litla möguleika á að skrá sig á opinbera hlutabréfamarkaði eða gefa út skuldabréf á opinberum markaði vegna þess að þau geta sjaldnast uppfyllt kröfur fyrir skráningu, t.d. um upplýsingaskyldu, auk þess sem fastur kostnaður er mjög hár (Ang 1991, Berger og Udell 1998). Þessi leið til fjármögnunar er því lokuð fyrir ný og lítil fyrirtæki nema þegar sem myndaðir hafa verið sérstakir tilboðsmarkaðir fyrir ung og lítil fyrirtæki, t.d. AIM (Alternative Investment Market) í Bretlandi, þar sem kröfurnar eru aðlagðar þörfum lítilla fyrirtækja.

Samantekt

Munur á milli nýrra og lítilla fyrirtækja annars vegar og eldri og stærri fyrirtækja hins vegar kallar á mismunandi þarfir, bæði hvað varðar umfang fjármögnunar og eðli hennar. Fjármagnsþörf nýrra og lítilla fyrirtækja er lítil í hlutfalli við eldri og stærri fyrirtæki og það

¹ Þó svo að notast sé við sama hugtak og í "Pecking order theory" Myers og Majluf (1984) og að niðurstaðan sé í grundvallaratriðum sú sama er röksemdafærslan önnur. Myers og Majluf settu fram sína kenningu fyrir stórfyrirtæki og hvernig hlutabréfamarkaðir bregðast við mismunandi fjármögnunarleiðum vegna upplýsingaósamhverfu milli stjórnenda og markaðarins. Hér er röksemdafærslan byggð á persónulegum viðhorfum eigenda/stjórnenda lítilla fyrirtækja til sjálfstæðis.

þarf að taka tillit til óvissu, skorts á upplýsingum, hugsanlegs reynsluleysis eigenda og stjórnenda auk ólíkra markmiða þeirra. Allt gerir þetta að verkum að ekki er víst að fjármagnsmarkaður, sem sniðinn er að þörfum stærri og eldri fyrirtækja, geti mætt þörfum nýrra og lítilla fyrirtækja.

2.2 Hvaða fjármagn er í boði

Í þessum kafla er fjármagnslindum, sem standa nýjum fyrirtækjum til boða, skipt upp eftir aðilum sem veita fjármagn og þeim leiðum sem þeir bjóða upp á. Þessi skipting er notuð til þess að varpa ljósi á hvernig ólíkar fjármagnslindir² mæta sérstökum þörfum nýrra fyrirtækja.

Fjármögnunarleiðir

Fjármögnunarleiðum má í grundvallaratriðum skipta í þrjá flokka: hlutafé, lánsfé og styrki. Hlutafé er fjármagn sem hluthafar leggja fram og fá hlutabréf fyrir sem staðfestingu á eignaraðild. Eignaraðild fylgir atkvæðisréttur við ákvarðanir á hluthafafundi og hlutur í útdeildum arði. Hlutabréf er einnig hægt að selja frá sér með tapi eða hagnaði. Lán er fé sem lánveitandi lætur lántaka í té gegn kröfu um endurgreiðslu. Hlutafé og lánsfé er því fé sem látið er af hendi með væntingum um endurgreiðslu í framtíðinni. Styrkir eru hins vegar fjárframlög þar sem ekki er krafist endurgreiðslu.

Fyrir hverja fjármögnunarleið eru skyldur og réttindi hlutaðeigandi aðila bundin samningi þeirra í milli ásamt opinberum lögum og reglum. Auk þess geta samningar falið í sér blandaðar fjármögnunarleiðir, t.d. breytanlegt skuldabréf þar sem láni má breyta í hlutafé við ákveðnar aðstæður, áhættulán þar sem endurgreiðsla er í hlutfalli við árangur af fjárfestingunni eða millilagslán sem liggur á milli hefðbundinna veðlána og hlutafjár þegar kemur að kröfum um endurgreiðslu í tilfalli gjaldþrots.

Mismunandi fjármögnunarleiðir hafa ólík áhrif á sjálfstæði stofnenda nýrra fyrirtækja og hversu mikla stjórn þeir hafa á fyrirtækinu. Fjármögnun með sölu hlutafjár minnkar eignarhlut stofnenda og getur fjölgað þeim sem hafa afskipti af fyrirtækinu, t.d. með setu í stjórn þess. Fjármögnun með lánum hefur í sjálfu sér ekki áhrif á sjálfstæði stofnenda en þó geta ýmis atriði í lánsamningi skert það sjálfstæði. Veiting styrkja hefur á sama hátt lítil áhrif á sjálfstæði fyrirtækisins nema annað sé tekið fram í sérstökum samningum. Til dæmis getur fyrirtæki skuldbundið sig til að sinna ákveðinni starfsemi gegn styrkveitingu.

Mismunandi fjármögnunarleiðir gera ólíkar kröfur til trygginga fyrir endurgreiðslu og ávöxtun. Annars vegar eru fjármögnunarleiðir þar sem settar eru fram sérstakar tryggingar fyrir endurgreiðslu. Tryggingar geta verið í formi veðréttar í eign eða sjálfskuldarábyrgð þriðja aðila.³ Í flestum tilfellum er krafist trygginga þegar lán eru veitt. Hins vegar eru fjármögnunarleiðir þar sem engar sérstakar tryggingar eru settar fram fyrir endurgreiðslu. Hlutafjárframlag er dæmi um slíka fjármögnunarleið. Þegar engra sérstakra trygginga er

² Með fjármagnslind er átt við ákveðna fjármögnunarleið frá vissum fjármögnunaraðila, t.d. hlutafé frá einkafjárfestum eða lán frá banka.

³ Veðréttur veitir veðhafa rétt til þess að taka greiðslu af verði eignarinnar á undan öðrum skuldheimtumönnum fáist skuld ekki endurgreidd. Sjálfskuldarábyrgð er skuldbinding einstaklings eða lögaðila um að greiða skuld sé hún ekki greidd af skuldhafa sjálfum (Ólafur 1985).

krafist má segja að um áhættufjármagn sé að ræða. Getur það átt bæði við um hlutafé og lán. Í því tilfalli er áhættan meiri um að fjármögnunaraðili fái ekki framlag sitt eða skuld endurgreidda.

Fjármögnunaraðilar

Þeim aðilum sem veita fjármagn er hér skipt upp í sex flokka: einstaklinga, fyrirtæki, hið opinbera, banka og lánastofnanir, framtaksfjárfesta og opinbera fjármagnsmarkaði.⁴ Hver fjármögnunaraðili getur boðið fleiri en eina fjármögnunarleið.

Fjármögnunaraðilar nota mismunandi aðferðir við að velja á fjárfestingarkostum og hvernig þeir fylgja fjárfestingum sínum eftir. Við val fjárfestingakosta er í grundvallaratriðum beitt tvenns konar aðferðum sem útiloka þó ekki hvor aðra. Annars vegar er hægt að afla sér upplýsinga um rekstur hins nýja fyrirtækis og væntingar þess í framtíðinni. Þessar upplýsingar geta byggt á fyrri reynslu af stofnendum fyrirtækisins eða á stuttri sögu þess. Hins vegar er hægt að krefjast trygginga til þess að útiloka þá sem hyggjast ætla að misnota fjármagnið.

Við eftirlit með fjárfestingum er í grundvallaratriðum beitt tveimur aðferðum sem ekki heldur útiloka hver aðra. Annars vegar er hægt að fylgjast með fjárfestingum með eignarhaldi sem veitir aðgang að upplýsingum um rekstur fyrirtækisins. Hins vegar er hægt að byggja upp tengsl við viðkomandi stofnendur og fyrirtæki, t.d. með viðskiptum, sem veitir líka aðgang að upplýsingum um gengi fyrirtækisins.

Í töflu 2.1 má sjá yfirlit yfir helstu fjármögnunarleiðir hjá mismunandi fjármögnunaraðilum sem um leið gefur yfirlit yfir þær tegundir fjármagnslinda sem standa nýjum fyrirtækjum til boða. Hér fyrir neðan verður fjallað nánar um mismunandi fjármögnunaraðila, hvernig fjárfestingar eru metnar og hvernig eftirliti með fjárfestingum er háttað.

Tafla 2.1 Yfirlit yfir ólíkar fjármögnunarleiðir hjá mismunandi fjármögnunaraðilum

Fjármögnunaraðilar	Fjármögnunarleiðir		
	Hlutafé	Lán	Styrkir
Einstaklingar	X	X	X
Fyrirtæki	X	X	X
Hið opinbera	X	X	X
Bankar/lánastofnanir	(X)	X	
Framtaksfjárfestar	X	(X)	
Opinberir fjármagnsmarkaðir	X	X	

Einstaklingar

Einstaklingum sem koma að fjármögnun nýrra fyrirtækja (einkafjárfestum) má skipta í þrjá flokka. Í fyrsta lagi er um að ræða stofnendur fyrirtækja sem leggja fram bæði hlutafé og oft á tíðum einnig lánsfé. Í öðru lagi er um að ræði vini og aðstandendur stofnenda sem geta lagt fram fé til fyrirtækisins í formi hlutafjár, lána eða styrkja. Yfirleitt eru lán frá

⁴ Þessi flokkun að stórum hluta í samræmi við flokkun hjá Scholtens (1997), Hughes (1997) og Berger og Udell (1998).

vinum og aðstandendum án trygginga og fyrsta utanaðkomandi fjármögnun í fyrirtækinu. Í þriðja og síðasta lagi er um að ræða svokallaða viðskiptaengla sem eru fjársterkir einstaklingar sem ekki hafa vana eða fjölskyldutengsl við stofnendur en fjárfesta í nýjum fyrirtækjum. Viðskiptaenglar eru líklegir til þess að fjármagna með kaupum á hlutafé þó svo að aðrir flóknari lánasamningar komi líka til greina.

Einkafjárfestar, aðrir en viðskiptatenglar, meta gjarnan viðskiptatækifæri hins nýja fyrirtækis eða mögulega greiðslugetu þess á óformlegan hátt. Oft á tíðum er lítil skilningur á rekstri fyrirtækisins og kannski lítill áhugi á að setja sig inn í hann. Fjárfestingin er einungis leið til þess að styðja þá einstaklinga sem standa í rekstrinum og þeim treyst fyrir því að hann gangi vel. Tengsl milli einkafjárfesta og eigenda/stjórnenda fyrirtækisins eru því gjarnan óformleg. Yfirleitt er um litlar upphæðir að ræða og lítil áhrif á sjálfstæði fyrirtækisins. Viðskiptaenglar skera sig nokkuð úr þar sem þeir hafa oft töluverða þekkingu á viðskiptatækifærinu og rekstri nýrra fyrirtækja og koma gjarnan að rekstrinum með einhverjum hætti, t.d. með stjórnarsetu (Freear o.fl. 1996).

Fyrirtæki

Starfandi fyrirtæki geta komið að fjármögnun nýrra fyrirtækja með ýmsum hætti, en í meginatriðum er um tvenns konar aðkomu að ræða. Annars vegar getur fyrirtæki keypt hlutafé eða styrkt þróunarstarfsemi í nýju fyrirtæki sem er mikilvægur birgir, samstarfsaðili eða starfar á skyldu sviði. Á þennan hátt reynir starfandi fyrirtækið að tryggja eigin hagsmuni með viðgangi hins nýja fyrirtækis eða aðgangi að sérþekkingu þess. Hins vegar er um að ræða skammtímaskuldir vegna viðskipta, s.s. fyrirframgreiðslur eða greiðslufresti, sem eru mikilvægar leiðir til fjármögnunar hjá flestum nýjum fyrirtækjum.

Mikill munur er á því hvernig starfandi fyrirtæki taka ákvörðun um fjárfestingu í nýju fyrirtæki. Starfandi fyrirtæki, sem kaupir hlut í nýju fyrirtæki, er líklegt að hugsa fyrst og fremst um áhrif fyrirtækisins á eigin rekstur frekar en ávöxtunarmöguleika sem liggur í hinu nýja fyrirtæki. Ef um skammtímaskuldir vegna viðskipta er að ræða er líklegt að starfandi fyrirtæki afli sér upplýsinga um greiðslugetu hins nýja fyrirtækis og veiti fyrirgreiðslu í samræmi við þær upplýsingar. Í fyrra tilfallinu eru tengsl milli starfandi fyrirtækis og hins nýja fyrirtækis mjög nán. Sem viðskiptavinur og samstarfsaðili hefur starfandi fyrirtæki oft mikla þekkingu á starfsskilyrðum nýja fyrirtækisins og sú þekking getur nýst nýja fyrirtækinu vel. Ef starfandi fyrirtæki eignast ráðandi hlut í fyrirtækinu eða er mjög stór viðskiptavinur getur það haft mikil áhrif á sjálfstæði nýja fyrirtækisins og í vissum tilfellum tekið stjórnina yfir starfsemi þess. Í síðara tilfallinu er um viðskiptatengsl að ræða en íhlutun í starfsemi nýja fyrirtækisins minni.

Hið opinbera

Hið opinbera getur komið að fjármögnun nýrra fyrirtækja með mjög misjöfnun hætti og boðið upp á flestar ef ekki allar mögulegar fjármögnunarlindir auk ýmissa aðgerða sem hvetja einkaaðila til þess að fjárfesta í nýjum fyrirtækjum, svo sem skattaávilnana og framboð á ábyrgðum. Aðkoma hins opinbera getur verið á ýmsum stigum allt frá svæðisbundnum stuðningi upp í stuðning ríkjasambanda eins og t.d. Evrópusambandsins.

Opinber stuðningur tengist gjarnan markmiðum hins opinbera eða sérstækum aðgerðum, t.d. aðgerðum í atvinnumálum, byggðamálum og nýsköpun, sem eru notaðar sem mælikvarðar við mat á fjárfestingum. Eftirlit með fjárfestingum á vegum hins opinbera er mjög mismikið.

Bankar og lánastofnanir

Bankar og lánastofnanir eru misjafnlega sérhæfðar en oft bjóða þær fyrirtækjum heildstæða fjármálaþjónustu. Í því felst lánsfjármögnun til lengri eða skemmri tíma, veltu- og sparnaðarreikningar, aðstoð við að mæta sveiflum í greiðslustreymi o.fl. Auk þess er algengt að bankar stundi ýmiss konar fjárfestingarstarfsemi sem getur falið í sér kaup á hlutabréfum, brúarfjármögnun o.s.frv. Fjárfestingarstarfsemin miðast þó fyrst og fremst við stærri fyrirtæki og er mjög óalgengt að bankar og lánastofnanir kaupi hlutabréf í nýjum fyrirtækjum nema í gegnum sérstaka framtaksfjármögnunarsjóði (sjá hér fyrir neðan).⁵

Bankar nota mismunandi aðferðir til þess að meta lánshæfni nýrra fyrirtækja. Þættir eins og eignir, tryggingar, greiðslugeta, persónusaga og markaðsumhverfi skipta þar miklu máli (Svensson 2003). Auk þess bætist við viðskiptasaga lánastofnunarinnar við fyrirtækið svo sem greiðsluflæði um reikninga, fyrri lánasaga og persónuleg tengsl milli fulltrúa beggja aðila (Berger og Udell 1998). Matið hefur áhrif á mögulega lánsuupphæð og kjör lánsins.

Með auknum tengslum milli lánastofnunar og fyrirtækis fær lánastofnunin meiri upplýsingar um starfsemi fyrirtækisins. Raunrannsóknir (t.d. Petersen og Rajan 1994) hafa sýnt að þessi auknu tengsl eru líklegri til þess að hafa meiri áhrif á aðgengi að fjármagni en verð og kjör.

Bankar og lánastofnanir leggja yfirleitt mikla áherslu á tryggingar fyrir endurgreiðslu lána. Til dæmis sýna upplýsingar frá Bandaríkjunum að um 92% bankalána til fyrirtækja með 500 starfsmenn eða færri voru veðtryggð árið 1993 (Berger og Udell 1998). Svipað hlutfall er að finna í könnun Evrópusambandsins sem gerð var árið 1998 um fjármögnun lítilla fyrirtækja í 19 ríkjum innan EES-svæðisins (European Commission 2000). Í sömu könnun kom líka fram að marktækt meiri kröfur voru gerðar til trygginga hjá nýjum fyrirtækjum sem voru sérlega nýskapandi eða uxu hratt miðað við ný fyrirtæki í heild.

Framtaksfjárfestar

Framtaksfjárfestar eru, svipað og bankar og lánastofnanir, milliliðir á fjármálamarkaði. Þeir sérhæfa sig í fjárfestingu í nýlegum fyrirtækjum og hlutverk þeirra er að ávaxta sérstaka sjóði fjármagnseigenda sem ætlaðir eru til fjárfestingar í slíkum fyrirtækjum. Ætlun framtaksfjárfesta er gjarnan að fjárfesta í uppbyggingu fyrirtækisins og losa fjárfestinguna þegar henni er lokið. Er því yfirleitt um fjárfestingu í hlutafé að ræða þó svo að um flóknari samninga geti verið að ræða. (Tyebjee og Bruno 1984, Amit o.fl. 1998).

Til þess að ná markmiðum sínum leggja framtaksfjárfestar mikla vinnu í að undirbúa fjárfestingar sínar, stofna til ýtarlegra og formlegra samninga við eigendur og stjórnendur

⁵ Það gerðist þó á Íslandi skamma hríð kringum aldamótin 2000 þegar bankar voru virkir í að miðla óskráðum hlutabréfum í nýjum fyrirtækjum.

fyrirtækjanna og fylgja fjárfestingunni eftir með virkri stjórnarsetu. Vanalega fjárfesta þeir í nokkrum skrefum þar sem vel skilgreindar vörður afmarka hvert skref sem þarf að taka til þess að fá frekari fjármögnun (Tyebee og Bruno 1984). Þeir hafa því yfirleitt veruleg áhrif á starfsemi hins nýja fyrirtækis þótt að eignarhlutur þeirra sé yfirleitt minni en 50%.

Framtaksfjárfestar fjárfesta venjulega töluvert hærra upphæðir en aðrir áhættufjárfestar, þ.m.t. viðskiptaenglar. Hár fastur kostnaður og tímafrek vinna við hvert fyrirtæki sem fjárfest er í, fámennit starfslið og stækkun fjárfestingasjóða hefur leitt til þess að framtaksfjárfestar leggja áherslu á fjármagnsfrek verkefni. Slíkt hefur leitt til þess að þeir fjárfesta síður í nýjum fyrirtækjum þar sem fjármagnsþörf er lítil en leggja meiri áherslu á að fjárfesta í fyrirtækjum sem hafa náð nokkra ára aldri og eru í örum og fjármagnsfrekum vexti (Bygrave og Timmons 1992).

Fjármagnsmarkaðir

Fjármagnsmarkaðir eru opinberir markaðir fyrir hlutabréf og skuldabréf. Þeir skapa möguleika á útgáfu og sölu nýrra hlutabréfa og skuldabréfa auk þess sem til verður kvik verðmyndun á hlutabréfum og skuldabréfum fyrirtækisins. Til þess að taka þátt á opinberum fjármagnsmörkuðum þarf að uppfylla ýmis skilyrði, t.d. um upplýsingagjöf og fjölda hluthafa, sem ný fyrirtæki eiga erfitt með að uppfylla. Gerðar hafa verið tilraunir með sérstaka opinbera fjármagnsmarkaði fyrir ný og lítil fyrirtæki sem taka mið af eiginleikum þeirra en oft hefur áhugi smáfyrirtækja verið takmarkaður (Jarvis 2000).

Samantekt

Fjallað hefur verið þrjár helstu fjármögnunarleiðir sem standa nýjum fyrirtækjum til boða og sex gerðir fjármögnunaraðila. Fjármögnunaraðilar meta fjárfestingar sínar á mismunandi hátt og nota mismunandi aðferðir til þess að fylgja þeim eftir eins og sjá má í töflu 2.2.

Tafla 2.2 Yfirlit yfir það hvernig ólíkir fjármögnunaraðilar meta fjárfestingar og hafa eftirlit með þeim.

Mat á fjárfestingum/ Eftirlit	Óvirkt	Tengsl	Eignaraðild
Lítið	Einkafjárfestar		
Tryggingar		Bankar	
Öflun upplýsinga	Opinberir fjármagnsmarkaðir	Fyrirtæki	Framtaksfjárfestar Viðskiptatenglar Fyrirtæki

Hið opinbera er ekki haft með í töflunni vegna þess að það getur valið aðferðir sínar að miklu leyti.

Í töflu 2.2 má sjá að einkafjárfestar (fyrir utan viðskiptaengla) eyða væntanlega minnstum tíma í að meta fjárfestingar og skipta sér minnst af rekstri þess fyrirtækis sem þeir fjárfesta í. Bakar eru líklegir til þess að leggja mesta áherslu á tryggingar við mat á fjárfestingum og nota viðskiptatengsl við fyrirtækin til þess að hafa eftirlit með

fjárfestingunni. Framtaksfjárfestar, viðskiptaenglar og starfandi fyrirtæki sem fjárfesta í nýjum fyrirtækjum eru líkleg til þess að leggja mest á sig til þess að meta fjárfestingarkostinn og skipta sér mest af þeim fyrirtækjum sem þeir fjárfesta í. Þeir ættu því að vera best í stakk búnir að meta óviss tækifæri en eru um leið þeir fjármögnunaraðilar sem koma síst til greina hjá frumkvöðlum sem vilja halda sjálfstæði sínu.

2.3 Hver er vandinn?

Í síðustu tveimur köflum hefur verið fjallað um eiginleika nýrra fyrirtækja og gefið yfirlit yfir fjármögnunarleiðir sem standa nýjum fyrirtækjum mögulega til boða. Næsta skref er að velta fyrir sér í hverju fjármálavandi nýrra fyrirtækja getur falist. Fyrst er rætt um mismunandi sjónarhorn á vandamálið og komist að þeirri niðurstöðu að mest hættu sé á því að verkefni sem séu samfélagslega arðbær fái ekki fjármagn en að fjármagn sé sett í verkefni sem eru ekki samfélagslega hagkvæm. Í kjölfarið er rætt um þær aðstæður sem geta leitt til slíks ástands. Skiptist sú umræða í þrennt: Vandamál tengd eftirspurn eftir fjármagni, vandamál tengd framboði á fjármagni og vandamál tengd stefnu og framkvæmd stjórnvalda.

2.3.1 Mismunandi sjónarhorn

Sjónarhorn ræður nokkru um það mat hvort ný fyrirtæki eigi í fjármögnunarfanda og hvers eðlis vandinn er. Einstaklingar sem stofna fyrirtæki til þess að hrinda í framkvæmd nýrri hugmynd sem þeir telja að skili þeim og öðrum ávinningi leggja áherslu á að þeir geti fengið fjármagn til þess að hrinda henni í framkvæmd. Fjármögnunaraðilar leggja í flestum tilfellum áherslu á að fjárfestingar þeirra skili þeim ávöxtun í samræmi við þau markmið sem þeir setja sér og að í boði séu vænlegir fjárfestingakostir. Stjórnvöld leggja áherslu á að nýting fjármagns sé samfélagslega skilvirk á þann hátt að fjármagni sé veitt til starfsemi sem er samfélagslega arðbær og ekki í samfélagslega óarðbæra starfsemi.

Ef allar hugmyndir sem einstaklingum dettur í hug eða fást til að framkvæma með aðstoð utanaðkomandi fjármagns væru bæði arðbærar fyrir fjárfesta og fyrir samfélagið í heild væri ekki um neitt vandamál að ræða. Þá gætu fjárfestar treyst því að þær fjárfestingar sem þeim byðust væru arðbærar og stjórnvöld treyst því að fjármagn væri notað á skilvirkan hátt. Um leið og þetta bregst geta komið upp ýmis vandamál. Hugsast getur að margar hugmyndir sem bæði eru arðbærar fyrir fjárfesta og samfélagið nái ekki fram að ganga, að fjármagn sé nýtt í hugmyndir sem eru arðbærar fyrir fjárfesta en ekki samfélagslega arðbærar, o.s.frv. Mynd 2.3 sýnir mögulegar útkomur á arðbærum og óarðbærum fjárfestingum í nýjum fyrirtækjum.

Tafla 2.3 Möguleg arðsemi frumkvöðla, fjárfesta og samfélags af fjárfestingum í nýjum fyrirtækjum.

			Samfélag		
			Arðbærar	Óarðbærar	
Frumkvöðlar	Arðbærar	Fjárfestar	Arðbærar	"Sigur"	"Átroðningur"
			Óarðbærar	Heppileg "misnotkun"	Óheppileg "misnotkun"
	Óarðbærar	Fjárfestar	Arðbærar	Heppilegt "hugsjónastarf"	Óheppilegt "hugsjónastarf"
			Óarðbærar	Heppilegur "kjánaskapur"	"Mistök"

Fyrir samfélagið í heild hlýtur samfélagsleg arðsemi að skipta mestu máli. Mikilvægt er að hvetja einstaklinga til þess að hrinda samfélagslega arðsömum hugmyndum í verk til þess að bæta hag þjóðarinnar. Á hinn bóginn er varla ásættanlegt að verkefni séu fjármögnuð þar sem arðsemi fjárfesta og/eða einstaklinga sem að henni standa er á kostnað annarra í samfélaginu eða verkefni sem skila hvorki einstaklingum, fjárfestum eða samfélaginu neinum arði.

Samfélagslega arðsemi er erfitt að meta. Í sinni einföldustu mynd er samfélagsleg arðsemi mælikvarði á mismun ávinnings og fyrirhafnar í viðasta skilningi.⁶ Ávinningur getur dreifst misjafnlega á einstaklinga og hópa og í sumum tilfellum getur fjárfesting í nýjum fyrirtækjum komið niður á ákveðnum hópi einstaklinga jafnvel þó svo að samanlagt sé um ávinning að ræða fyrir samfélagið í heild.⁷ Ávinningur getur líka dreifst misjafnt á tímabil sem veldur því að arðsemi mælist mismunandi eftir því hvort horft er til lengri eða skemmri tíma.

Samfélagsleg arðsemi þarf ekki nauðsynlega að vera tengd við arðsemi fjárfesta og frumkvöðla. Sumar hugmyndir að nýjum fyrirtækjum geta verið í eðli sínu samfélagslega arðbærar en óarðbærar fyrir bæði fjárfesta og frumkvöðla. Þetta gerist vegna þess að heildarávinningur verður meiri en heildarfyrirhöfn vegna samgæða sem skapast þrátt fyrir að ávinningur einstakra aðila sé minni en fyrirhöfn þeirra. Slíkt getur gerst t.d. við þróun nýrrar tækniþekkingar sem nýtist ekki einungis þeim sem voru fyrstir til þess að tileinka sér hana. Í þeim tilfellum er mögulegt að sá aðili sem fjárfesti í þekkingarþróuninni fái ekki nægilegar tekjur af nýtingu hennar til þess að standa undir fjárfestingunni þó svo að samanlagðar tekjur sem rekja má til hennar séu margfalt meiri.

Einnig geta hugmyndir að nýjum fyrirtækjum verið tengdar á þann hátt að vinna við óarðbærar hugmyndir hafi afgerandi áhrif á arðsemi annarra hugmynda. Til dæmis má hugsa sér svokallaða þróunarblokk (e. development block) þar sem framgangur á einu sviði er mjög háður framgangi á öðrum sviðum (Dahmén 1988). Í því tilfelli getur verið nauðsynlegt að fjárfesta í óarðbærum verkefnum sem snúa að þróun ákveðinna tæknisviða sem eru forsenda þess að arðbær fjárfestingaverkefni myndist á öðrum sviðum. Ekki er víst að sjá megí fyrir þessar tengingar þó svo að þær séu fyrir hendi og hugsanlegt er að tilraunastarfsemi séu nauðsynleg til þess að þær finnist. Slík 'ómarkviss'

⁶ Í þengsta skilningi er ávinningur sama og tekjur og fyrirhöfn sama og kostnaður.

⁷ Sem dæmi um slíkt má nefna skapandi eyðingu (e. creative destruction) þar sem ný fyrirtæki slá út eldri fyrirtæki í krafti nýsköpunar og skapa nýjar forsendur fyrir hagvöxt í efnahagslífinu (Schumpeter 1942/1976).

tilraunastarfsemi mun óhjákvæmilega leiða til þess að fjárfest er í einhverjum verkefnum sem eru óarþætt hvert fyrir sig þó svo að tilraunastarfsemin í heild sé arðbær.

Af ofansögðu má draga þá ályktun að frumkvöðlar, fjárfestar og stjórnvöld hafi mismunandi hlutverk þegar kemur að fjármögnun nýrra fyrirtækja. Hlutverk frumkvöðlanna er að koma með hugmyndir að arðbærum verkefnum. Hlutverk fjárfesta á frjálsum markaði er að meta arðsemi þessara verkefna og fjárfesta í þeim sem geta skilað þeim viðunandi ávöxtun. Hlutverk stjórnvalda er að koma í veg fyrir að þær hugmyndir sem fjármagnaðar eru séu samfélagslega óarðbærar og tryggja fjármögnun þeirra hugmynda sem eru samfélagslega arðbærar. Vandamál geta skapast ef einhver þessara aðila sinnir ekki hlutverki sínu. Nánar verður rætt um þessi vandamál í næstu þremur undirköflum þar sem fjallað verður um vandamál tengd eftirspurn eftir fjármagni, vandamál tengd framboði á fjármagni og vandamál tengd stefnu og framkvæmd stjórnvalda.

2.3.2 Eftirspurn eftir fjármagni

Vandamál varðandi eftirspurn eftir fjármagni tengjast gæðum þeirra hugmynda sem frumkvöðlar vilja fá utanaðkomandi fjármagn í, hversu vel þeir geta sannfært fjárfesta um arðsemi þeirra og að hve miklu leyti þeir eru tilbúnir eða hafa getu til þess að taka tillit til hagsmuna fjárfesta (Cressy og Olofsson 1997, Howorth 2001, Hamilton og Fox 1998).

Gæði hugmynda

Um helmingur nýrra fyrirtækja hverfur innan þriggja ára frá stofnun þeirra. Raunrannsóknir benda til þess að stóran hluta þessarar veltu megi rekja til þess að stofnendur hafi ofmetið það tækifæri sem fólst í stofnun fyrirtækisins, þ.e. viðskiptahugmyndin hafi ekki reynst raunhæf þegar á reyndi (Kirchhoff 1994). Ástæður fyrir ofmati geta verið óraunhæfar hugmyndir um þann ávinning sem felst í viðkomandi hugmynd eða þeirri fyrirhöfn sem þarf til þess að hún verði að veruleika. Óraunhæfar hugmyndir geta byggst á reynslu- og þekkingarleysi, hvort heldur sem er af rekstri fyrirtækja eða því umhverfi sem fyrirtækinu var ætlað að starfa í. Oft er erfitt að sjá fyrir hvort hugmyndir séu raunhæfar eða ekki sérstaklega, þegar um mikla nýsköpun er að ræða.

Hæfileiki til þess að sannfæra aðra

Jafnvel þótt að hugmynd sé arðsöm er hugsanlegt að stofnendur eigi erfitt með að sannfæra aðra um ágæti hennar. Getur það stafað af ósamhverfum upplýsingum milli fjárfesta og stofnenda sem kostnaðarsamt og tímafrekt er að eyða. Í sumum tilfellum getur verið um sérfræðipekkingu að ræða sem tengist mati á hugmyndinni, t.d. ef viðskiptatækifærið er byggt á tækniþekkingu, en í öðrum tilfellum um þekkingu á því hvaða upplýsingar fjárfestar nota til þess að meta arðsemi fjárfestinga. Stofnendur sem þekkja vel starfshætti fjárfesta eru líklegri til þess að hafa þær upplýsingar á reiðum höndum sem þeir vita að fjárfestar þurfa á að halda.

Vilji og geta til þess að taka tillit til hagsmuna fjárfesta

Þrátt fyrir að stofnendur hafi þær upplýsingar sem fjárfestar þurfa á að halda er hugsanlegt að þeir vilji ekki láta þær af hendi eða gefi fjárfestum villandi upplýsingar. Slíkt getur gert fjárfestum erfitt um vik við að meta arðsemi fjárfestingarinnar. Auk þess er hugsanlegt að stofnendur séu ekki tilbúnir að taka tillit til hagsmuna fjárfesta og geri óraunhæfar kröfur um kjör. Það getur falist í að þeir vilji ekki gefa eftir hlutafé eða leggja fram tryggingar fyrir láni og í vissum tilfellum standast þeir ef ekki kröfur fjárfesta um arðsemi eða tryggingar. Þá getur komið upp sú staða að ekkert framboð sé á fjármagni á þeim forsendum sem stofnendur spyrja eftir.

Samantekt

Ný fyrirtæki geta haft mjög ólíkar þarfir fyrir utankomandi fjármögnun og mjög miserfitt er að meta arðsemi þeirra. Í raun er það ekkert nýtt fyrir fjármálamarkaði að miserfitt sé að meta arðsemi verkefna. Hins vegar er hættu á að þær aðferðir sem beitt er til að meta arðsemi henti ekki fyrir ný fyrirtæki og þeir skilmálar sem settir séu upp til þess að minnka áhættu fjárfesta á röngum ákvörðunum séu óaðgengilegir. Um leið er mögulegt að stofnendur nýrra fyrirtækja hafi lítinn skilning á aðstæðum fjárfesta og geti ekki mætt eðlilegum kröfum um aðgang að upplýsingum eða arðsemi sem veldur því að ekki næst saman og stofnendur upplifa það sem skort á fjármagni.

2.3.3 Framboð á fjármagni

Vandamál varðandi framboð á fjármagni tengjast annars vegar þeim aðstæðum þar sem arðbær verkefni fá ekki fjármagn (skortur) og hins vegar þeim aðstæðum þar sem fjármagni er veitt í óarðbær verkefni. Þessi vandamál hafa töluvert verið rannsökuð og er það gjarnan út frá áhyggjum um hrakval (e. adverse selection) og freistnivanda (e. moral hazard). Vandamálin hafa bæði verið skoðuð út frá aðstæðum sem geta myndast á lánamarkaði (Stiglitz og Weiss 1981, Jaffee og Stiglitz 1990, de Meza 2002, Cressy 2002), markaði fyrir hlutafé (Amit et al 1998) eða almennt fyrir utanaðkomandi fjármagn (Scholtens 1999).

Örsök áhyggjanna liggur í þeirri upplýsingaósamhverfu sem einkennir ný fyrirtæki og fjallað var um í kafla 2.1. Það fer eftir því hversu raunhæfar upplýsingar frumkvöðlar hafa um eigin verkefni hvort vandamálið komi fram sem skortur eða léleg nýting fjármagns. Ef frumkvöðlar hafa raunhæfar upplýsingar um eigin verkefni má leiða að því rök að skortur geti myndast. Ef þeir hafa það ekki er hættu á að fjármagn nýttist illa.

Fjárfestir sem hefur ekki upplýsingar til þess að meta rétt framtíðarvirði fyrirtækis er líklegur til þess að meta það á meðalvirði svipaðra fyrirtækja og bjóða því meðalkjör. Þessi meðalkjör eru ásættanleg fyrir þau verkefni sem hafa meðalvirði eða lægra en ekki fyrir þau fyrirtæki sem hafa hærra virði. Líkurnar á hrakvali aukast og meðalvirði fyrirtækja lækkar vegna þess að fjárfestirinn hefur einungis reynslu af lélegri fyrirtækjum. Þetta leiðir til þess að meðalkjör versna sem eykur enn líkur á hrakvali. Þessi hringrás heldur áfram þar til markaðurinn hrynur eða nær stöðugleika sem markaður fyrir lélega fjárfestingakosti.

Á svipaðan hátt á upplýsingaósamhverfa einnig við eftir að fjárfestir hefur fjárfest í nýju fyrirtæki. Ekki er víst að frumkvöðlar nýti fjármagnið á þann hátt sem ætlast er til og upp komi freistnivandi. Þá eru líkur á að frumkvöðullinn nýti fjármagnið í áhættusamara verkefni en fjárfestirinn hefði haft áhuga á að fjármagna hefði hann vitað það fyrir. Það er kostnaðarsamt fyrir fjárfesta að fylgjast með frumkvöðlum til þess að bregðast við þessum aðstæðum og ef þeir meta meðalkostnað við slíkt eftirlit og láta það hafa áhrif á kjör er sama hættu á hringrás hrakvals og versnandi kjara.

Möguleg viðbrögð fjárfesta við hringrás hrakvals og versnandi kjara er að skammta fjármagn. Í stað þess að hækka ávöxtunarkröfu til þess að jafna framboð og eftirspurn hefur fjárfestirinn hag af því að halda ávöxtunarkröfunni niðri til þess að komast hjá hrakvali og nota önnur skilyrði en verð til þess að velja fjárfestingarverkefni. Við slíkar aðstæður fá sumir einstaklingar fjármagn meðan aðrir einstaklingar með sambærileg verkefni sem eru tilbúnir að borga sama verð fá ekki fjármagn. Auk þess getur hugsast að vegna þess að framboð er takmarkað þá fái einstaklingar einungis hluta af því fjármagni sem þeir fara fram á.

Ein afleiðing þess að halda ávöxtunarkröfu niðri til þess að koma í veg fyrir hrakval er sú að fjárfestar veigra sér við að taka að sér verkefni þar sem kostnaður við val og eftirlit er meiri en ávöxtunarkraftan leyfir. Þar sem sá kostnaður er oft að miklu leyti fastur getur hann leitt til þess að fjárfestar hafi minni áhuga á smærri verkefnum, þ.e. verkefnum sem þarfnast lítilla upphæða.

Ef fjárfestar gætu betur greint á milli arðbærra og óarðbærra verkefna þyrfti ekki að koma til skömmtunar. Eins og kom fram í kafla 2.2 hafa fjárfestar fjórar aðferðir til þess að minnka upplýsingavandamál í samskiptum sínum við frumkvöðla: eignarhald, tryggingar og samningsákvæði, tengsl og öflun upplýsinga. Eignarhald og tengsl er leið til þess að forðast freistnivanda og hrakval við frekari fjárfestingar í sama fyrirtæki. Þeim fylgir innsýn í starfsemi fyrirtækisins og fyrirætla þess.

Tryggingar og samningsákvæði ásamt upplýsingaöflun er leið til þess að komast hjá hrakvali. Frumkvöðlar með áhættulítill og arðbær verkefni eru líklegri til þess að vilja leggja fram tryggingar gegn því að fá hagstæðari kjör á meðan frumkvöðlar með mjög áhættumikil og jafnvel óarðbær verkefni eru líklegri til þess að vilja frekar óhagstæðari kjör í staðinn fyrir tryggingar. Reyndar veita tryggingar ekki fullkomnar upplýsingar um arðsemi verkefnisins því bæði er hugsanlegt að fjársterkir aðilar sem hafa möguleika á töluverðum tryggingum séu líklegri til þess að taka meiri áhættu því þeir mega við því að tapa einhverju af eignum sínum auk þess sem ofurbjartsýnn frumkvöðull gæti verið tilbúinn að leggja undir allt sem hann ætti í vissu sinni um að verkefnið sé arðbært. Jafnvel þótt fjárfestir fái sína fjárfestingu að einhverju leyti endurgreidda ef hún mistakist er hættan sú að óarðbær verkefni fái fjármagn ef möguleiki á tryggingum er eini mælikvarðinn á gæði fjárfestingar.

Öflun upplýsinga getur verið kostnaðarsöm, sérstaklega þegar óvissa er mikil. Við þær aðstæður er ólíklegt að hægt sé að safna öllum upplýsingum áður en lagt er af stað í

verkefnið og þá bætist við mikill kostnaður við að fylgja því eftir og vinna að því að það skili viðunandi arðsemi. Slíkar aðferðir eru líklegar til þess að krefjast hárrar ávöxtunar til þess að hafa upp í kostnað og mikillar sérþekkingar af fjárfestum bæði af rekstri nýrra fyrirtækja og því umhverfi sem þau starfa í. Ef slík þekking er ekki fyrir hendi má gera ráð fyrir að fjármagn fari í óarðbær verkefni að því gefnu að hugmyndir frumkvöðla séu óraunhæfar í mörgum tilfellum.

Niðurstaðan er sú að vandamál tengd framboði geti birst á eftirfarandi hátt:

1. Markaðsbrestur getur orðið fyrir ákveðnar tegundir fjármögnunarleiða þar sem arðbær verkefni fá ekki fjármögnun. Þessi markaðsbrestur hefur ólík áhrif á mismunandi tegundir af nýjum fyrirtækjum. Markaðsbrestur í framboði á hlutafé eða öðru áhættufé er líklegastur að hafa mest áhrif á fyrirtæki þar sem mest er óvissa eða þar sem fjármagnsbörf er mjög mikil, t.d. vegna mikils vaxtar. Þetta er einkennandi fyrir nýsköpunarfyrirtæki með mikla vaxtarmöguleika. Markaðsbrestur í framboði á lánsfé er líklegastur til að hafa mest áhrif á fyrirtæki þar sem miklar kröfur eru um sjálfstæði. Markaðsbrestur getur líka komið fram á þann hátt að það borgi sig ekki fyrir fjárfesta að fjármagna lítil verkefni.
2. Fjármagn getur nýst illa vegna einhliða notkunar á tryggingum eða vegna þekkingarleysis fjárfesta. Þetta getur komið fram í verri afkomu fjárfesta og lakari kjörum sem getur í vissum tilfellum leitt til markaðsbrests. Auk þess getur einhliða notkun á tryggingum leitt til takmarkaðs framboðs á lánsfjármagni til þeirra aðila sem ekki hafa aðgang að tryggingum óháð því hver arðsemi verkefna þeirra er.

Miðað við það sem hefur verið sagt hér að ofan er hugsanlegt að það sé skortur á fjármagni fyrir ákveðna hópa af einstaklingum eða að ákveðin tegund tækifæra verði útundan. Á sama tíma er mögulegt að fjármagni sé illa varið í fjárfestingar til annarra hópa eða annarra tegunda af tækifærum.

2.3.4 Stefna og framkvæmd stjórnvalda

Hlutverk stjórnvalda er að tryggja að fjárfest sé í samfélagslega arðbærum fjárfestingum og að koma í veg fyrir að fjárfest sé í samfélagslega óarðbærum fjárfestingum. Eins og kom fram hér að ofan getur verið erfitt að meta hvort einstakar fjárfestingar séu samfélagslega arðbærar og ómögulegt fyrir stjórnvöld að hafa hönd í bagga með öllum fjárfestingum. Í staðinn þurfa stjórnvöld að skapa stofnanaumhverfi sem tryggir að hlutverkið sé uppfyllt. Möguleg vandamál sem geta komið upp tengjast almennri frumkvöðlastarfsemi, umhverfi fyrirtækja á fjármálamarkaði og beinni þáttöku í fjármögnun.

Almenn frumkvöðlastarfsemi

Víða er það áhyggjefni stjórnvalda, t.d. á Norðurlöndunum, hversu fáir einstaklingar leggja út frumkvöðlastarfsemi. Ýmsar skýringar eru á því sem stjórnvöld geta haft áhrif á,

eins og reglur á atvinnumarkaði, skattar og menntun (Agnar og o.fl. 2003). Hvatning til frumkvöðlastarfsemi þarf þó ekki endilega að vera af hinu góða ef hún laðari þá til þátttöku sem ekki hefðu burði til þess að ráðast í samfélagslega arðbær verkefni. Almennt er þó talið að aukin frumkvöðlastarfsemi og sú deigla sem hún skapar hafi jákvæð áhrif á hagþróun og hagvöxt. Árangurinn hlýtur þó að aukast eftir því sem fleiri eru hæfir til að meta tæknifæri og hrinda í framkvæmd arðbærum nýjum fyrirtækjum.

Umhverfi fyrirtækja á fjármálamarkaði

Umhverfi einstaklinga og fyrirtækja á fjármálamarkaði ræður nokkuru um það hvort þau fjárfesta í samfélagslega óarðbærum verkefnum eða ekki. Reglur um eignarrétt, skattareglur, hlutabréfamarkaðir o.s.frv. geta skipt þar miklu máli. Stefna stjórnvalda, svo sem aðhald í peningamálum, hefur líka áhrif á framboð á fjármagni, vaxtakjör og verðgildi eigna sem notaðar eru sem tryggingar (Berger og Udell 1998).

Sambjöppun á bankamarkaði getur haft áhrif á aðgengi nýrra fyrirtækja að fjármagni þar sem stærri bankar eru ólíklegri til þess að lána smærri fyrirtækjum. Ýmislegt bendir til þess að stærri bankar sinni einungis þeim hluta lítilla fyrirtækja þar sem upplýsingar eru fyrir hendi sem gera þeim kleift að meta þau á svipaðan hátt og stærri fyrirtæki. Á móti kemur að lítill banki sem er tiltölulega sjálfstæð heild innan stærri banka ætti að vera í betri aðstöðu til að lána litlum fyrirtækjum þar sem hann nyti góðs af fjárhagslegum styrk stóra bankans. Rannsóknir sem gerðar hafa verið á breytingum á lánum til lítilla fyrirtækja eftir samruna tveggja eða fleiri banka sýna að þótt niðurstöðurnar séu misjafnar lækki hlutfall lána til lítilla fyrirtækja þegar stórir bankar sameinast en hækki þegar litlir bankar sameinast. Það er hins vegar hugsanlegt að samruni fækki ekki tækifærum fyrir lítil fyrirtæki vegna þess að aðrir bankar taka við eftirspurninni og það skapast jafnvel rúm fyrir nýjar lánastofnanir.

Bein þátttaka í fjármögnun

Það getur verið ástæða fyrir stjórnvöld til þess að koma að fjármögnun nýrra fyrirtækja með beinum hætti. Fjarvera stjórnvalda getur viðhaldið alvarlegum markaðsbresti í fjármálakerfinu, þ.e. komið í veg fyrir að arðbær verkefni fái fjármögnun. Auk þess geta stjórnvöld haft hlutverk þegar kemur að verkefnum sem eru samfélagslega arðbær þótt þau séu ekki arðbær fyrir einstaka fjárfesta. Þetta á til dæmis við um verkefni sem tengjast þekkingarþróun á tæknisviðum sem líklegt er að verði mikilvægur grundvöllur nýsköpunar í framtíðinni, svo sem líftækni og örtækni.⁸

Bein þátttaka stjórnvalda er þó ekki vandalaus. Of mikil áhersla stjórnvalda á að fjárfesta í einstökum arðbærum verkefnum getur leitt til þess að þau fjármagni verkefni sem hægt væri að fjármagna á fjármálamarkaði og veiki þar með samkeppnishæfni hans. Auk þess er hættu á því að stjórnvöld taki þátt í verkefnum vegna stjórnmálalegra sérhagsmuna sem eru bæði óarðbær fyrir stjórnvöld sem fjárfesti og samfélagslega óarðbær.

⁸ Hér er mikilvægt að muna að þó svo að stjórnvöld fjárfesti í rannsóknum á viðkomandi sviðum er ekki víst þær fjárfestingar nýtist nema að hluta til nýsköpunar á markaði.

Þegar talað er um að stjórnvöld komi að fjármögnun nýrra fyrirtækja með beinum hætti er ekki þar með sagt að fulltrúar stjórnvalda veiti fjármagn í einstök verkefni. Þó svo að það geti verið eitt form á stuðningi ríkisins er líka hugsanlegt að stjórnvöld starfi sem heildsalar á fjármálamarkaði. Í því tilfalli útvega stjórnvöld fjármagn sem einkaaðilar á fjármálamarkaði ráðstafa eftir áveðinni forskrift.

3 Fjármálavandi nýrra fyrirtækja á Íslandi

Í þessum kafla verður reynt að meta fjármálavanda nýrra fyrirtækja á Íslandi. Leitast verður við að nýta þær upplýsingar sem til eru um ný fyrirtæki á Íslandi auk þess sem nýjum gögnum var safnað til þess að reyna að varpa ljósi á eiginleika nýrra fyrirtækja og umfang fjármálamarkaðsins á Íslandi. Ljóst er að enn vantar töluvert upp á að skýr mynd fái af fjármálavanda nýrra fyrirtækja hér á landi.

Í síðasta kafla kom fram að vandamál tengd fjármögnun nýrra fyrirtækja geta tengst eðli eftirspurnar, framboði og stefnu og framkvæmd stjórnvalda. Hætt er við að skortur sé á fjármagni til ákveðins hóps fyrirtækja þó að á sama tíma geti fjármagn verið illa nýtt við fjármögnun annarra hópa. Til þess að kanna fjármálavanda íslenskra fyrirtækja er mikilvægt að átta sig fyrst á eðli fyrirtækjanna og eftirspurn þeirra eftir fjármagni ásamt þeim fjármagnsleiðum sem þeim standa til boða og aðgangi fyrirtækja að þeim. Í kjölfarið er hægt að velta því fyrir sér hvert hlutverk stjórnvalda er og hvernig stjórnvöld uppfylli það hlutverk.

Notast var við gögn úr ýmsum áttum. Gögn voru sótt í GEM könnunina sem framkvæmd var um mitt ár 2003.⁹ Notaðar voru niðurstöður árlegrar símakönnunar en auk þess var bætt inn nokkrum spurningum til þess að meta aðgengi að fjármagnslindum og til þess að afla upplýsinga um einkafjárfesta. Niðurstöður úr viðtölum við sérfræðinga, sem eru hluti GEM rannsóknarinnar, voru einnig notaðar. Eftir föngum var notast við gögn úr svokallaðri ENSR könnun en í þeirri könnun er safnað upplýsingum um lítil og meðalstór fyrirtæki frá 19 löndum í Evrópu, þ.m.t. Íslandi (European Commission 2000, 2003). Könnun Félagsvísindastofnunar Háskóla Íslands, sem unnin var fyrir Aflvaka árið 1998, var líka notuð (Félagsmálastofnun Háskóla Íslands 1999).

Hér á eftir verður fyrst fjallað um eiginleika nýrra fyrirtækja á Íslandi með tilliti til eðlis viðskiptatækifæra sem þau reyna að nýta. Slíkar upplýsingar gefa vísbendingu um hvers konar fjármögnun er þörf. Næst er fjallað um hvaðan ný fyrirtæki fá fjármagn sitt sem gefur vitneskju um aðgengi að mismunandi fjármagnslindum. Þar á eftir er reynt að meta umfang mismunandi fjármagnslinda sem standa nýjum fyrirtækjum til boða til þess að átta sig á hversu mikið fjármagn rennur til nýrra fyrirtækja. Í lokin verður reynt að draga ályktanir um fjármálavanda nýrra fyrirtækja á Íslandi í ljósi áður nefndra upplýsinga og viðtala við sérfræðinga. Í næsta kafla verður fjallað um mögulegar aðgerðir stjórnvalda og næstu skref.

3.1 Eiginleikar nýrra fyrirtækja

Samkvæmt því sem kom fram í kafla 2 er líklegt að aðgangur að tryggingum og viðhorf til þess að gefa eftir eignarhlut skipti miklu máli fyrir aðgang að fjármagni. Hið fyrra er mikilvægt til þess að fá aðgang að lánsfjármagni en hið síðara er áriðandi til þess að fá aðgang að hlutafé. Hið fyrra hefur sérstaka þýðingu fyrir rekstrarfjármögnun en hið síðara fyrir áhættufjármögnun.

⁹ Aðferðafræði GEM könnunarinnar er nánar lýst hjá Guðrúnu og Rögnvaldi (2003).

Hjá Guðrúnu og Rögnvaldi (2004) koma fram ýmsar upplýsingar um eiginleika þeirra Íslendinga á aldrinum 18-64 ára sem undirbúa stofnun fyrirtækis eða hafa stofnað fyrirtæki á síðustu 42 mánuðum. Þar kemur fram að frumkvöðlastarfsemi sé helst stunduð af karlmönnum sem hafa tekjur í meðallagi eða þar yfir og eru rúmlega fertugir. Það er freistandi að draga þá ályktun að þessar niðurstöður bendi til nauðsynjar þess að hafa aðgang að tryggingum til þess að geta stundað frumkvöðlastarfsemi en þó eru nokkrar aðrar skýringar mögulegar. Líklegt er að karlmenn á þessum aldri hafi safnað upp umtalsverðri menntun og starfsreynslu sem nýtist þeim betur en öðrum til þess að greina ný viðskiptatækifæri. Gögnin frá GEM-könnuninni, um almenn viðhorf einstaklinga til frumkvöðlastarfsemi, sýna líka að lægra hlutfall kvenna en karla telur sig færar um að stofna fyrirtæki og hærra hlutfall telur að hræðslan við að mistakast aftri þeim frá því því að stofna fyrirtæki. Oft er talið að konur hafi verri aðgang að tryggingum en karlar, t.d. að húseignum, en engar upplýsingar liggja fyrir um það fyrir Ísland.

Í könnun Félagsvísindastofnunar Háskóla Íslands um rekstrarumhverfi lítilla fyrirtækja á Íslandi (Félagsvísindastofnun Háskóla Íslands 1999) kom fram að 74% svarenda hafa ekki áhuga á því að opna fyrirtækið fyrir utanaðkomandi fjármagni. Þót að e.t.v. sé ekki fyllilega ljóst hvort átt er við viðhorf til þess að selja frá sér eignarhlut í fyrirtækinu má túlka niðurstöðuna þannig að í meirihluta tilfella sé ekki áhugi á slíku. Þess ber að geta að könnun Félagsvísindastofnunar náði til lítilla fyrirtækja á Íslandi óháð aldri og var einungis 21% þeirra yngri en þriggja ára en óljóst er hvaða áhrif það hefur á niðurstöðuna.

Fjármagnspörf og þörf fyrir mismunandi fjármögnunarleiðir er m.a. háð þeirri atvinnugrein sem fyrirtækið er í, hversu nýskapandi það er og væntingum þess til vaxtar. Í töflu 3.1 má sjá hvernig fyrirtæki í undirbúningi og nýstofnuð fyrirtæki skiptast á mismunandi atvinnugreinum. Sjá má að flest fyrirtæki teljast til framleiðslugreina og sölu á neytendavöru eða samtals yfir 70%. Framleiðslufyrirtæki og fyrirtæki í frumatvinnugreinum eru líklegust til þess að hafa mestu fjármagnspörfina m.a. vegna fjárfestinga í fastafjármunum og hugsanlega vegna fjárfestinga í vörupróun. Þau eru auk þess líklegri til þess að þurfa að ná lágmarksstærð til þess að standast samkeppni (XX Audrech 1995). Fyrirtæki sem selja neytendavöru eru líkleg til þess að þurfa rekstrarfjármögnun til þess brúa bil milli innkaupa og sölu. Minnst fjármagnspörf er hjá þjónustufyrirtækjum.

Tafla 3.1 Flokkun í atvinnugreinum hjá fyrirtækjum í undirbúningi eða fyrirtækjum sem stofnuð hafa verið á síðustu 42 mánuðum.

	%
Frumatvinnugreinar	12%
Framleiðsla	39%
Viðskiptaþjónusta	17%
Neytendavörur og þjónusta	33%
113 fyrirtæki	100%

Í GEM-könnuninni koma líka fram mismunandi væntingar frumkvöðla til nýsköpunar og vaxtar. Niðurstöðurnar, sem sjá má í töflu 3.1., sýna að um 17% þeirra sem undirbúa stofnun fyrirtækis eða hafa nýlega stofnað fyrirtæki líta svo á að viðskiptahugmynd þeirra feli í sér umtalsverðar nýjungar fyrir markaðinn en 43% telja að fyrirtækin muni vaxa umtalsvert á næstu fimm árum. Einungis 6% frumkvöðla gera ráð fyrir að fyrirtæki sé bæði mjög nýskapandi og hafi yfir sex starfsmenn við fimm ára aldur en 53% gera hvorki ráð fyrir að fyrirtæki sé mjög nýskapandi eða að það hafi fleiri en sex starfsmenn við fimm ára aldur.

Það er athyglisvert að ef aðeins eru skoðuð þau fyrirtæki sem hafa þegar verið stofnuð þá meta einungis 8% af þeim fyrirtækjum að viðskiptahugmynd þeirra sé mjög nýskapandi á meðan hlutfallið er 22% fyrir fyrirtæki í undirbúningi. Möguleg túlkun er sú að erfitt sé fyrir nýskapandi fyrirtæki að hefja rekstur eða að nýskapandi fyrirtæki hverfi fljótt hefji þau rekstur á annað borð. Önnur möguleg túlkun er að einstaklingar, sem undirbúi stofnun fyrirtækis, séu líklegri til að ofmeta nýmæli hugmynda sinna í samanburði við þá sem þegar hafa stofnað fyrirtæki og hugsanlega sannreynt að nýnæmi sé ekki eins mikið og þeir væntu.

Tafla 3.2 Væntingar til vaxtar og nýsköpunar

Væntingar til vaxtar og nýsköpunar hjá einstaklingum á aldrinum 18-64 ára sem undirbúa stofnun fyrirtækis eða hafa stofnað fyrirtæki á síðustu 42 mánuðum.

				Samtals
Nýsköpun	Mikil	11%	6%	17%
	Lítill	46%	37%	83%
		57%	43%	100%
		0-5 störf	6 eða fleiri störf	
		Fjöldi starfa við fimm ára aldur		

Í heild má segja að umtalsverður hluti nýrra íslenskra fyrirtækja telji starfsemi sína mjög nýskapandi og starfi innan atvinnugreina þar sem fjármagnspörf geti verið töluverð. Það ætti því að vera eftirspurn eftir áhættufé fyrir þennan hóp fyrirtækja. Sala á hlutafé er helsta form áhættufjárfestinga fyrir ný fyrirtæki en hætta er á því að stofnendur nýrra fyrirtækja séu ekki viljugir að gefa frá sér eignarhlut. Stærsti hópur íslenskra frumkvöðla er líklegur til þess að geta lagt fram einhverjar tryggingar þó svo að niðurstöðurnar séu ekki mjög skýrar. Ekki er þó ljóst að hve miklu leyti þörf fyrir tryggingar fæli aðra þjóðfélagshópa frá því að stunda frumkvöðlastarfsemi.

Ljóst er að meiri upplýsinga er þörf um eiginleika nýrra fyrirtækja á Íslandi. Við vitum lítið um stjórnunarhætti í þessum fyrirtækjum, um upplýsingavanda þeirra, gæði viðskiptatækifæra eða hæfni stofnenda til þess að nýta þau.

3.2 Fjármögnun nýrra fyrirtækja

Notkun fyrirtækja á hinum mismunandi fjármögnunaraðilum getur verið mjög ólík vegna þess að þau þurfa á ólíkum fjármögnunarleiðum að halda, einstök viðskiptatækifæri eða frumkvöðlarnir uppfylla ekki þau skilyrði sem sett eru fyrir aðgangi auk þess sem að þeir eru kannski ekki tilbúnir til þess að gangast undir þau. Með því að skoða aðgang íslenskra fyrirtækja að mismunandi fjármögnunaraðilum og bera hann saman við aðgang fyrirtækja erlendis má reyna að gera sér grein fyrir hvort einhver munur er á fjármögnun fyrirtækja hér og annars staðar og hvort að sá munur er merki um styrkleika eða veikleika á fjármögnun nýrra fyrirtækja á Íslandi.

Í töflu 3.3. má sjá niðurstöður GEM-könnunarinnar um þá fjármögnunaraðila sem notaðir hafa verið af fyrirtækjum yngri en 42 mánaða. Það er rétt að hafa í huga að niðurstöðurnar gefa einungis til kynna hvort fjármagn hefur fengist frá viðkomandi aðila en ekki hlutfallslegt vægi mismunandi aðila

Tafla 3.3 Hlutfall fyrirtækja stofnuð innan 42 mánaða sem nýtir viðkomandi fjármagnslind

Ættingjar og vinir	35%
Bankar	89%
Hið opinbera	15%
Áhættufjárfestar	11%
Viðskiptavinir og birgjar	18%
Annað	7%

(svör 96, fyrirtæki 55)

Þar sem spurningin um fjármagnsaðila var einungis lögð fram á Íslandi er ekki hægt að gera beinan samanburð við önnur lönd með aðstoð GEM-könnunarinnar. Þegar niðurstöður úr ENSR-könnuninni árið 1998 er borin saman við niðurstöðurnar í töflu 3.3. kemur í ljós að aðgangur að bankakerfinu er mjög góður á Íslandi. Í ENSR könnuninni kom fram að 74% fyrirtækja á Íslandi með 1-9 starfsmenn hafa fengið lán hjá bankastofnun sem greinir sig nokkuð frá meginþorra annarra Evrópulanda. Til dæmis má nefna að einungis 31% fyrirtækja í sama stærðarflokki hefur fengið bankalán í Svíþjóð og um 55% í Bretlandi. Það er líka athyglisvert að samkvæmd ENSR-könnuninn þá hafa örfyrirtæki (1-9 starfsmenn) í sumum löndum, t.d. Svíþjóð, marktækt verri aðgang að (eða minni þörf á) bankalánum en lítil fyrirtæki (10-49 starfsmenn) en á Íslandi er munurinn, þótt lítil sé, örfyrirtækjunum í hag.

Það er líka athyglisvert hversu stór hluti fyrirtækja fær fjármagn frá ættingjum og vinum í samanburði við erlendar rannsóknir. Í töflu 3.3 er gert ráð fyrir að 35% fyrirtækjanna hafi fengið fjármagn frá ættingjum og vinum en rannsóknir í Evrópulöndum sýna tölur á bilinu 10-25% (European Commission 2000). Þessar niðurstöður ríma vel við niðurstöður GEM-könnunarinnar um hlutfallslegan fjölda einkafjárfesta á Íslandi, en hann er meðal þess sem hæst gerist í GEM löndunum (sjá nánar í kafla 3.3.1).

Vegna skorts á samanburði er erfitt að túlka gögn um hlutfall fyrirtækja sem fær fjármagn frá áhættufjárfestum, hinu opinbera og viðskiptavinum. Svo virðist sem tiltölulega hátt hlutfall fyrirtækja fái fjármagn frá áhættufjárfestum eða um 11%. Eins og kom fram í kafla 3.1 þá telja einungis 8% af þeim fyrirtækjum sem eru nýlega gangsett að viðskiptahugmynd þeirra sé mjög nýskapandi sem er lægra hlutfall en fjöldi fyrirtækja sem fær fjármagn frá áhættufjárfestum. Einnig er athyglisvert að fimm af þeim sex fyrirtækjum sem segjast hafa fengið áhættufjármagn telja hugmynd sína ekki vera nýskapandi. Þetta kemur á óvart þar sem gera má ráð fyrir að þau fyrirtæki sem séu mest nýskapandi þurfi mest á áhættufjárfestum að halda. Því verður að fara varlega í að túlka niðurstöður um aðgang að framtaksfjárfestum.

Í heild má segja að aðgangur nýrra íslenskra fyrirtækja að bankakerfinu sé mjög góður. Gögnin sýna líka að fjárfestingar ættingja og vina eru mun algengari en í öðrum löndum. Upplýsingar um aðgang að áhættufjárfestum eru ekki áreiðanlegar og því er erfitt að meta út frá þessum gögnum hvort hann er viðunandi.

Vegna þess hversu fáir viðmælenda í GEM-könnuninni hafa stofnað fyrirtæki er ekki hægt að greina svo að vel sé skiptingu fjármagnslinda eftir væntingum um nýsköpun og vöxt eða eftir öðrum breytum, t.d. tekjum og kyni. Með slíkum upplýsingum væri mögulegt að velta fyrir sér aðstöðu mismunandi hópa af nýjum fyrirtækjum með meiri nákvæmni. Í augnablikinu er aðeins hægt að draga óbeinar ályktanir út frá þeim eiginleikum sem kannaðir voru í kafla 3.1 og framboði á hinum ýmsu fjármögnunarlandum sem fjallað verður betur um í kafla 3.3.

3.3 Framboð á fjármagni til nýrra fyrirtækja

Í þessum undirkafla verða upplýsingar um framboð fjármagns til nýrra fyrirtækja greindar eftir mismunandi fjármögnunaraðilum. Markmiðið er að meta heildarmagn þess fjármagns sem í boði er og mismunandi fjármögnunarleiðir sem völ er á hjá hverjum fjármögnunaraðila. Töluvert vantar af upplýsingum til þess að þessi greining sé fullnægjandi, bæði um framboð á fjármagni frá fyrirtækjum auk þess sem nánast engar upplýsingar eru til um fyrirkomulag og kjör eða þær aðferðir sem mismunandi aðilar beita við mat og eftirlit með fjárfestingum.

3.3.1 Einstaklingar

Miklum vandkvæðum hefur verið bundið að rannsaka fjárfestingar einkafjárfesta. Þessar fjárfestingar eru hvergi skráðar og erfitt að búa til úrtök sem endurspeglar þýði þeirra. Í raun er það fyrst með tilkomu GEM-könnunarinnar sem það hefur verið gert á kerfisbundinn hátt auk þess sem það opnar möguleika á því að bera saman niðurstöður milli landa.

Í töflu 3.4. má finna niðurstöður úr GEM könnuninni fyrir árið 2003 um fjölda einkafjárfesta og hversu mikið þeir hafa fjárfest síðustu þrjú ár í nýjum fyrirtækjum öðrum en eigin.

Tafla 3.4 Fjöldi og umfang einkafjárfestinga einstaklinga á aldrinum 18-64 ára.

Fjöldi einkafjárfesta pr .100 íbúa	6,5
Heildarfjöldi	11.182
Heildarupphæð (kr. á ári)	8.624.170.000
Meðalupphæð (kr. á ári)	789.000
Miðgildi (kr. á ári)	167.000
Lággildi (kr. á ári)	3.000
Hágildi (kr. á ári)	11. 700.000

Um 6,5% Íslendinga á aldrinum 18-64 ára hafa fjárfest í nýjum fyrirtækjum á síðustu þremur árum. Þeir fjárfesta frá 3 þúsund kr./ári upp í 11.7 milljónir kr./ári. Þar sem miðgildið er 167 þúsund kr./ári og meðaltalið 789 þúsund kr./ári. Í heild er fjöldi einkafjárfesta metinn sem rúmlega 11 þúsund manns sem hefur fjárfest rúmlega 8.5 milljarða á ári síðustu þrjú árin. Töluverður munur er á milli kvenna og karla bæði hvað varðar fjölda og upphæðir. Einungis 4% kvenna hefur fjárfest að meðaltali 300 þúsund kr./ári í nýjum fyrirtækjum en 9% karla hefur fjárfest að meðaltali um 1 milljón kr./ári. Í samanburði við hin GEM-löndin er mikilvægi einkafjárfesta með hæsta móti bæði hvað varðar fjölda fjárfesta og fjárfestingu þeirra sem hlutfall af vergri landsframleiðslu (Guðrún og Rögnvaldur 2004).

Í töflu 3.5. má sjá einkafjárfestum skipt upp eftir tengslum við eigendur þess fyrirtækis sem fjárfest er í. Um 80% einkafjárfesta tilheyra annað hvort nánustu fjölskyldu, ættingjum eða vinum einhvers af eigendum þess nýja fyrirtækis sem þeir hafa fjárfest í. Um 20% eru utanaðkomandi og teljast svokallaðir viðskiptaenglar. Eins og búast má við er meðalfjárfesting viðskiptaengla töluvert hærra en vina og vandamanna eða tæplega tvöföld. Hlutfall viðskiptaengla er um tvöfalt hærra á Íslandi en meðaltal GEM landanna sem er 9,3% (Reynolds o.fl. 2004).

Tafla 3.5 Einkafjárfestum skipt upp eftir tengslum við eigendur þess fyrirtækis sem fjárfest er í.

	Hlutfall	Meðalfjárfesting á ári
Vinir og vandamenn	80%	720.000
Viðskiptaenglar	20%	1.359.000

(Svör: 70)

Einkafjárfestar voru auk þess spurðir hvaðan fjármagnið sem þeir nota til þess að fjármagna ný fyrirtæki ætti uppsprettu sína. Tafla 3.6 sýnir að í flestum tilfellum er um eigin sparnað að ræða þó svo 35% viðmælenda fjárfesti fjármuni sem þeir hafa fengið að láni hjá þriðja aðila. Það er athyglisvert að viðskiptaenglar eru mjög ólíklegir til þess að fjárfesta fjármuni sem þeir hafa fengið að láni sem bendir til þess að þessi hópur fjárfesta sé vel stæður. Hins vegar er líka athyglisvert að um 14% af einkafjárfestum, eingöngu vinir eða vandamenn, fjárfesta eingöngu með lánuðum fjármunum.

Tafla 3.6 Uppspretta fjármagns einkafjárfesta.

Eigið	84%
Lán	36%
Bæði	21%

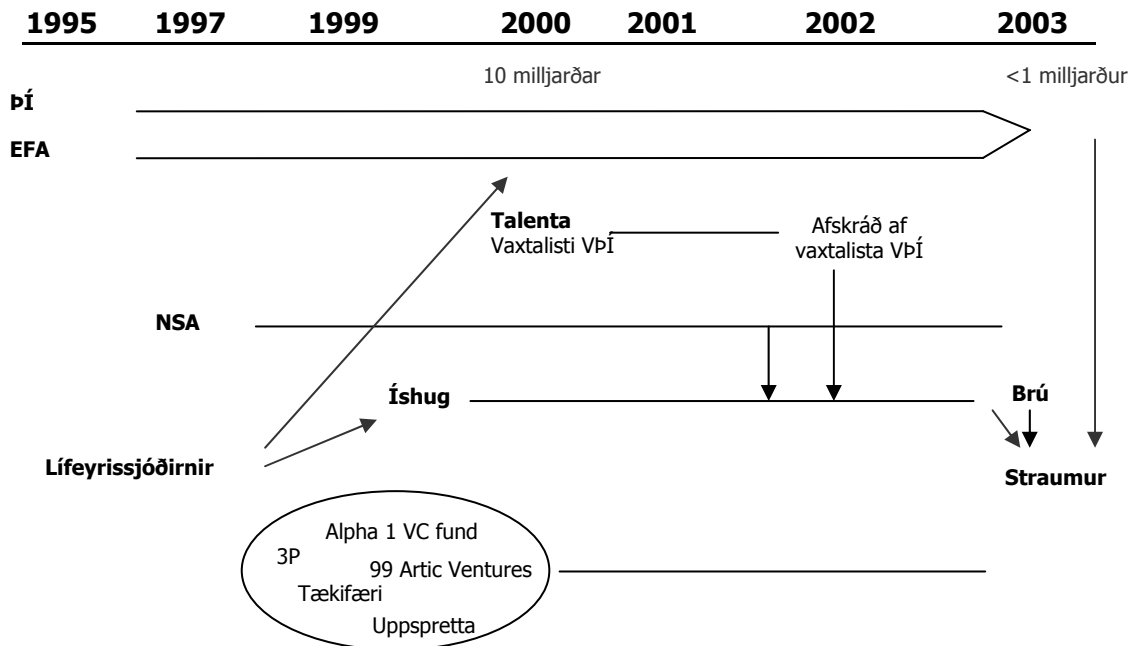
Í heild má segja að niðurstöður þessa undirkafla undirstriki enn frekar mikilvægi einkafjárfesta fyrir fjármögnun nýrra fyrirtækja á Íslandi sem kom fram í kafla 3.2. Þótt að upphæðir séu litlar er líklegt að þessi stuðningur skipti miklu máli á fyrstu árum fyrirtækisins. Einnig er áhugavert að umtalsvert hlutfall einkafjárfesta fjárfesti fjármuni sem þeir hafa fengið að láni sem bendir til þess að bankakerfið komi óbeint að fjármögnun nýrra fyrirtækja gegnum einkafjárfesta. Ekki er ólíklegt að einkafjárfestar, þá sérstaklega vinir og vandamenn, aðstoði frumkvöðla enn frekar við fjármögnun með veitingu ábyrgða. Upplýsingar um hversu algengt þetta sé liggja þó ekki fyrir. Hátt hlutfall einkafjárfesta sem eru viðskiptaenglar undirstrikar líka mikilvægi einkafjárfesta sem áhættufjárfesta. Í næsta undirkafla verður reynt að meta hinn formlega hluta áhættufjárfesta sem eru framtaksfjárfestar.

3.3.2 Framtaksfjárfestar

Saga framtaksfjárfesta er stutt á Íslandi. Starfsemi framtaksfjárfestingarsjóða hefst ekki fyrr en um 1990 og nær fjöldi þeirra hámarki árið 2000 þegar 17 sjóðir voru starfandi sem fjárfestu um 10 milljarða það ár (Sigurður 2003). Í september 2003 var fjöldi sjóða fallinn niður í 11 sjóði og fjárfestingar þeirra voru minni en einn milljarður. Þar af fór mjög lítil hluti í nýjar fjárfestingar auk þess sem minni áhersla var á fjárfestingar í nýjum fyrirtækjum. Því má segja að þátttaka framtaksfjárfesta í fjármögnun nýrra fyrirtækja hafi verið óveruleg árið 2003. Eini sjóðurinn sem leggur áherslu á fjárfestingar í fyrirtækjum á upphafsskrefum uppbyggingar er Nýsköpunarsjóður atvinnulífsins en þar sem eigið fé hans er komið undir þau mörk sem honum er skylt að halda hefur hann þurft að halda að sér höndum og er ekki fyrirsjáanlegt að þar verði breyting á.

Á mynd 3.7. má sjá yfirlit yfir þátttöku lífeyrissjóða í framtaksfjárfestingum. Þar má sjá að lífeyrissjóðir hafa fjárfest í framtaksfjárfestingarsjóðum í skamman tíma en árið 2003 voru íslenskir lífeyrissjóðir ekki lengur þátttakendur í framtaksfjárfestingum.

Mynd 3.7 Þróun framtaksfjárfestinga á Íslandi 1995-2003.



Þróun framtaksfjárfestingarsjóða á Íslandi svipar töluvert til þróunar í öðrum löndum sem hófst miklu fyrr. Upphaf framtaksfjárfestingarsjóða er rakið til 1946 þegar fyrsta fyrirtækið var stofnað sem sérhæfði sig í áhættufjárfestingum í nýjum og vaxandi fyrirtækjum í Bandaríkjunum. Eftir öflugt vaxtarskeið á 7. áratugnum þá var nánast skrúfað fyrir framtaksfjárfestingar í Bandaríkjunum um miðjan 8. áratuginn. Upp úr 1980 tekur iðnaðurinn við sér aftur og nær hámarki 1987 og í kjölfarið dettur hann niður og tekur fyrst við sér aftur upp úr 1995 og nær sögulegu hámarki árið 2000 þegar fjárfest er fyrir 1% af vergri þjóðarframleiðslu Bandaríkjanna (Bygrave and Timmons 1992, Reynolds o.fl. 2004). Svipaða sögu er að segja frá öðrum löndum eins og Bretlandi og Svíþjóð þar sem fjárfestingar aukast í hverri uppsveiflu en skrúfað er fyrir fjárfestingar þess á milli. Með hverri uppsveiflu virðist þó meira af fjármagni verða eftir.

Hjá Guðrúnu og Rögnvaldi (2004) er að finna hlutfall milli fjárfestinga framtaksfjárfesta og fjárfestinga einkafjárfesta á Íslandi. Fyrir árið 2003 var þetta hlutfall 0,06 sem þýðir að fjárfestingar á vegum einkafjárfesta eru 17 sinnum meiri en fjárfestingar á vegum framtaksfjárfesta. Miðast þetta við tölur um framtaksfjárfestingar árið 2002 en væri miðað við tölur frá 2003 væri þetta hlutfall ennþá lægra. Þetta hlutfall er lágt í samanburði við önnur GEM-lönd og til samanburðar má nefna að hlutfallið er 0,21 fyrir Bandaríkin, 0,13 fyrir Danmörku og 0,32 fyrir Svíþjóð.

Í heild má segja að framtaksfjárfestingar fyrir ný fyrirtæki hafi þurrkast út árið 2003. Fjárfestingar framtaksfjárfesta hafi dregist saman allsstaðar í heiminum er skellurinn einna harðastur hér. Í ljósi reynslu annarra landa er líklegt að þessi harði skellur tengist ungum aldri framtaksfjárfestinga á Íslandi en óvíst er hvenær markaðurinn nær sér á strik aftur.

3.3.3 Bankar/lánastofnanir

Bankar og lánastofnanir fjármagna ný fyrirtæki með lánnum en auk þess veita þau þeim ýmis skonar almenna bankastjónustu. Nokkrar breytingar hafa orðið á bankamarkaði að undanförunu þar sem bankar hafa sameinast. Í ársbyrjun voru þrír stórir bankar (Íslandsbanki, KB banki og Landsbankinn) ráðandi á bankamarkaði auk fjölda smærri sparisjóða.

Tafla 3.8 sýnir umfang fjárfestinga í nýjum fyrirtækum hjá íslenskum bönkum árið 2003 fyrir mismunandi fjármögnunarleiðir og ber þær saman við heildarútlán. Úr töflunni má lesa að þátttaka bankanna í fjármögnun nýrra fyrirtækja er mikil. Árið 2003 hafa bankarnir fjárfest tæplega 60 milljarða í nýjum fyrirtækjum sem er 17% af heildarútlánnum þeirra. Athygli vekur að hlutfall skuldabréfalána er nokkuð sambærilegt fyrir ný fyrirtæki og fyrirtæki í heild hvort heldur sem um er að ræða er útstandandi lán eða ný lán. Það bendir til þess að ný fyrirtæki hafa ekki verri aðgang að slíkri tegund fjármögnunar en önnur fyrirtæki. Skuldabréfalán eru gjarnan til lengri tíma en skammtímalán í formi víxla eða hlaupareikninga og eru oft á betri kjörum. Gjarnan talið að ný fyrirtæki hafi verri aðgang að slíkum lánnum.

Þó svo að hlutfall útstandandi hlaupareikningslána sé sambærilegt fyrir ný fyrirtæki og fyrirtæki í heild vekur það athygli að hlaupareikningsútlán hafa aukist hlutfallslega meira fyrir ný fyrirtæki en fyrir fyrirtæki í heild. Hugsanlega má túlka þessa breytingu á þann veg að þörf nýrra fyrirtækja fyrir aukið rekstrarfjármagn hafi verið meiri en hjá fyrirtækjum í heild.

Tafla 3.8 Útstandandi lán og ný útlán í árslok 2003 til nýrra fyrirtækja

Útistandandi í árslok 2003					
	Útlán til nýrra fyrirtækja***		Heildarútlán***		Hlutfall útlána til nýrra fyrirtækja af heildarútlánnum
Skuldabréf**	59.457	63%	489.485	66%	12%
Víxlar	419	0%	2.475	0%	17%
Hlaupareikningar*	26.227	28%	212.296	29%	12%
Eignarleiga	7.644	8%	33.149	4%	23%
	93.749	100%	737.408	100%	13%

Ný útlán 2003					
	Útlán til nýrra fyrirtækja***		Heildarútlán***		Hlutfall útlána til nýrra fyrirtækja af heildarútlánnum
Skuldabréf**	37.259	64%	272.463	77%	14%
Víxlar	1.210	2%	8.413	2%	14%
Hlaupareikningar*	16.689	29%	55.345	16%	30%
Eignarleiga	3.131	5%	14.926	4%	21%
	58.292	100%	351.149	100%	17%

*Upphæð hlaupareikningslána er nálægt því að vera upphæð notaðra heimilda

**Erlend lán eru talin til skuldabréfa

***Upphæðir eru í milljónum króna

Tafla 3.8 - Útistandandi lán í árslok 2003 til nýrra fyrirtækja (fyrirtækja með kennitölu sem er yngri en þriggja ára) og ný útlán til sama hóps fyrirtækja í samanburði við heildarútlán hjá Íslandsbanka, KB banka og Landsbanka Íslands. Gögnum var safnað frá bönkunum sjálfum. Eignarhaldsfélög, fjármálastofnanir og fyrirtæki sem sjá um fjármögnun fasteigna voru ekki með í hópi fyrirtækja með kennitölu yngri en þriggja ára.

Það er mikilvægt að túlka tölurnar í töflu 3.8 með mikilli varúð. Með því að nota kennitölur í blindni er hætt á að inn slæðist fyrirtæki sem í raun eru töluvert eldri en þriggja ára en hafa skipt um kennitölu. Skekkjan vegna þeirra getur orðið mikil því útlán til þessara fyrirtækja gætu verið mikil og því leitt til ofmats á útlánum. Reynt var að minnka þessa skekkju með því að útiloka fyrirtæki innan atvinnugreina þar þar sem útlán geta verið sérstaklega stór.

Á móti þessu ofmati á útlánum vegna eldri fyrirtækja kemur vanmat vegna þess að það vantar tölur frá eignarleigufyrirtækjum, kreditkortafyrirtækjum og sparisjóðum auk þess sem útlán til einstaklinga vegna atvinnurekstrar eru ekki talin með. Eins og sjá má gefa tölurnar í töflu 3.8 í besta falli stærðargráðuna á útlánum til nýrra fyrirtækja. Í versta falli er ekkert að marka þær.

Til þess að fá örlitla nasasjón af því hvernig tekið er á móti stofnendum nýrra fyrirtækja í bönkunum var gerð einföld tilraun. MBA nemendur sem unnið höfðu raunhæfa viðskiptaáætlun í námskeiði í frumkvöðlafræði heimsóttu tvo banka til þess að kanna hvernig umsókn þeirra um lánaþyrngreiðslu yrði metin. Í viðskiptaáætluninni var gert ráð fyrir eiginfjárframlagi upp á 20 milljónir og að lánsfjárförf væri 30 milljónir, fyrst og fremst í fastafjármunum. Gert var ráð fyrir að einu veðin væru í rekstrinum sjálfum, þ.e. að ekki kæmi til veð eða sjálfskuldarábyrgð þriðja aðila. Skemmst er frá að segja að móttökur bankanna voru á þá leið að á hvorugum staðnum þótti ástæða til þess að lesa viðskiptaáætlunina þegar ljóst var að engar aðrir tryggingar væru til staðar en þær sem fælust í rekstrinum. Skortur á tryggingum þótti nægileg ástæða fyrir synjun án þess að áhættan við verkefnið væri metin á annan hátt. Þó svo að þessi einfalda tilraun gefi ekki heildarmynd af viðhorfum bankanna gefur hún nasasjón af mikilvægi trygginga, í það minnsta þegar nýtt fyrirtæki tekur sín fyrstu skref.

Í heild má segja að niðurstöður þessa undirkafla staðfesti góðan aðgang nýrra fyrirtækja að lánum í bankakerfinu. Hugsanlegt er að aukning hlaupareikningslána sé merki um að bankarnir vinni að einhverju leyti upp þann skort sem er á áhættufjármagni en þó er ljóst að það er einungis til skammst tíma og er dýrt fyrir fyrirtækin. Svo virðist sem bankarnir leggi ofuráherslu á tryggingar þegar fyrirtæki eru að stíga sín fyrstu skref hvað svo sem síðar verður þegar reynsla er komin á samskipti bankans og fyrirtækisins.

3.3.4 Hið opinbera

Hið opinbera kemur að fjármögnun nýrra fyrirtækja með hlutafjárþátttöku, lánum og styrkjum. Þátttaka hins opinbera er í gegnum Nýsköpunarsjóð atvinnulífsins, Byggðastofnun og Tækniþróunarsjóð auk fjölda lítilla sjóða, sumir hverjir á vegum einstakra bæjarfélaga, sem fæstir hafa það sem sérstakt markmið að styrkja ný fyrirtæki. Í flestum tilfellum er um að ræða styrki til nýsköpunarverkefna og atvinnuþróunar. Geta styrkþegar því komið úr ýmsum áttum, einstaklingar, fyrirtæki og stofnanir.

Margir af sjóðum hins opinbera tengjast stuðningi við nýsköpun á landsbyggðinni. Þar má nefna sjóði innan Byggðastofnunar og atvinnuþróunarsjóði víðsvegar um landið. Auk þess eru sérstakir sjóðir sem veita styrki til nýsköpunar í einstökum atvinnugreinum, t.d. landbúnaði. Byggðastofnun veitir einnig lán og tekur þátt í hlutafjárkaupum í fyrirtækjum. Auk þess hefur verið lagt fé í sérstök átaksverkefni til styrktar nýsköpunar á landsbyggðinni.

Stjórnvöld veita einnig styrki til nýsköpunar í gegnum nýstofnaðan Tækniþróunarsjóð sem þau hyggjast efla verulega á yfirstandandi kjörtímabili. Forveri hans, Tæknisjóður, veitti styrki til tækniþróunar, vöruþróunar og nýsköpunar. Auk þess að veita styrki skal Tækniþróunarsjóður einnig leggja til hlutfé í ný nýsköpunarfyrirtæki. Það verður þó ekki gert á fyrsta starfsári sjóðsins árið 2004.

Umfangsmesta aðkoma hins opinbera að fjármögnun nýrra fyrirtækja er í gegnum Nýsköpunarsjóð atvinnulífsins. Sjóðurinn rekur framtaksfjárfestingarstarfsemi, veitir áhættulán til sérstakra verkefna, rekur ábyrgðatryggingasjóð og veitir fé í sérstök verkefni til að efla nýsköpun og frumkvöðlastarfsemi, svo sem í verkefni Auður í krafti kvenna og Nýsköpun 2003.

Ekki liggja fyrir neinar heildartölur fyrir um beina þátttöku stjórnvalda í fjármögnun nýrra fyrirtækja. Bæði eru margir ólíkir aðilar sem ráðstafa fjármunum auk þess sem ekki er haldið sérstaklega utan um hversu mikið fer til nýrra fyrirtækja. Ljóst er þó að miðað við að Nýsköpunarsjóður atvinnulífsins hafi ekki tekið þátt í nýfjárfestingum árið 2003 þá hefur bein þátttaka hins opinbera í fjármögnun nýrra fyrirtækja árið 2003 í besta falli verið af stærðargráðunni nokkur hundruð milljónir. Eru það litlar upphæðir miðað við aðrar fjármögnunarlíðir sem standa nýjum fyrirtækjum til boða.

3.4 Hver er vandinn?

Ef lagt er saman það fjármagn sem áætlað er að hafi verið fjárfest í fyrirtækjum yngri en þriggja ára árið 2003 er það af stærðargráðunni 50 milljarðar. Þessi tala er mjög ónákvæm og það er erfitt að gera sér grein fyrir hversu ónákvæm hún er. Stærsti hlutinn kemur í gegnum bankakerfið en líklega eru þær tölur nokkuð ofáætlaðar. Umtalsverður hluti kemur frá einkafjárfestum en nánast ekki neitt frá framtaksfjárfestum. Því miður eru engar upplýsingar um fjármögnun á vegum starfandi fyrirtækja og ónákvæmar upplýsingar um beinan stuðning frá stjórnvöldum.

Af því sem kemur fram í kafla 3.3. má draga þrjár ályktanir um fjármálavanda nýrra fyrirtækja á Íslandi:

- 1) Áhættufjármagn til nýrra fyrirtækja hefur nánast þurrkast út nema hjá einkafjárfestum¹⁰ og þar er um litlar upphæðir að ræða fyrir hvert fyrirtæki. Við þessar aðstæður er mjög líklegt að arðbær verkefni fái ekki það fjármagn sem þarf, sérstaklega verkefni þar sem nýsköpun er mikil. Það ríkir því skýr

¹⁰ Hugsanlegt er að starfandi fyrirtæki leggi til eitthvert áhættufjármagn en engar upplýsingar eru til um umfang þess.

markaðsbrestur á markaði fyrir áhættufjármagn á Íslandi. Forsenda fyrir því að hægt sé að leysa þennan markaðsbrest með framboði á hlutfé er að eigendur nýrra fyrirtækja séu tilbúnir að gefa frá sér eignarhlut í fyrirtækjum sínum. Á þessu stigi er lítið vitað um hvort það sé vandamál. Gögn frá 1998 benda til þess að meirihluti eigenda sé mótfallin því að gefa frá sér eignarhald en ekki er vitað hvort þetta á við þau fyrirtæki sem eru mest nýskapandi og þurfa mest á áhættufjármagni að halda.

- 2) Ný fyrirtæki á Íslandi virðast almennt hafa góðan aðgang að lánsfjármagni í bankakerfinu. Þó eru gerðar miklar kröfur um tryggingar, í það minnsta í upphafi. Það gæti takmarkað aðgang ákveðin hóps að bankakerfinu en engar upplýsingar liggja fyrir til þess að sannreyna það. Á sama hátt er mögulegt að þeir sem hafi góðan aðgang að tryggingum eigi auðvelt með að útvega fjármagn í óarðbær verkefni en ekki liggja heldur fyrir upplýsingar til þess að sannreyna það. Það er líka lítið vitað um það hvort kjör bankanna séu hindrun fyrir ný fyrirtæki, hvaða áhrif kjörin hafa á rekstur þeirra eða hvort erfitt sé að fá lágar upphæðar. Fæst virðist þó benda til þess að hið síðastnefnda sé erfitt.
- 3) Stjórnvöld halda að sér höndum og taka ekki á markaðsbresti í áhættufjármögnun. Stjórnvöld virðast ekki heldur hafa mikið svigrúm til þess að styðja nýsköpunarverkefni í nýjum fyrirtækjum sem tengjast þróun tækniþekkingar þó svo að það standi til bóta með eflingu Tækniþróunarsjóðs.

Í ljósi eftirfarandi ályktana er erfitt að segja að ný fyrirtæki á Íslandi skorti fjármagn almennt. Þó virðist skortur hrjá vissar tegundir fyrirtækja en aðrar ekki. Skortur á áhættufjármagni hefur mest áhrif á nýskapandi fyrirtæki sem eru mjög mikilvæg fyrir hagþróun og hagvöxt í framtíðinni. Þess vegna er mikilvægt að taka sem fyrst á því vandamáli.

4 Hvað er til ráða? – Næstu skref

Í þessum kafla verður fjallað stuttlega um hvernig stjórnvöld geti leyst markaðsbrest í áhættufjármögun. Auk þess verður fjallað um næstu skref til þess að auka skilning okkar á fjármálavanda nýrra fyrirtækja á Íslandi.

Lausn á markaðsbresti

Forgangsverkefni stjórnvalda er að taka á markaðsbresti í áhættufjármögnun. Það er óhætt að segja að þetta sé vel þekkt vandamál og því komin nokkur reynsla af því hvernig skuli staðið að því að leysa það. Til dæmis er vaxandi skilningur á því að vandamálið verður hvorki leyst með því að stjórnvöld sjálf komi að fjármögnun einstakra verkefna hvort sem það er í formi hlutafjár, áhættulána eða styrkja. Vaxandi óánægja er með árangur af beinni þátttöku stjórnvalda með "mjúkum" peningum, t.d. áhættulánum eða styrkjum, nema um sé að ræða vel skilgreind verkefni sem snúa að þekkingarsköpun á afmörkuðum sviðum, t.d. tæknisviðum sem gert er ráð fyrir að hafi mikla framtíðarmöguleika (European Commission 2003b). Uppbygging slíkra tæknisviða er mikilvæg en leysir ekki almennan vanda um skort á áhættufjármagni.

Meiri vonir eru bundnar við þátttöku ríkisins sem heildsala á fjármagnsmarkaði. Þá geta markaðsaðilar fengið fjármagn á hagstæðum kjörum annað hvort beint frá stjórnvöldum eða með aðstoð ríkisábyrgðar sem er þá mótframlag við eigið framlag gegn því að taka að sér fjárfestingar í ákveðinni tegund verkefna, t.d. í nýjum fyrirtækjum.

Sem dæmi um slíkt fyrirkomulag má taka svokölluð *Small Business Investment Companies* (SBIC) sem hafa verið rekin í Bandaríkjunum með árangursríkum hætti allt frá 1958 og hafa haft mikil áhrif á framboð á áhættufé í Bandaríkjunum og á fjölda þeirra einstaklinga sem hafa sérþekkingu á sviði fjármögnunar fyrir ný fyrirtæki.

Þeir sem fá leyfi til þess að reka SBIC fá lánað fjármagn á hagstæðum kjörum með útgáfu skuldabréfa með ríkisábyrgð sem þeir nota samhliða fjármagni frá fjárfestum til þess að fjárfesta í litlum fyrirtækjum. Ef SBIC skilar hagnaði borga þeir lánið til baka ásamt vöxtum, endurgreiða fjárfestum og skipta síðan því sem eftir af hagnaði milli fjárfesta og stjórnvalda. Ef SBIC tapa peningum tapast fjármagn fjárfesta fyrst áður en gengið er á ábyrgð ríkisins. Með þeim aukna styrk sem lánsfjármagnið skilar þeim eykst styrkur og möguleg ávöxtun SBIC-sjóðsins.

Að ýmsu þarf að huga áður en hægt væri að stofna fjárfestingasjóði að þessari fyrirmynd á Íslandi. Ekki er víst að sú uppbygging sem notuð er í Bandaríkjunum nýtist vel hér þar sem stofnanaumhverfi er mjög mismunandi. Eins og kemur fram hjá Þráni Eggertssyni (2003) þá er oft mjög erfitt að flytja það sem hann kallar félagstækni á milli stofnanaumhverfa. Til dæmis eru Bretar að gera tilraunir með að stofna svipaðan sjóð og SBIC í Bretlandi og undirbúa þá stofnun í góðri samvinnu við sérfræðinga á fjármálamarkaði, m.a. þá sem hafa mikla reynslu af rekstri framtaksfjárfestingasjóða, til þess að tryggja að uppbygging sjóðanna henti breskum aðstæðum.

Næstu skref í upplýsingasöfnun um fjármálavanda nýrra fyrirtækja

Eins og kom fram í inngangi er þessi skýrsla aðeins fyrsta skrefið að því að auka skilning okkar á fjármálavanda nýrra fyrirtækja á Íslandi. Ennþá vitum við of lítið um ný fyrirtæki á Íslandi til þess að hafa skýra mynd af þessum vanda og hvernig hægt er að takast á við hann. Til að komast lengra þurfum við að rannsaka eftirfarandi þætti betur:

- *Eftirspurn eftir fjármagni.* Við vitum lítið um viðhorf íslenskra frumkvöðla til sjálfstæðis, þekkingu þeirra á fjármálum, ofurbjartsýni o.fl. Upplýsingar um þessi atriði hjálpa okkur betur að skilja eftirspurn eftir fjármagni í nýjum fyrirtækjum.
- *Bankafjármögnun.* Það þarf að skoða betur hvernig bankar meta fjárfestingakosti og hafa eftirlit með þeim, m.a. þörf þeirra fyrir tryggingar. Einnig þarf að skoða hvort skortur á tryggingum komi í veg fyrir fjárfestingar í arðbærum verkefnum og hvernig frumkvöðlar útvega sér tryggingar, þ.m.t. þátt þriðju aðila.
- *Starfandi fyrirtæki.* Við vitum mjög lítið um þátt starfandi fyrirtækja í fjármögnun nýrra fyrirtækja hvort heldur sem er þátttaka í áhættufjármögnun eða skammtímalán á viðskiptaskuldum.
- *Framtaksfjárfestingarsjóðir.* Kanna þarf nánar hvort að það sé skynsamlegt að hvetja til stofnunar framtaksfjárfestingarsjóða í anda SBIC sjóðanna í Bandaríkjunum. Það þarf að fara ofan í saumana á mögulegu fyrirkomulagi á slíkum sjóðum og hvort og hvernig hægt er að aðlaga það að íslenskum aðstæðum.

Ef líkja má upplýsingaöflun um fjármálavanda nýrra fyrirtækja á Íslandi við að leggja pússluspil er varla búið að leggja kantbitana. Það er nóg vinna framundan við að finna bitana í miðjuna á pússluspilinu og leggja þá saman þannig að í ljós komi skýr mynd af fjármálavanda nýrra fyrirtækja á Íslandi.

5 Heimildaskrá

- Agnar Hansson o.fl. (2003). *Global Entrepreneurship Monitor 2002: Ísland - frumkvöðlar þrátt fyrir allt*. Reykjavík, Háskólinn í Reykjavík.
- Amit, R. og Brander, J. (2000). "Venture Capital Financing of Entrepreneurship: Theory, Empirical Evidence and a Research Agenda", í Sexton, D. L. og Landström, H. (ritstj.), *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*. Oxford, Blackwell, bls. 259-281.
- Ang, J. S. (1991). "Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management". *Journal of Small Business Finance*, 1, 1, bls. 1-13.
- Audretsch, D. (1995). "Innovation, growth and survival". *International Journal of Industrial Organization*, 13, bls. 441-457.
- Berger, A. N. og Udell, G. F. (1998). "The economics of small business finance: The roles of private equity and dept markets in the financial growth cycle". *Journal of Banking and Finance*, 25, 12, bls. 613-673.
- Berggren, B. o.fl. (2001). "Control aversion and the search for external financing in Swedish SMEs". *Small Business Economics*, 15, bls. 233-242.
- Bhidé (2000). *The Origin and Evolution of New Businesses*. Oxford, Oxford University Press.
- Bygrave, W. D. og Timmons, J. A. (1992). *Venture Capital at the Crossroads*. Boston, MA, Harvard Business School Press.
- Cosh, A. og Hughes, A. (1994). "Size, financial structure and profitability: UK companies in the 1980s", í Hughes, A. og Storey, D. J. (ritstj.), *Finance and the small firm*. London, Routledge, bls. 18-63.
- Cressy, R. (2002). "Funding Gaps: A Symposium". *Economic Journal*, 112, February, bls. F1-F16.
- Cressy, R. og Olofsson, C. (1997). "European SME financing: An overview". *Small Business Economics*, 9, bls. 87-96.
- Dahmén, E. (1988) "'Development Blocks' in Industrial Economics", *Scandinavian Economic History Review*, 36, 1, bls. 3-14.
- Davidsson, P. (1989). *Continued Entrepreneurship and Small Firm Growth*. Doktorsritgerð. Stockholm, Stockholm School of Economics.
- De Meza, D. og Southey, C. (1996). "The Borrower's Curse: Optimism, Finance and Entrepreneurship". *Economic Journal*, 106, bls. 375-386.
- De Meza, D. (2002). "Overlending". *Economic Journal*, 112, February, bls. F17-F31.
- Delmar, F. (2000). "The psychology of the entrepreneur", in Carter, S. and Jones-Evans, D. (ed), *Enterprise and small business*. Harlow, Pearson Education, bls. 132-154.
- European Commission (2000). The European Observatory for SMEs. Sixth Report. Brussels, Enterprise Directorate-General, European Commission.
- European Commission (2003). *The European Observatory for SMEs. Access to finance of small and medium-sized enterprises*. Brussels, European Commission.
- European Commission (2003a). Access to finance of small and medium-sized enterprises. Brussels, European Commission.
- European Commission (2003b). Microcredit for small businesses and business creation: bridging a market gap. Brussels, European Commission, Enterprise Directorate-General.
- Félagsvísindastofnun Háskóla Íslands (1999). *Rekstrarumhverfi smáfyriertækja á Íslandi*. Reykjavík, Aflvaki.
- Freear, J., o.fl. (1996). *Creating New Capital Markets for Emerging Ventures*. Washington, DC, U.S. Small Business Administration.
- Guðrún Mjöll Sigurðardóttir og Rögnvaldur J. Sæmundsson (2004). *Global Entrepreneurship Monitor 2003. Umfang og umhverfi frumkvöðlastarfsemi á Íslandi*. Reykjavík, Rannsóknamiðstöð HR í nýsköpunar- og frumkvöðlafræðum.
- Hamilton, R. T. og Fox, M. A. (1998). "The financing preferences of small firm owners". *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 4, 3, bls. 239-248.

- Howorth, C. A. (2001). "Small Firms' Demand for Finance: A Research Note". *International Small Business Journal*, 19, 4, bls. 78-86.
- Hughes, A. (1997). "Finance for SMEs: A U.K. Perspective". *Small Business Economics*, 9, bls. 151-166.
- Jaffee, D. og Stiglitz, J. E. (1990). "Credit rationing", in Friedman, B. M. and Hahn, F. H. (ed), *Handbook of Monetary Economics*. Amsterdam, North Holland. II, bls. 838-888.
- Jarvis, R. (2000). "Finance and the small firm", in Carter, S. and Jones-Evans, D. (ed), *Enterprise and small business*. Harlow, Pearson Education, bls. 337-353.
- Kirchhoff, B. A. (1994). *Entrepreneurship and Dynamic Capitalism*. Westport, Praeger.
- Landström, H. (2003). "De små företagens kapitalförsörjning - kunskaper och implikationer", í Landström, H. (ritstj.), *Småföretaget och kapitalet*. Stockholm, SNS Förlag.
- Myers, S. C. og Majluf, N. S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13, bls. 187-221.
- Ólafur Jóhannesson (1985). *Lög og réttur*. Reykjavík, Hið íslenska bókmentafélag.
- Petersen, M. A. og Rajan, R. G. (1994). "The benefits of lending relationships: Evidence from small business data". *Journal of Finance*, 49, 1, bls. 3-37.
- Reynolds, P. o.fl. (2004). *GEM Global Report 2003*. Wellesley, Mass., Babson College.
- Scholtens, B. (1999). "Analytical issues in external financing alternatives for SBEs". *Small Business Economics*, 12, bls. 137-148.
- Schumpeter, J. A. (1976). *Capitalism, Socialism and Democracy*. London, Routledge.
- Sigurður Erlingsson (2003). *Áhættufjármagn á Íslandi 1995-2002*. Meistararitgerð, Viðskipta- og hagfræðideild. Reykjavík, Háskóli Íslands.
- Stiglitz, J. E. og Weiss, A. (1981). "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". *American Economic Review*, 71, 3, bls. 393-410.
- Stinchcombe, A. L. (1965). "Social Structure and Organizations", in March, J. (ed), *Handbook of Organizations*. Chicago, IL, Rand McNally, bls. 142-193.
- Svensson, B. (2003). *Redovisningsinformation för bedömning av små och medelstora företags kreditvärdighet*. Doktorsritgerð, Företagsekonomiska institutionen. Uppsala, Uppsala universitet.
- Tyebjee, T. T. og Bruno, A. V. (1984). "A model of venture capitalist investment activity". *Management Science*, 30, 9, bls. 1051-1066.
- Þráinn Eggertsson (2002). "Inngangur: Félagstækni og framfarir", í Þráinn Eggertsson (ritstj.), *Tækninnar óvissi vegur*. Reykjavík, Viðskiptafræðistofnun Háskóla Íslands, bls. 9-32.