

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA POVEZAVE MED VIRI FINANCIRANJA IN USPEHOM  
NOVOUSTANOVLJENIH TEHNOLOŠKIH PODJETIJ**

Ljubljana, maj 2016

ANA MARIE BEGIĆ

### **IZJAVA O AVTORSTVU**

Spodaj podpisana Ana Marie Begič, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom Analiza povezave med viri financiranja in uspehom novoustanovljenih tehnoloških podjetij, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko prof. dr. Matejo Drnovšek.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
  - poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
  - pridobila vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisala;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 18.5.2016

Podpis avtorice: \_\_\_\_\_

## KAZALO

|                                                                                            |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>UVOD .....</b>                                                                          | <b>1</b>  |
| <b>1 ZNAČILNOSTI NOVOUSTANOVLJENIH TEHNOLOŠKIH PODJETIJ .....</b>                          | <b>4</b>  |
| 1.1 Tehnološko podjetništvo .....                                                          | 4         |
| 1.2 Značilnosti zagonskih podjetij.....                                                    | 6         |
| <b>2 FINANCIRANJE ZAGONSKIH PODJETIJ.....</b>                                              | <b>11</b> |
| 2.1 Možnosti financiranja .....                                                            | 11        |
| 2.1.1 Lastniški kapital.....                                                               | 11        |
| 2.1.2 Dolžniško financiranje.....                                                          | 15        |
| 2.2 Pridobivanje financiranja.....                                                         | 17        |
| 2.3 Financiranje s tveganim kapitalom.....                                                 | 19        |
| 2.3.1 Proces pridobivanja tveganega kapitala .....                                         | 20        |
| 2.3.2 Kriteriji za pridobitev tveganega kapitala .....                                     | 23        |
| <b>3 POVEZAVA MED VIRI FINANCIRANJA IN POSLOVANJEM PODJETJA.....</b>                       | <b>26</b> |
| 3.1 Vloga tveganega kapitala .....                                                         | 26        |
| 3.1.1 Povezava med tveganim kapitalom in rastjo podjetja .....                             | 30        |
| 3.1.2 Povezava med tveganim kapitalom in strukturo vodstva podjetja .....                  | 33        |
| <b>4 RAZISKAVA POVEZAVE MED VIRI LASTNIŠKEGA FINANCIRANJA IN POSLOVANJEM PODJETJA.....</b> | <b>35</b> |
| 4.1 Potek raziskave .....                                                                  | 35        |
| 4.1.1 Izbira vzorca .....                                                                  | 36        |
| 4.1.2 Sestava vprašalnika .....                                                            | 36        |
| 4.2 Statistične metode obdelave podatkov .....                                             | 37        |
| <b>5 REZULTATI RAZISKAVE IN INTERPRETACIJA PODATKOV.....</b>                               | <b>38</b> |
| 5.1 Značilnosti vzorca.....                                                                | 38        |
| 5.2 Analiza povezanosti vira financiranja s spremembo v prodaji.....                       | 42        |
| 5.3 Analiza povezanosti vira financiranja s spremembo v številu zaposlenih .....           | 44        |
| 5.4 Analiza povezanosti vira financiranja z menjavo vodstva .....                          | 45        |
| 5.5 Interpretacija rezultatov analize.....                                                 | 46        |
| <b>SKLEP .....</b>                                                                         | <b>48</b> |
| <b>LITERATURA IN VIRI .....</b>                                                            | <b>51</b> |
| <b>PRILOGE</b>                                                                             |           |

## KAZALO SLIK

|                                                                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Slika 1: Primerjava trgov financiranja s tveganim kapitalom, množičnim financiranjem in financiranjem s poslovnimi angeli..... | 15 |
| Slika 2: Starost preučevanih tehnoloških podjetij v letih .....                                                                | 38 |
| Slika 3: Velikost preučevanih tehnoloških podjetij glede na število zaposlenih.....                                            | 39 |
| Slika 4: Velikost preučevanih tehnoloških podjetij glede na prodajo (v EUR).....                                               | 39 |

|                                                                                                                                      |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Slika 5: Viri financiranja rasti v prvi fazi finančnega življenjskega cikla preučevanih tehnoloških podjetij (semenski kapital)..... | 40 |
| Slika 6: Sestava lastniških virov v prvi fazi finančnega življenjskega cikla preučevanih tehnoloških podjetij .....                  | 41 |

## KAZALO TABEL

|                                                                                                                                                               |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1: Osnovni statistični podatki uporabljenih spremenljivk .....                                                                                         | 42 |
| Tabela 2: Rezultati linearne regresije, kjer neodvisne spremenljivke predstavljajo različni viri financiranja, odvisno pa sprememba v prodaji .....           | 43 |
| Tabela 3: Korelacijski in determinacijski koeficient v primeru analize spremembe v prodaji .....                                                              | 43 |
| Tabela 4: Rezultati linearne regresije, kjer neodvisne spremenljivke predstavljajo različni viri financiranja, odvisno pa sprememba v številu zaposlenih..... | 44 |
| Tabela 5: Korelacijski in determinacijski koeficient v primeru analize spremembe v številu zaposlenih.....                                                    | 45 |
| Tabela 6: Rezultati linearne regresije, kjer neodvisne spremenljivke predstavljajo različni viri financiranja, odvisno pa menjava izvršnega direktorja .....  | 46 |
| Tabela 7: Korelacijski in determinacijski koeficient v primeru analize menjave vodstva..                                                                      | 46 |

## UVOD

Tehnološko podjetništvo zajema vodenje majhnih podjetij, katerih lastniki so inženirji ali znanstveniki, ki za rešitev določenega problema uporabljajo tehnologijo. Tehnološki podjetniki z medsebojnim sodelovanjem koristijo nove priložnosti, ki temeljijo na znanstvenem oziroma tehnološkem znanju. Tovrsten tip podjetništva se od drugih tipov podjetništva razlikuje po skupinskem ustvarjanju, eksperimentiranju in produkciji novih izdelkov, ki so tesno povezani z napredkom v znanstvenem in tehnološkem znanju (Bailetti, 2012).

V magistrskem delu se osredotočam na vire lastniškega financiranja novoustanovljenih tehnoloških podjetij v Sloveniji, kar zajema širok spekter vseh tehnoloških podjetij, saj je opredelitev zagonskega oziroma start-up podjetja zelo široka. Lahko bi rekli, da zagonsko podjetje zaznamuje velik potencial za rast, visoka stopnja tveganja, nizek oziroma neobstoječ dobiček in manjše število zaposlenih. Vsekakor pa gre za podjetje, ki je še na začetku svoje poti in v fazi intenzivnega razvoja produkta. Po drugi strani pa so podjetniki sami pogosto mišljenja, da je kultura podjetja tista, ki resnično odloča o tem, ali se določeno podjetje še sme opredeljevati kot zagonsko (What Is A Startup, 2013).

Prav posebno vrsto podjetništva, ki ji v magistrski nalogi namenjam večino pozornosti, pa predstavlja tehnološko podjetništvo. To se od drugih tipov podjetništva razlikuje po skupinskem ustvarjanju, eksperimentiranju in produkciji novih izdelkov, ki so tesno povezani z napredkom v znanstvenem in tehnološkem znanju (Bailetti, 2012).

**Opredelitev problematike.** Večina novoustanovljenih podjetij se v začetni fazi sooči s problemom zbiranja kapitala, potrebnega za uspešen zagon podjetja. Vir financiranja, za katerega se podjetje odloči, pa ima na njegov razvoj in prihodnost pomemben vpliv, česar se zavedajo tudi podjetniki sami (Weston & Brigham, 1993). V začetni fazi ustanovitve podjetja se podjetniki najraje financirajo predvsem s pomočjo lastniškega kapitala, saj ta predstavlja najpreprostejši in tudi najmanj tvegan način. Pogosto pa se odločajo tudi za dolžniške oblike kapitala, predvsem za financiranje s pomočjo bank, v manjši meri pa tudi za financiranje s pomočjo tveganega kapitala (Weston & Brigham, 1993).

Tvegani kapital (angl. *venture capital*) se je razvil kot pomemben vmesnik na finančnih trgih, ki nudi kapital tistim podjetjem, ki bi drugače morda težje pridobila financiranje. Tvegani kapital za mlada in majhna podjetja, ki jih teži visoka stopnja negotovosti, predstavlja odlično rešitev, saj so raziskave že pokazale, da financiranje s tveganim kapitalom, predvsem zasebnih investitorjev (poslovnih angelov), na nadaljnji razvoj podjetja vpliva zelo ugodno. Izboljša namreč njegov ugled in ga napravi bolj vidnega (Fitza, Matusik, & Mosakowsk, 2008), prav tako pa pripomore k njegovi profesionalizaciji ter pospeši njegovo rast. Chang (2004) je v svoji raziskavi dokazal, da podjetja, ki se financirajo tudi s tveganim kapitalom, doživijo hitrejšo rast in so hitreje sposobna začeti s prodajo delnic podjetja. Davila, Foster in Gupta (2003) pa so pokazali, da financiranje s tveganim kapitalom

pozitivno vpliva tudi na rast števila zaposlenih v podjetju. Pozitiven vpliv financiranja s tveganim kapitalom na rast zaposlenih ter povečano prodajo pa so dokazali tudi Bertoni, Colombo in Grilli (2011) ter Puri in Zarutskie (2012).

**Namen** magistrskega dela je odkriti, ali vir financiranja vpliva na nadaljnji uspeh tehnološkega podjetja, hkrati pa tudi raziskati, na kakšen način se najpogosteje financirajo slovenska tehnološka podjetja in ali se ugotovitve o vplivu virov financiranja skladajo z že opravljenimi raziskavami. Večina že obstoječih raziskav se osredotoča na rast podjetja, ki je tipično opredeljena kot povečana prodaja in dvig števila zaposlenih (Chang, 2004; Davila et al., 2003; Bertoni et al., 2011). Puri in Zarutskie (2012) sta primerjala možnosti za preživetje podjetij, financiranih s tveganim kapitalom, in tistih, ki se na takšen način niso financirala, Chang (2004) pa se je osredotočil tudi na čas prve javne izdaje delnic, ki jo uporabi za pokazatelj uspeha podjetja. Hellmann in Puri (2002), predvsem pa Fitza et al. (2008), pa so pokazali, da financiranje s tveganim kapitalom močno vpliva tudi na profesionalizacijo podjetja ter posledično na spremembe v vodstvu podjetja.

Obstaja torej večje število empiričnih raziskav, ki so že potrdile, da tip financiranja vpliva na nadaljnjo poslovanje podjetja. S svojo raziskavo pa sem želela raziskati stanje financiranja med slovenskimi tehnološkimi podjetji; kakšen način financiranja prevladuje v prvi rundi ter, ali ima izbrani tip financiranja resnično viden vpliv na nadaljnjo delovanje podjetja.

**Namen raziskave in temeljna hipoteza.** Izhodiščna teza magistrskega dela je, da med viri financiranja novoustanovljenega tehnološkega podjetja in nadaljnjim poslovanjem podjetja obstaja določena povezava. Raziskava bo osredotočena na prvih nekaj let poslovanja podjetja; tezo bom tako preverjala na podlagi preteklih podatkov že obstoječih podjetij.

Preveriti želim predvsem naslednji hipotezi:

H1a: Financiranje s tveganim kapitalom je povezano s spremembo v prodaji.

H1b: Financiranje s tveganim kapitalom je povezano s hitrostjo rasti podjetja ter velikostjo podjetja, glede na število zaposlenih.

Za uporabo povečane prodaje in spremembe v številu zaposlenih kot pokazatelja rasti podjetja sem se odločila na podlagi že obstoječih raziskav, v katerih so rast merili na takšen način. Za zgled sem si vzela predvsem raziskave, ki so jih opravili Bertoni et al. (2011), Puri in Zarutskie (2012) ter Davila et al. (2003). V prvih dveh so rast merili s pomočjo spremembe v prodaji in številu zaposlenih, v zadnji pa s pomočjo števila zaposlenih pred, med in po financiranju podjetja s tveganim kapitalom. Raziskave so povzete v nadaljevanju.

H2: Novoustanovljena tehnološka podjetja, ki se v začetku poslovanja financirajo tudi s tveganim kapitalom, po pridobitvi zunanjega vira financiranja izvedejo spremembe v vodstvu podjetja.

Do podobnih ugotovitev so prišli tudi v že obstoječih raziskavah. Osredotočila sem se predvsem na raziskavi, ki so ju opravili Hellmann in Puri (2002) ter Fitza et al. (2008). V obeh primerih so prišli do podobnih ugotovitev, in sicer, da pridobitev tveganega kapitala vpliva na več kot le finančno stanje podjetja, na primer na oblikovanje pravil na področju človeških virov, oblikovanje načrtov za odprodajo delnic ali zaposlitev vodje prodaje in trženja. Hkrati upravljalci tveganega kapitala podjetju doprinesejo tudi legitimnost, ugled, strokovno znanje in izkušnje, socialne mreže, sposobnost vodenja ter znanje, vezano na tehnološke ali marketinške temelje podjetja. Obenem pa tudi nadzorujejo in disciplinirajo management, kar se lahko konča tudi z zamenjavo izvršnega direktorja (Fitza et al., 2008).

**Cilji** magistrske naloge so:

- iz obsežne literature ter že opravljenih raziskav izluščiti glavne dejavnike, ki vplivajo na izbiro vira financiranja med novoustanovljenimi podjetji, ter identificirati potencialni vpliv, ki ga ima izbira financiranja na nadaljnjo poslovanje novoustanovljenega tehnološkega podjetja,
- na podlagi lastne empirične raziskave razčleniti na kakšen način se najpogosteje financirajo novoustanovljena tehnološka podjetja v Sloveniji in
- s pomočjo statistične analize preveriti ali obstaja povezava med virom financiranja, za katerega se je novoustanovljeno tehnološko podjetje odločilo v samem začetku, ter nadaljnjim razvojem ter hitrostjo rasti tega podjetja.

Raziskavo bom omejila na slovenska tehnološka podjetja, ki so stara vsaj 3 leta. Pomagala si bom s primarnimi podatki, ki jih bom pridobila s pomočjo ankete, ki bo vključevala zadosten vzorec slovenskih novoustanovljenih tehnoloških podjetij.

Magistrsko delo je razdeljeno na pet poglavij. V prvem delu na kratko predstavim značilnosti novoustanovljenih tehnoloških podjetij; osredotočam se na ključne značilnosti tehnološkega podjetništva in zagonskih podjetij ter dejavnike, ki pozitivno vplivajo na uspeh mladih podjetij. V drugem delu se posvetim možnostim za financiranje podjetja. Opišem postopke pridobitve kapitala ter značilnosti tveganega kapitala. V tem kontekstu s pregledom že opravljenih raziskav opredelim tudi glavne kriterije, ki jih investitorji upoštevajo pri financiranju s tveganim kapitalom. Tretje poglavje obravnava povezavo med viri financiranja in poslovanjem podjetja. Pri tem ključni del predstavlja vpliv tveganega kapitala, predvsem na rast in strukturo vodstva podjetja. V četrtem delu predstavim potek lastne raziskave, v kateri na vzorcu slovenskih tehnoloških podjetij preučujem povezavo med financiranjem s tveganim kapitalom in hitrostjo rasti ter strukturo vodstva podjetja. Peti, vsebinsko osrednji del magistrskega dela, pa se nanaša na rezultate raziskave ter njihovo interpretacijo. Magistrsko delo zaključim z ugotovitvami o vplivu financiranja, razmišljanjem o potencialnih vzrokih in predlogih za možne nadaljnje raziskave.

# 1 ZNAČILNOSTI NOVOUSTANOVljenih TEHNOLOŠKIH PODJETIJ

## 1.1 Tehnološko podjetništvo

Podjetništva se zagotovo ne da opisati le z eno preprosto definicijo, saj gre za širok pojem, o katerem ima praktično vsak strokovnjak lastno mnenje in ideje, kako bi se ga najlažje in najbolj natančno opredelilo. A vendar so si vsi avtorji že od samih začetkov enotni, da se ga da najlažje razložiti z izrazi kot so novo, fleksibilno, inovativno, dinamično, kreativno ter tvegano.

Coulter (2001) definira podjetništvo kot »proces, kjer se oseba ali skupina ljudi organizirano trudi izkoristiti priložnost, z namenom ustvariti vrednost in rasti, da bi izpolnili želje in potrebe skozi inovacijo in edinstvenost, ne glede na trenutno razpoložljiva sredstva.« Ta definicija temelji na prepoznavanju določenih značilnosti, ki so skupne praktično vsem do sedaj znanim definicijam podjetništva.

Ena izmed teh značilnosti je vloga, ki jo igra podjetnik. Ker podjetništvo ne bi bilo možno brez osebe, ki je pripravljena početi, kar podjetnik počne, je podjetništvo nemogoče brez te aktivne osebe. Še eno izredno pomembno značilnost podjetništva predstavlja inovacija. Podjetništvo namreč vedno vključuje spreminjanje ter izpopolnjevanje obstoječih konceptov, predstavitev novih idej, izdelkov ter storitev in spreminjanje panoge (Coulter, 2001). Tretja značilnost je oblikovanje organizacije. Namreč, da podjetnik lahko realizira svojo inovacijo in ustvarja vrednost, mora že obstajati določen organiziran in načrtovan namen. Pridobivanje različnih vrst virov za realizacijo poslovne priložnosti je praktično nemogoče brez zavestnega truda in načrtovanja. Zato je nujno potreben organiziran pristop do podjetništva. Pomembno značilnost v definiciji podjetništva prav tako predstavlja ustvarjanje vrednosti. To pomeni, da mora inovativna ideja, izdelek, storitev, tehnologija, pristop ali transakcija prispevati določeno vrednost na trgu ali skupnosti, kjer nastopa (Coulter, 2001). Prav tako se je potrebno zavedati, da je podjetništvo mogoče v profitnih in neprofitnih organizacijah. Čeprav je pogosta predpostavka ta, da je podjetništvo usmerjeno v čim hitrejše ustvarjanje dobička, pa ne moremo spregledati dejstva, da obstaja tudi socialno podjetništvo, ki ne stremi k dobičku (Coulter, 2001). Pomembna značilnost podjetništva je tudi rast, ki hkrati predstavlja eno izmed glavnih razlik med majhnimi in srednje velikimi podjetji ter podjetniškimi priložnostmi, kjer je poudarek prav na rasti. Podjetništvo je namreč močno vezano na rastoč posel in izkoriščanje različnih priložnosti, ko se pojavijo, ne pa na konstantno prodajo istega izdelka in stabilnost, brez večjih tveganj ali ambicij po rasti (Coulter, 2001). Omeniti velja tudi edinstvenost. Podjetniki ustvarjajo edinstvene izdelke, postopke, storitve in ideje, pa tudi nove kombinacije in pristope. Ne gre za posnemanje, temveč za poskušanje nečesa novega, nepreverjenega, edinstvenega. (Coulter, 2001). Podjetništvo pa je navsezadnje tudi proces, ki vključuje sledeče si odločitve in dejanja (Coulter, 2001).

Tehnološko podjetništvo pa se od drugih tipov podjetništva razlikuje predvsem po medsebojni odvisnosti med znanstvenimi in tehnološkimi spremembami, hkrati pa tudi po izbiri in razvoju novih izdelkov, sredstev in njihovih značilnosti. Tehnološko podjetništvo je bolj povezano s produkcijo, ki je plod sodelovanja in temelji na skupni viziji bodočih sprememb v tehnologiji (Bailetti, 2012).

Liao in Welsch (2003) sta opravila raziskavo, ki se še natančneje ukvarja z razlikami med tehnološkimi in ne-tehnološkimi podjetji. Tehnološka podjetja naj bi delovala v bolj dinamičnem, negotovem in kompleksnem okolju. Avtorja zato predpostavljata, da je v tehnoloških podjetjih več podjetniške aktivnosti, kar vključuje bolj intenzivno načrtovanje, intenzivnejšo aktivnost pri vzpostavljanju legitimnosti podjetja, intenzivnejšo transformacijo virov ter intenzivnejše trženje. Prav tako predpostavljata, da je začetna stopnja razvoja pri tehnoloških podjetjih daljša, da je vzorec povezovanja aktivnosti ustanavljanja podjetja pri tehnoloških podjetjih drugačen, kot pri ne-tehnoloških podjetjih, ter, da se zaporedje dogodkov med ustanovitvijo enega in drugega tipa podjetja razlikuje.

Zanimivo je, da sta bili med raziskavo podprti le prvi dve hipotezi, hkrati pa se je izkazalo celo, da se aktivnosti pri trženju dejansko med obema vrstama podjetjema ne razlikujejo. Ustanovitev tehnološkega podjetja je tako precej podobna ustanovitvi klasičnega podjetja. Bistveni razliki sta le dve:

- začetna stopnja razvoja je pri tehnoloških podjetjih daljša kot pri ne-tehnoloških podjetjih,
- v tehnološkem podjetju se pojavlja več podjetniških aktivnosti; predvsem so intenzivnejši načrtovanje, vzpostavljanje legitimnosti in transformacija virov.

Kot obstaja široka paleta definicij podjetništva, enako velja tudi za tehnološko podjetništvo. Nichols in Armstrong (2003) tovrsten tip podjetništva opisujeta kot organizacijo, management in prevzemanje tveganja v tehnološkem podjetju. Venkataraman in Sarasvathy (2001) ga opišeta kot rešitve v iskanju problemov, Jones-Evans (1995) pravi, da gre zgolj za ustanovitev novega tehnološkega podjetja, Liu, Chu, Hung in Wu (2005) pa pravijo, da tehnološko podjetništvo predstavlja načine, na katere podjetniki koristijo vire in strukture, z namenom izkoristiti nove tehnološke priložnosti. Jelinek (1996) tehnološko podjetništvo definira kot skupen trud pri interpretaciji dvoumnih podatkov, skupno razumevanje za ohranitev prizadevanj v tehnologiji in vztrajno, koordinirano prizadevanje, da bi dosegli tehnološke spremembe. Medtem pa definicija, ki sta jo skovala Garud in Karnøe (2003) tehnološko podjetništvo opredeljuje kot agencijo, ki je porazdeljena med različne vrste igralcev, od katerih vsak postane vpleten v tehnologijo in proces ter tako ustvarja vložke, ki vodijo v preobrazbo nastajajoče tehnološke poti.

Čeprav se morda na prvi pogled zdi, da je definicij tehnološkega podjetništva mnogo, pa imajo v resnici vse določene skupne točke (Bailetti, 2012):

- i) vodenje majhnih podjetij, katerih lastniki so inženirji ali znanstveniki;

- ii) iskanje problemov ali področij uporabe za določeno tehnologijo;
- iii) ustanavljanje novih podjetij, predstavitev novih področij rabe ali koriščenje priložnosti, ki temeljijo na znanstvenem oziroma tehnološkem znanju; ter
- iv) medsebojno sodelovanje z namenom, da bi uvedli novo tehnološko spremembo.

Tehnološko podjetništvo je tako investicija v projekt, ki je sestavljen iz specializiranih strokovnjakov in heterogenih sredstev, ki so tesno povezana z napredkom v znanstvenem in tehnološkem znanju, z namenom ustvariti in zadržati vrednost v podjetju.

## **1.2 Značilnosti zagonskih podjetij**

V sodobnem svetu je izraz »start-up« kmalu postal sinonim za hiter uspeh mladih, inovativnih in zavzetih posameznikov, ki stopajo po enaki poti uspeha kot mnoga znana imena iz sveta visokotehnološkega podjetništva. Jasno začrtanih definicij, ki bi opredelile start-up oziroma zagonsko podjetje ni, saj so si tovrstna podjetja glede prihodkov, dobičkov ter števila zaposlenih precej raznolika. Vseeno pa lahko povzamemo nekatere značilnosti, ki odločajo, ali določeno podjetje še spada v to kategorijo.

Kljub temu da se pojem zagonsko podjetje uporablja za širok spekter podjetij različnih starosti, bi lahko rekli, da po treh do petih letih obstoja večina uspešnih podjetij ne spada več v to kategorijo. Seveda obstajajo tudi drugi dejavniki, ki kažejo, da je podjetje že doseglo določeno zrelost, npr. prevzem s strani večjega podjetja, več kot ena pisarna, prihodki, ki presegajo 20 milijonov USD, več kot 80 zaposlenih, več kot pet članov odbora in ustanovitelji, ki so svoj delež podjetja že prodali. Ko podjetje začne ustvarjati dobiček, se torej počasi začne odmikati od naziva zagonsko podjetje (What Is A Startup, 2013). Oziroma, kot pravi Park (2005), je zagonsko podjetje tisto, ki ima zelo kratko zgodovino delovanja in se običajno še nahaja v fazi razvoja novega proizvoda ali storitve.

S tem se pogosto ne strinjajo ustanovitelji, ki so mnenja, da gre pri zagonskem podjetju za kulturo podjetja, ki se je ne da meriti, zato lahko obstajajo v vseh velikostih in starostih. Pogosto se tudi ne strinjajo s trditvijo, da prevzem pomeni izgubo naziva zagonsko podjetje. Res je, da so si prevzemi med sabo različni, vendar v vsakem primeru prevzem pomeni, da zagonsko podjetje postane del večjega, tujega podjetja. Podobno tudi podjetja, ki razmišljajo o vstopu na borzo ali tista, ki so to že storila, ne morejo več spadati v kategorijo zagonskih podjetij (What Is A Startup, 2013).

Vsekakor pa je vsem zagonskim podjetjem skupno to, da imajo velik potencial za rast. Gre namreč za podjetje, katerega cilj je hitra rast in ravno to je glavna razlika med zagonskimi podjetji ter majhnimi in srednje velikimi podjetji v zasebni lasti. Majhna in srednje velika podjetja (MSP) so v zasebni lasti in se financirajo ter delujejo neodvisno. Imajo manj kot 100 zaposlenih, ne poudarjajo novih ali inovativnih praks, ter imajo na panogo malo ali nič vpliva. Za podjetništvo pa so značilne inovativne prakse, glavna cilja sta dobičkonosnost in

rast, podjetniki pa stalno iščejo nove priložnosti in so pripravljeni sprejemati več tveganja (Coulter, 2001).

Začetna hitra rast podjetja je tako nagrada za visoko stopnjo tveganja, s katero se soočajo podjetniki. Novoustanovljena tehnološka podjetja namreč delujejo v ekstremnih razmerah, saj je tehnološki izziv pogosto na robu znanstvenih možnosti, sredstva, ki so na voljo, pa so zelo omejena. Posledično je poslovno preživetje v takem sektorju odvisno od tega, ali je podjetje sposobno hitro poiskati zanesljivo inovacijsko strategijo in jo izkoristiti, še preden druga podjetja vstopijo na trg (Park, 2005).

Zagonska podjetja se ravno zato pogosto enači z visokotehnološkimi podjetji, čeprav v resnici ne gre za sinonima. Res je, da zagonska podjetja pogosto delujejo na področju inovativnih tehnologij, ki so tiste, ki mu dajejo potencial za hitro rast. Vendar pa po sami definiciji zagonsko podjetje ni nujno tehnološko usmerjeno.

Povzamemo torej lahko, da je zagonsko podjetje tisto, ki je še na začetku svoje poti in v fazi intenzivnega razvoja produkta. Zaznamujeta ga tudi velik potencial za rast ter visoka stopnja tveganja, pogosto pa deluje na področju novih tehnologij. Ustvarjanje dobička, visoki prihodki, veliko število zaposlenih ali ustanovitelji, ki so svoj delež že prodali, pogosto ne predstavljajo tipičnega zagonskega podjetja, vendar so podjetniki mnenja, da je kultura podjetja tista, ki resnično odloča o tem, ali se določeno podjetje še sme opredeljevati kot zagonsko podjetje.

Jasno je, da uspeh novoustanovljenega podjetja ni odvisen le od same ideje podjetnika, temveč nanj vpliva tudi široka paleta drugih dejavnikov, ki so v veliki meri ravno tako obvladljivi, njihova vloga v razvoju podjetja pa je predvidljiva.

Song, Podoynitsyna, Bij in Halman (2008) so z namenom preučiti možnosti preživetja mladega podjetja opravili longitudinalno meta-analizo, katere namen je združitev več že izvedenih, med seboj primerljivih znanstvenih raziskav, ki so bile sistematično zbrane. Vključenih je bilo kar 11.259 novoustanovljenih tehnoloških podjetij, ustanovljenih med letoma 1991 in 2000 v ZDA. Rezultati so pokazali, da je prva štiri leta delovanja preživelo le 36 % podjetij, ki so imela več kot pet redno zaposlenih. Po petih letih je delež padel na 21,9 %, kar pomeni, da je delovalo le še 2.471 podjetij z več kot petimi redno zaposlenimi.

Z meta-analizo so uspeli identificirati 24 dejavnikov, ki so vezani na uspeh novoustanovljenih tehnoloških podjetij. Za lažjo analizo so jih razdelili v tri kategorije, in sicer: (i) trg in priložnost, (ii) podjetniška ekipa in (iii) viri. V prvo skupino spadajo intenzivnost konkurence, dinamika okolja, heterogenost okolja, internacionalizacija, strategija nizkih stroškov, rast trga, velikost trga, intenzivnost trženja in inovativnost produkta. V drugo skupino spadajo izkušnje v panogi, izkušnje s trženjem, predhodne izkušnje z ustanavljanjem podjetij in izkušnje z raziskavami in razvojem. V tretjo kategorijo pa se uvrščajo finančni viri, starost in velikost podjetja, pravna oblika podjetja, ne-državna finančna podpora, zaščita s patentom, strateške zveze pomembne za raziskave in razvoj,

investicije v raziskave in razvoj, število ustanoviteljev, integracija dobavne verige ter univerzitetna partnerstva.

Za le osem od teh dejavnikov pa se je izkazalo, da so univerzalni dejavniki uspeha (torej, da so homogeni pozitivni dejavniki, vezani na uspeh podjetja). To so:

- integracija dobavne verige,
- velikost trga,
- starost podjetja,
- število ustanoviteljev,
- finančni viri,
- izkušnje s trženjem,
- izkušnje v panogi in
- zaščita s patentom.

En dejavnik se torej uvršča v kategorijo trga in priložnosti, dva v kategorijo podjetniške ekipe in kar pet v kategorijo virov.

Zanimivo je tudi, da se je izkazalo, da naslednjih pet dejavnikov nima prav nobenega vpliva na uspeh tehnološkega podjetja: izkušnje z raziskavami in razvojem, predhodne izkušnje z ustanavljanjem podjetij, dinamika okolja, heterogenost okolja in intenzivnost konkurence. Noben od teh dejavnikov ne spada v kategorijo virov (Song et al., 2008).

Carter, Gartner in Reynolds (1996) so se v svoji raziskavi spraševali, kakšnih aktivnosti se mladi podjetniki naj lotevajo, koliko naj v začetni stopnji razvoja teh aktivnosti bo in kdaj naj se določena aktivnost začne ter zaključi. Odkrili so, da so podjetniki, ki so bili po prvem letu poslovanja uspešni, v prvem mesecu iskali poslovne prostore in opremo, v prvem četrtletju investirali lastna sredstva, zaprosili za financiranje, pridobili finančno podporo in pripravili finančni načrt, v drugem četrtletju ustanovili podjetje, zbrali ekipo, kupili poslovne prostore in se podjetju posvetili za polni delovni čas, v tretjem četrtletju zaposlili prve delavce, v zadnjem četrtletju pa pričeli varčevati, najeli nove prostore in začeli iskati nove vire financiranja.

Ta intenzivnost delovanja je v ostrem kontrastu s tistimi podjetniki, ki po prvem letu še vedno niso uspeli ustanoviti podjetja. Ti v svojo idejo niso vlagali dovolj časa in truda, da bi jo uspeli realizirati ali ovreči. Po prvi polovici leta so namreč uspeli zgolj pripraviti načrt in pričeti varčevati lastna sredstva. V tretjem četrtletju so investirali lasten denar in se šele po enem letu odločili za nakup poslovnih prostorov in opreme.

Edina razlika med uspešnimi podjetniki in podjetniki, ki so se po enem letu odločili, da ideje ne realizirajo, pa ni v stopnji predanosti ali vloženem času, temveč v tem, da so že v prvih mesecih uspeli odkriti, da njihova ideja ne bi izpolnila pričakovanj.

Raziskava, ki so jo opravili Gartner, Starr in Bhat (1999) pa je pokazala, da na uspeh novoustanovljenega podjetja vplivajo dve strateški in ena okoljska spremenljivka. Nova podjetja, ki so preživela, so se osredotočala na specifične izdelke ali storitve, kar podpira hipotezo, da pogosteje uspejo podjetja, ki se osredotočajo na tržne niše. Prav tako pogosteje preživijo podjetja v hitro rastočih panogah. Zanimivo odkritje je, da so se za bolj uspešna izkazala tista podjetja, ki so se na samem začetku financirala iz zasebnih sredstev ustanoviteljev. To seveda ne drži za vsa novoustanovljena podjetja. Nekatera se, na primer, lahko financirajo izključno iz lastnih virov, saj za ustanovitev ne potrebujejo veliko kapitala. Spet druga pa potrebujejo več začetnega kapitala in se tako odločijo za druge načine zunanje financiranja.

Novoustanovljenim podjetjem, ki niso bila uspešna, pa je skupno to, da njihova potreba po začetnem kapitalu ni bila v skladu z zmoglostmi ustanoviteljev, da ta finančna sredstva tudi pridobijo. To je vezano tudi na dejstvo, da so nekatera izmed teh podjetij potrebovala takšno količino virov, da postanejo dobičkonosna, da se je zdela že sama možnost, da dosežejo povrnitev investicije, malo verjetna (Gartner et al., 1999).

Gelderen, Thurik in Bosma (2006) so z raziskavo ugotavljali vpliv štirih spremenljivk na potencialni uspeh podjetja, ki je še v fazi nastajanja. Prva preučevana spremenljivka je zaznano tveganje trga. Ta povezava sicer ni bila potrjena, saj se je izkazalo, da ljudje, ki zaznavajo manjše tveganje, podjetje ustanovijo prej, ne glede na to, ali je njihova predpostavka pravilna ali ne.

Enako velja tudi za povezavo med uspehom in tem, ali so ustanovitelji že od samega začetka zaposleni za polni delovni čas, ali ob ustanavljanju podjetja opravljajo še drugo službo, saj je že sam vložen čas mera za uspeh. Prednost tega, da ustanovitelj dela na lastnem podjetju v prostem času je ta, da se sooča z manjšim finančnim tveganjem in posledično manjšim pritiskom. Slabost je seveda ta, da popolna osredotočenost na lasten posel vodi tudi v večjo motivacijo in hitrejši uspeh. Izrazito pozitivnega ali negativnega vpliva na uspeh torej ta značilnost nima.

Tretja preučevana spremenljivka, ki neposredno in negativno vpliva na potencialni uspeh podjetja, pa je količina kapitala, ki ga bodoči podjetnik namerava vložiti v podjetje. Izkazalo se je, da je podjetje lažje ustanoviti z manj kapitala, saj je pripravljena vsota povezana z načrtovano velikostjo, podjetja pa lažje uspejo, kadar so manjša. Še ena možna razlaga za to ugotovitev pa je ta, da je manjše količine kapitala pogosto mogoče dobiti brez večjega zadolževanja. Večji del sredstev, ki so namenjena manjšim podjetjem, je mogoče dobiti že z varčevanjem, s pomočjo družine in prijateljev, soustanoviteljev, itd. Pridobivanje večjih količin kapitala pa v vsakem primeru vključuje več tveganja. Podjetnik, ki se odloči, da poskusi pridobiti tvegani kapital, je lahko hitro in upravičeno zavržen, hkrati pa se lahko na takšen način izgubijo tudi poslovne ideje, ki bi sicer imele velik potencial, vendar jih bodoči podjetniki lastnikom tveganega kapitala in posojilodajalcem ne znajo predstaviti v pravi luči.

Četrta spremenljivka, ki ravno tako vpliva na potencialni uspeh podjetja, pa je panoga, v kateri se želi podjetje uveljaviti. Izkazalo se je namreč, da so pogostejše uspešna proizvodna podjetja. Možna razlaga za to je, da je tovrstna podjetja težje ustanoviti, saj je potrebno zadostno predhodno znanje in kapital za zagon proizvodnje. Druga možna razlaga pa je, da investitorji raje vlagajo v podjetja, kjer v primeru bankrota ostajajo opredmetena sredstva, ki jih je nato mogoče odprodati. Investitorji tako morda raje vlagajo v tradicionalna, kot pa v storitvena podjetja, saj vrednost takšnih podjetij še vedno lažje zaznajo v obliki opredmetenih sredstev, in ne neopredmetenih, kot so na primer človeški kapital.

Colombo, Croce in Murtinu (2014) pa so opravili longitudinalno študijo, v kateri preučujejo vpliv dveh tipov lastnikov na uspeh podjetja: lastniki-managerji in delničarji, ki ne sodelujejo pri procesih odločanja v podjetju. Vpliv teh dveh tipov lastnikov na uspeh odraža razmerje med koristmi virov in znanja, ki ga nudijo osrednji lastniki ter agencijskimi stroški kot posledico težav, ki nastanejo zaradi različnih lastnikov.

Hipoteze so preverjali na vzorcu 255 italijanskih visokotehnoloških zagonskih podjetij, ki so jih opazovali med letoma 1994 (oziroma od njihove ustanovitve) in 2003. Preučevana podjetja so bila iz visokotehnoloških panog, tako proizvodna, kot tudi storitvena. Uspeh podjetja so merili s pomočjo skupnega dejavnika produktivnosti (angl. *Total Factor Productivity*, v nadaljevanju TFP). Preverjali so tri hipoteze, in sicer: (i) Število lastnikov-managerjev pozitivno vpliva na uspeh podjetja. (ii) Število delničarjev, ki ne sodelujejo v procesih odločanja, nima bistvenega vpliva na uspeh podjetja. (iii) Na vpliv števila delničarjev, ki ne sodelujejo v procesih odločanja na uspeh podjetja, pozitivno vpliva finančni vzvod podjetja.

Izkazalo se je, da število lastnikov-managerjev ima pozitiven vpliv na uspeh podjetja. Lastniki, ki aktivno sodelujejo v delovanju managementa podjetja koristijo s svojim znanjem ter investicijami ter tako zaradi nižjih horizontalnih agencijskih stroškov prispevajo k večji uspešnosti poslovanja.

Ravno tako je bila podprta druga hipoteza. Pokazalo se je namreč, da število delničarjev, ki ne sodelujejo v procesih odločanja, na skupni dejavnik produktivnosti nima vpliva. To pojasnjuje dejstvo, da obstajata med lastniki, ki v managementu podjetja dejansko ne igrajo nobene vloge, in lastniki-managerji dve bistveni razliki. Kot prvo, delničarji, ki ne sodelujejo v procesih odločanja, podjetjem pogostejše nudijo nižjo stopnjo virov ter kompetenc v primerjavi z lastniki-managerji, saj niso vpleteni v management podjetja. In kot drugo, lastniki, ki nimajo managerskega položaja, ne morejo nadzirati lastnikov-managerjev; posledično njihova prisotnost povečuje horizontalne agencijske stroške podjetja.

Pokazalo se je tudi, da v podjetjih z nižjo stopnjo finančnega vzvoda število delničarjev, ki ne sodelujejo v procesih odločanja, nima bistvenega vpliva na uspeh podjetja. To kaže tudi na dejstvo, da je vpliv števila delničarjev, ki ne sodelujejo v procesih odločanja na uspeh podjetja, delno povezan tudi s stopnjo finančnega vzvoda podjetja. Kar pa potrjuje, da število

delničarjev, ki ne sodelujejo v procesih odločanja, nima vpliva na uspeh podjetij z nižjo stopnjo finančnega vzvoda. Zaključimo torej lahko, da je vpliv števila delničarjev, ki ne sodelujejo v procesih odločanja, na uspeh podjetja znatno višji v podjetjih z visoko stopnjo finančnega vzvoda, kar potrjuje tretjo hipotezo.

Če torej povzamemo ugotovitve, na uspeh novoustanovljenega podjetja v večji meri vplivajo notranji dejavniki, kot so starost podjetja, možnost integracije dobavne verige in zaščita izdelka s patentom, uporabljeni finančni viri, predvsem financiranje s pomočjo zasebnih virov ustanoviteljev, prav tako pa tudi ustanovitelji sami, in sicer številčnost podjetniške ekipe, njihove predhodne izkušnje v trenutni panogi in izkušnje s trženjem. Pozitivno je tudi, če se podjetje osredotoča na specifične izdelke ali storitve. Raziskava, ki so jo opravili Colombo et al. (2014), pa je dodatno pokazala še, da na uspeh podjetja pozitivno vpliva število lastnikov, ki pri upravljanju podjetja igrajo aktivno vlogo. Zunanja dejavnika, ki imata na uspeh pozitiven vpliv, pa sta le dva, in sicer velikost trga ter hitro rastoča panoga dejavnosti, v kateri se podjetja nahaja.

## **2 FINANCIRANJE ZAGONSKIH PODJETIJ**

### **2.1 Možnosti financiranja**

V procesu ustanavljanja novega podjetja je ena izmed najpomembnejših odločitev, s katerimi se mora podjetnik spopasti že v samem začetku, odločitev financiranja. Podjetja se lahko financirajo s sredstvi, ki jih v grobem delimo v dve skupini.

#### **2.1.1 Lastniški kapital**

**Lastniški kapital** predstavljajo lastna sredstva podjetnika, zadržani dobički, zasebne naložbe, zaprta prodaja, javna prodaja, odprodaja dela ali celotnega posla. Hkrati pa v to kategorijo spadajo tudi različne sodobnejše oblike zbiranja kapitala, ki vse bolj priljubljene postajajo v zadnjem desetletju (What is Crowdfunding and its Different Types?, 2015). Med lastniški kapital uvrščamo tudi financiranje s tveganim kapitalom, ki se nadalje deli še na formalne in neformalne oblike tveganega kapitala. Formalne oblike predstavljajo različna institucionalna združenja, kot so na primer skladi tveganega kapitala, neformalne oblike pa zasebni investitorji, oziroma tako imenovani »poslovni angeli« (angl. *business angels*), premožni posamezniki, ki se odločijo vlagati v obetavna mlada podjetja. O financiranju s tveganim kapitalom je več napisano kasneje v poglavju (Weston & Brigham, 1993).

Glavna značilnost lastniškega financiranja je ta, da investitorju ponuja določen lastniški delež v podjetju. Investor si deli dobiček podjetja in razporeditev sredstev proporcionalno glede na delež podjetja, ki ga ima v lasti. Ključni dejavniki, ki vplivajo na odločitev za izbiro tipa financiranja, so dostopnost sredstev, sredstva podjetja in trenutne obrestne mere (Hisrich, Peters, & Shepherd, 2010).

Po Tajnikarju (1997) ločimo sedem oblik lastniškega kapitala, ki se pojavljajo v različnih fazah poslovanja in rasti podjetja:

- lastna sredstva podjetnika

V samem začetku se podjetje pogosto financira le s prihranki ustanoviteljev ter darovi svojcev ter prijateljev. V tem primeru gre seveda za nižje zneske, kar pomeni, da takšen način financiranja ni dlje časa vzdržljiv in se je zato kmalu treba odločiti tudi za kakšen drug način financiranja.

- zadržani dobiček

Zadržani dobiček podjetja predstavlja preostanek od dobička iz poslovanja podjetja, katerega podjetje ne nameni za izplačilo bodisi v obliki plač ali dividend (Tajnikar, 1997). Ta oblika lastniškega kapitala seveda ni mogoča v samem začetku poslovanja podjetja, saj mora novoustanovljeno podjetje najprej sploh začeti ustvarjati dobiček.

- zasebne naložbe

Zasebne naložbe predstavljajo najpomembnejšo obliko lastniškega kapitala za hitro rastoča podjetja. Lastnik kapitala ponudi lastniku hitro rastočega podjetja finančna sredstva za uresničitev podjetniške priložnosti. Vlagatelj kapitala na ta način postane solastnik in partner dosedanjega lastnika hitro rastočega podjetja.

- zaprta prodaja

Pri zaprti prodaji gre za zaprto, nejavno delniško družbo, ki ne kotira na borzi, znotraj katere se prodajajo in kupujejo delnice med lastniki in zaposlenimi.

- javna prodaja

O javni prodaji govorimo takrat, ko se podjetje organizira kot odprta, javna delniška družba. Da bi okrepilo lastniški kapital podjetje izda delnice, preostanek pa proda javnosti na borzi vrednostnih papirjev.

- odprodaja dela podjetja

Pri odprodaji dela podjetja gre večinoma ali za odprodajo problematičnega dela podjetja, ali pa za področje dela, kjer podjetje nima strateških interesov. Prodaja posledično vodi v povečanje likvidnih sredstev, kar pa podjetje nato izrabi za financiranje svojega rednega poslovanja, ali pa za nove investicije oziroma financiranje lastne rasti (Winterleitner, 2003).

- prodaja celotnega podjetja

S prodajo podjetja podjetnik maksimira kapitalski dobiček, oziroma razliko med vrednostjo vloženih sredstev in tržno vrednostjo podjetja. Gre za zadnjo stopnjo pridobivanja lastniškega kapitala, podjetniško žetev oziroma t.i. izhod (angl. *exit*). Kapitalski dobiček je najboljši pokazatelj tega, kako uspešen je bil podjetnik, oziroma kako uspešna je bila žetev (Winterleitner, 2003).

Skoraj vsak podjetnik svojo pot začne z lastnimi sredstvi, saj je to najbolj ugodna možnost glede na stroške in nadzor, hkrati pa so nujni pri pridobitvi pozornosti s strani bank, zasebnih investorjev in skladov tveganega kapitala. Ta sredstva vključujejo prihranke, zavarovanja ali hipoteko na avto ali hišo. Če podjetnik v lastno idejo vloži zasebna sredstva, s tem zunanjemu svetu pokaže, da je v svoj uspeh dovolj prepričan, da je zanj pripravljen tvegati lastno finančno gotovost. Na ta način bolj zanimiv postane tudi različnim posojilodajalcem, poslovnim angelom in drugim investorjem.

**Sodobne oblike financiranja** so se pojavile predvsem po zaslugi hitrega razvoja in razširjenosti spleta. V to kategorijo spada množično financiranje (angl. *crowdfunding*), ki se je pojavilo že leta 1997 in temelji na konceptu sodelovanja med posamezniki in podjetniki oziroma potencialnimi podjetniki. Na takšen način lahko podjetniki pridobijo potrebna sredstva, pogosto je to kapital, da uresničijo svoje podjetniške ideje. Takšen tip financiranja se v grobem deli v štiri kategorije, vsem pa je skupna uporaba spleta in sodobnih načinov komuniciranja, ter želja po sodelovanju med podjetniki in potencialnimi kupci za doseg skupnega cilja (What is Crowdfunding and its Different Types?, 2015).

- Nagradno množično financiranje (angl. *Rewards-Based Crowdfunding*)

Ta kategorija je najbolj poznana, predvsem po zaslugi več medijsko odmevnih, zelo uspešnih, kampanj in dobro poznanih socialnih platform Kickstarter in Indiegogo. V tem primeru podporniki (angl. *backers*) prispevajo manjšo vsoto denarja v zameno za določeno nagrado. Najpogostejše je nagrada sam izdelek podjetja (The Different Types of Crowdfunding, 2015). Ta tip množičnega financiranja je najbolj primeren za oprijemljive izdelke, usmerjene v uporabnika, kjer je potrebno zbrati vsoto manjšo od 100.000 USD. Zbiranje sredstev običajno traja od enega do treh mesecev (Types of Crowdfunding, 2015).

- Donacijsko množično financiranje (angl. *Donation-Based Crowdfunding*)

Tukaj gre za podoben koncept kot pri nagradnem financiranju, le da v zameno za donacijo podporniki ne prejmejo vedno oprijemljive nagrade. Tako se tovrstno financiranje uporablja predvsem pri zbiranju sredstev v dobrodelne namene. Priljubljeni platformi sta GoFundMe in Crowdrise (The Different Types of Crowdfunding, 2015).

- Lastniško množično financiranje (angl. *Equity Crowdfunding*)

Za to kategorijo so značilne višje vsote zbranega kapitala, saj posamezni investor načeloma ne vloži manj kot 1.000 USD. V zameno ne pričakuje nagrade, temveč manjši delež podjetja.

Takšen tip financiranja je zato uporaben za financiranje ustanovitve podjetja ali celo nadaljnjo rast, in ne le med prvo, kreativno fazo ustvarjanja izdelka. Dobro poznani platformi na tem področju sta AngelList in Crowdfunder, pa tudi Fundable, EarlyShares, CircleUp, Crowdcube in Seedrs (The Different Types of Crowdfunding, 2015).

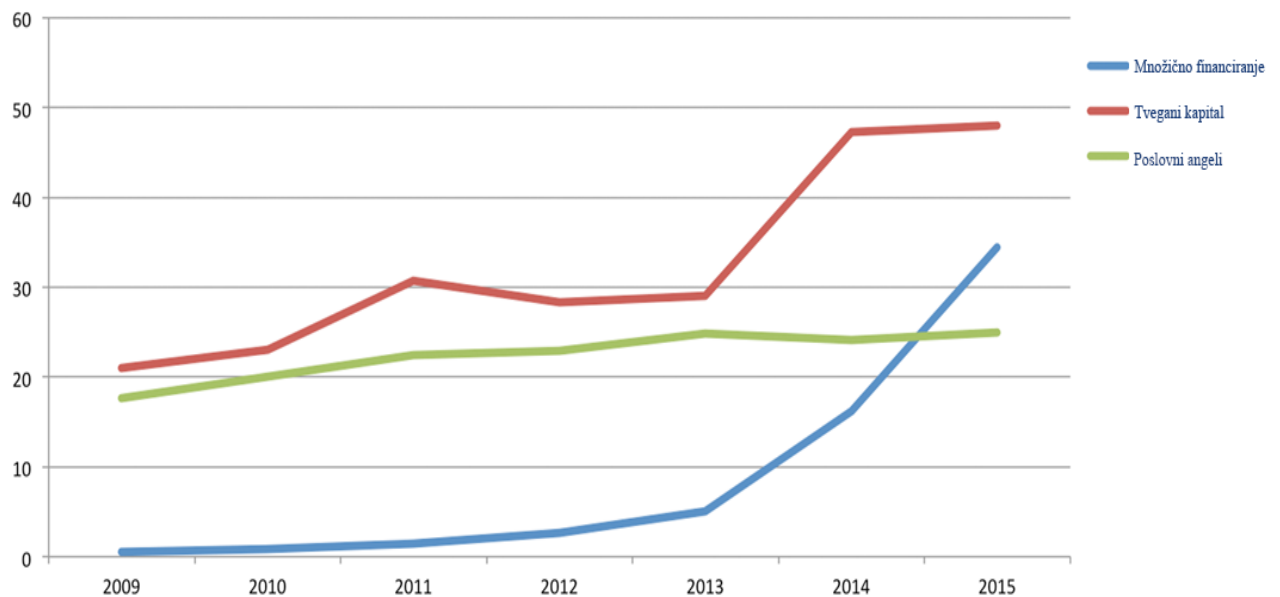
- Dolžniško množično financiranje (angl. *Debt Crowdfunding*)

V tem primeru gre za zadolževanje, zato ne govorimo o podpornikih ali donatorjih, temveč denar v podjetje vložijo investitorji. Prav tako ti v zameno ne pričakujejo nagrade ali deleža podjetja, temveč, kot pri klasičnem posojilu, poplačilo dolga z obrestmi (The Different Types of Crowdfunding, 2015). Zato je takšen tip financiranja zelo priljubljen med podjetniki, ki se ne želijo odreči deležu svojega podjetja, hkrati pa se ne želijo zadolžiti pri banki (Types of Crowdfunding, 2015).

Množično financiranje ima številne prednosti pred tradicionalnimi oblikami financiranja. Poleg tega da predstavlja hiter, brezplačen in preprost način za zbiranje sredstev, zmanjšuje tudi visoko stopnjo tveganja, ki je prisotna pri ustanovitvi podjetja. Prednosti vključujejo tudi to, da lahko podjetnik na takšen način tudi spozna trg in preveri zanimanje za svojo idejo, prejme hiter odziv velikega števila ljudi, ki spremljajo njegov projekt in tako izdelek prilagaja sprotnim potrebam. Hkrati pa kampanja na kateri izmed socialnih platform predstavlja tudi odličen način za predstavitev izdelka širši množici posameznikov, ki so hkrati potencialni kupci (Top 10 Benefits Of Crowdfunding, 2015).

Zaradi vseh teh prednosti je množično financiranje v zadnjih letih postalo izjemno priljubljeno in poraja se vprašanje, ali bo slej kot prej izpodrinilo tradicionalne vrste financiranja. Leto 2015 je bilo »leto crowdfundinga«, saj je vrednost trga množičnega financiranja narasla na 34 milijard USD, medtem ko je bil ta leta 2010 ocenjen na zgolj 880 milijonov USD. Svetovna banka (The World Bank) pa ocenjuje, da bo trg množičnega financiranja do leta 2020 vreden kar 90 milijard USD (Crowdfunding Industry Overtakes Venture Capital and Angel Investing, 2015).

*Slika 1: Primerjava trgov financiranja s tveganim kapitalom, množičnim financiranjem in financiranjem s poslovnimi angeli*



*Vir: Crowdfunding Industry Overtakes Venture Capital and Angel Investing, 2015.*

### 2.1.2 Dolžniško financiranje

**Dolžniško financiranje** je finančna metoda, ki vključuje izposojlo sredstev za podjetje; v večini primerov gre za posojilo, saj njegova povrnitev ni neposredno vezana na prodajo ali dobičkonosnost podjetja. Ravno zato je v večini primerov za pridobitev te vrste financiranja potrebno zavarovanje s premoženjem (Hisrich et al., 2010).

Dolžniški kapital se prav tako deli na formalni in neformalni dolžniški kapital. **Formalni viri** dolžniškega financiranja najpogosteje vključujejo različna posojila pri bankah, nebančnih in nedržavnih finančnih institucijah, finančna sredstva ministrstev in državnih skladov, občin in občinskih skladov ter leasing oz. zakup (Gašperlin, 2001). Komercialne banke so daleč najpogostejši vir kratkoročnih posojil, ki se jih podjetniki poslužujejo zlasti takrat, ko lahko ponudijo zavarovanje v obliki lastnine podjetja (zemljišče, opremo, zgradbo) ali lastnih sredstev (hišo, avto, posest, delnice ali obveznice). Obstaja več vrst bančnih posojil:

- dolg, zavarovan z določenimi sredstvi (hipoteka ali zastava),
- dolg, zavarovan z zasebno lastnino kapitala (za varstvo se zahteva življenjsko zavarovanje),
- kratkoročna bančna linija (limit),
- premostitvena posojila,
- posojila po principu dovoljene prekoračitve tekočega računa,

- odkup ter financiranje izvoznih terjatev.

Poleg posojil pa imajo podjetja s strani finančnih inštitucij na voljo tudi druge oblike financiranja:

- garancije,
- diskontni posli,
- dotacije,
- leasing (zakup),
- factoring (odkup terjatev),
- nakup vrednostnih papirjev (obveznic ali komercialnih zapisov),
- kreditno garancijski posli s tujino za domače komitente.

V skupino **neformalnega dolžniškega kapitala** uvrščamo predvsem finančna sredstva družine, prijateljev, znancev in poslovnih partnerjev, kreditne kartice in sivi trg. Ti viri so lažje in hitreje dostopni kot formalni dolžniški kapital in so zato za podjetja tudi bolj privlačni. Neformalni dolžniški kapital predstavlja ustrezno izbiro predvsem v naslednjih primerih (Gašperlin, 2001):

- kadar podjetje potrebuje manjšo vsoto denarja in tako za banko ni pomembna stranka,
- kadar ima podjetje slabe izkušnje s krediti iz preteklosti in se raje zanese na ljudi, ki bodo do njegovega problema glede na okoliščine bolj razumevajoči,
- kadar banka zavrne zahtevek za kredit, ali če podjetnik že vnaprej oceni, da njegova vloga za kredit ne bo odobrena,
- kadar podjetje hitro potrebuje denar in nima časa čakati, da bo banka njegovo vlogo odobrila ter uredila vso potrebno dokumentacijo,
- predvsem v prvih fazah razvoja podjetja, ko podjetje težko pridobi formalne vire financiranja zaradi velikega tveganja.

Financiranje pa je prav tako mogoče iz zunanjih in notranjih sredstev. Najpogosteje uporabljena sredstva so ustvarjena znotraj podjetja. Notranja sredstva so namreč tista, ki se generirajo znotraj podjetja na več načinov: z dobičkom, prodajo lastnine, zmanjševanjem delovnega kapitala, podaljšanim pogojem odplačila in prejetih računov. V zgodnjih fazah podjetja, podjetniki vsa pridobljena sredstva vlagajo nazaj v podjetje, zato v tem času niti investitorji ne pričakujejo izplačila.

Sredstva pa je mogoče pridobiti tudi iz virov, ki so izven podjetja. Alternativne vire zunanjega financiranja pa je mogoče presojati s pomočjo naslednjih dejavnikov: dolžino časa, kako dolgo bodo sredstva na razpolago, morebitnimi stroški in izgubo lastniškega deleža podjetja. Vsakega izmed alternativnih virov financiranja je potrebno oceniti s pomočjo teh treh dejavnikov.

## 2.2 Pridobivanje financiranja

Ko se mlada podjetja odločajo o tipu financiranja, ki ga bodo v prvi fazi uporabila, na njihovo odločitev vpliva vrsta dejavnikov. Problematika je dobro preučevana, v namene te naloge pa sem se odločila izpostaviti predvsem dve raziskavi, ki se ukvarjata z vplivom strukture kapitala ter finančnega okolja v državi ustanovitve podjetja na financiranje v času ustanovitve podjetja.

Cassar (2004) v svoji raziskavi preučuje povezavo med strukturo kapitala in tipi financiranja, ki se jih poslužujejo zagonska podjetja. Predvsem se osredotoča na vpliv, ki ga imajo velikost, struktura sredstev, pravna oblika podjetja, usmerjenost v rast in značilnosti lastnika na izbiro in količino financiranja.

Avtor v raziskavi preverja pet hipotez in pride do naslednjih zaključkov. (i) Velikost podjetja ima močan vpliv na strukturo kapitala in financiranje zagonskega podjetja. Pozitivno je povezana s finančnim stanjem podjetja, dolgoročnim finančnim stanjem, zunanjim financiranjem in financiranjem s strani bank. Večje kot je zagonsko podjetje, večji je njegov delež dolga, dolgoročnega dolga, zunanjega financiranja in financiranja s pomočjo bank. Velikost podjetja pa igra vodilno vlogo pri odločanju o tipu financiranja, predvsem pri odločitvi uporabe dolga in financiranja s pomočjo banke.

(ii) Močan vpliv na financiranje zagonskega podjetja ima tudi sestava sredstev, ki pozitivno vpliva na delež dolgoročnih sredstev, negativno pa na dolgoročni finančni vzvod in financiranje s strani bank. Bolj kot so sredstva podjetja opredmetena in generična, večja je likvidacijska vrednost podjetja, kar pomeni, da je tveganje finančne izgube za investitorje manjše. Podjetja, ki jim opredmetenih sredstev relativno primanjkuje, se načeloma financirajo na manj formalne načine, kjer nebančno financiranje, npr. posojila od posameznikov, ki niso povezani s podjetjem, igra pomembnejšo vlogo v finančni strukturi zagonskega podjetja. Te ugotovitve kažejo na to, da se banke pri izdajanju posojil resnično zanašajo na fiksna sredstva podjetja.

(iii) Pravna oblika podjetja (oziroma registracija) ni pozitivno povezana s pridobitvijo zunanjega in bančnega financiranja, ter je bila le delno potrjena. Izkazalo se je namreč, da pravna oblika podjetja nima posebnega vpliva na stopnjo zadolženosti podjetja. Je pa registracija podjetja povezana s povečanjem v deležu zunanjega in bančnega financiranja. Tip organizacije torej ni izkazal bistvenega vpliva na finančno stanje podjetja. Vendar pa se je izkazalo, da se tako zunanje, kot tudi bančno financiranje povečata v primeru, če je podjetje pravno registrirano. To kaže na dejstvo, da registracija podjetja deluje kot pozitivna signalizacija potencialnim investitorjem in posojilodajalcem.

(iv) Načrti in priložnosti za rast podjetja pa so pozitivno povezani predvsem s financiranjem s strani banke. Izkazalo se je namreč, da tako pravna oblika podjetja, kot tudi načrti za rast nimajo močnega vpliva na uporabo zadolževanja, vendar pa so pozitivno povezani z uporabo

bančnega financiranja. Kaže, da med bančnim financiranjem in drugimi zunanjimi viri financiranja obstajajo edinstvene razlike. Načrti za rast podjetja so pozitivno povezavo pokazali le z bančnim financiranjem. Podjetja, ki se nameravajo hitro širiti, so se bančnega financiranja posluževala bolj pogosto.

(v) Značilnosti odgovornega za sprejemanje odločitev vplivajo na strukturo kapitala in financiranje zagonskega podjetja. Osebnostne značilnosti odgovornega za sprejemanje odločitev se niso izkazale za relevantne pri pridobivanju financiranja, kar je skladno s predpostavkama, da podjetnikova izobrazba, izkušnje in spol v primerjavi z drugimi značilnostmi podjetja ne vplivajo za možnosti financiranja in, da investitorji večjo težo pripisujejo značilnostim podjetja, npr. velikosti in potencialnim sredstvom, kot pa osebnosti podjetnika.

Korosteleva in Mickiewicz (2011) pa sta v svoji raziskavi preučevala vpliv finančnega okolja, sistem zagotavljanja lastniških (intelektualnih) pravic in mednarodnih finančnih tokov na financiranje v času ustanovitve podjetja. Podatke sta pridobila s pomočjo vprašalnikov med letoma 2001 in 2006, vključujejo pa podjetnike iz kar 54 držav z vsega sveta.

V raziskavi definirata dve dimenziji, ki najverjetneje vplivata na finančno strukturo zagonskega podjetja: (i) varovanje lastniških pravic ter (ii) finančno odprtost in nadzor finančnega okolja. Na teh dimenzijah tako temeljijo glavne predpostavke in sledeče ugotovitve. (i) Slabo razvite lastniške pravice negativno vplivajo na odločitev potencialnih vlagateljev za financiranje podjetja, to pa zmanjša podjetnikovo možnost, da bi se financiral z zunanjimi viri. Prav tako zmanjšajo pobude za lastne vloške, kar se kaže v nižji podjetniški aktivnosti. Hkrati pa ima pravni sistem z močno zaščito lastniških pravic pozitiven vpliv na odločitve o rabi zunanjega financiranja in velikost podjetniškega projekta, glede na prihodke.

(ii) Obširne finančne omejitve, ki odražajo pogoje finančne zatiranosti v državi, imajo negativen vpliv na rabo zunanjega financiranja in celotno finančno stanje zagonskega podjetja. Potrditev te hipoteze je pokazala, da finančna liberalizacija pozitivno vpliva na vse finančne vidike podjetja. Poveča tako verjetnost rabe zunanjih možnosti financiranja, kot tudi končno količino uporabljenih zunanjih virov.

(iii) Velikost neformalnega finančnega sektorja pri podjetnikih igra pomembno vlogo, saj poveča verjetnost uporabe zunanjega financiranja v času ustanovitve, hkrati pa morda nima večjega pozitivnega vpliva na finančno stanje njihovega projekta. Neformalni finančni sektor morda res poveča dostopnost virov zunanjega financiranja za podjetja, obenem pa na končno finančno stanje projekta nima vpliva. To pomeni, da zagonska podjetja, ki stremijo k hitri rasti, potrebujejo zahtevnejše institucije, kar seveda vključuje dobro razvit finančni sistem v državi.

(iv) Mednarodni pretok kapitala ima močan vpliv na finančno stanje zagonskega podjetja, kar vključuje tako količino prejetega financiranja, kot tudi posluževanje se zunanjih virov

financiranja. Potrditev te hipoteze dokazuje, da imajo zagonska podjetja koristi ne le od finančnega liberalizma, temveč specifično gledano tudi od finančne odprtosti države. Izkazalo se je, da je pritok nakazil povezan z boljšim finančnim stanjem podjetja.

Audretsch in Lehmann (2004) pa sta se osredotočila na financiranje mladih, inovativnih podjetij v Nemčiji, z namenom empirično analizirati vlogo lastnikov tveganega kapitala pri spodbujanju razvoja mladih, inovativnih podjetij. Zanimivo je predvsem vprašanje, ali dolžniško financiranje in financiranje s tveganim kapitalom pri financiranju mladih visokotehnoloških podjetij delujeta kot komplementa ali substituta. Zaključek, do katerega prideta Audretsch in Lehmann (2004), je, da igrata vlogo substitutov. V primeru, da se je podjetje financiralo tako s pomočjo banke, kot tudi s pomočjo tveganega kapitala, je banka tista, ki v primeru neuspeha prva dobi povračilo z odprodajo opredmetenih sredstev podjetja. Ravno to pa lastnike tveganega kapitala odvrča od vlaganja v takšna podjetja. Na verjetnost, da podjetje pridobi tvegani kapital, torej negativno vpliva njegov predhodni dolg. Izkazalo pa se je tudi, da stopnja človeškega kapitala v odboru na verjetnost financiranja s tveganim kapitalom vpliva pozitivno. Ravno tako človeški kapital, vključno z intelektualno lastnino, pozitivno vpliva tudi na rast podjetja.

Že dolgo znano dejstvo je, da imajo zagonska podjetja mnogo višjo verjetnost za neuspeh kot že obstoječa podjetja, predvsem zato, ker še niso vzpostavila učinkovitih vlog, odnosov z zunanjimi kupci in dobavitelji ter baze vpliva, potrditve in avtentičnosti. Poleg tega so zagonska podjetja načeloma tudi majhna in nimajo dovolj zalog, da bi prenesla kakršnekoli izgube. Med avtorji s področja organizacije in podjetništva, se je za opis takšne situacije v devetdesetih letih prejšnjega stoletja zato začel pojavljati izraz »slaba stran novosti«. Ta negotovost o prihodnosti podjetja pa odbija potencialne investitorje, zaposlene, dobavitelje in kupce. Podjetniki se trudijo stopnjo negotovosti zmanjšati tako, da pridobijo podporo priznanih posameznikov in organizacij. Eden izmed pomembnejših načinov, kako lahko podjetja strateško pridobijo ugled je ta, da jih podprejo ugledne organizacije, kot so na primer skladi tveganega kapitala. Ravno zato pa se v najzgodnejših fazah razvoja podjetniki močno zanašajo na tvegani kapital, ki ne pomeni le novega načina financiranja, temveč tudi možnost za pridobitev novih stikov in nasvetov (Chang, 2004).

## **2.3 Financiranje s tveganim kapitalom**

Tvegani kapital (angl. *venture capital*) se je razvil kot pomemben vmesnik na finančnih trgih, ki nudi kapital tistim podjetjem, ki bi drugače morda težje pridobila financiranje. Takšna podjetja so načeloma majhna in mlada, težijo pa jih predvsem visoka stopnja negotovosti in velike razlike med znanjem podjetnikov in investorjev. Poleg tega imajo ta podjetja večinoma tudi malo opredmetenih sredstev, delujejo pa na trgih, ki se zelo hitro spreminjajo. Družbe tveganega kapitala te projekte z visoko stopnjo tveganja, ki pa so v primeru uspeha lahko tudi zelo dobičkonosni, financirajo tako, da odkupijo delež podjetja ali njegove delnice, medtem ko je podjetje še vedno v zasebni lasti. Panoga dejavnosti

tveganega kapitala je razvila vrsto mehanizmov, s katerimi premaguje težave, ki nastopijo v vsaki fazi investicijskega procesa. Obenem pa je sam proces financiranja s tveganim kapitalom občasno lahko predmet različnih anomalij, ki investitorjem ali podjetnikom lahko povzročijo težave (Gompers & Lerner, 2001).

Najlažje je na tvegani kapital gledati kot na bazen kapitala. Pogosto celoten bazen polnijo sredstva premožnega omejenega števila partnerjev. Drugi glavni investitorji v omejena partnerstva tveganega kapitala so pokojninski skladi, daritveni skladi in druge institucije, vključno s tujimi investitorji. Bazen nadzoruje generalni partner, t.j. družba tveganega kapitala, v izmeno za delež pri dobičku, ki ga investicija prinaša. Ta oblika financiranja tipično nastopa zgolj v zgodnejših fazah razvoja, zato je tudi stopnja tveganja za investitorja tukaj največja.

Tajnikar (1997) tvegani kapital opredeli kot obliko kapitala, ki sicer spada v skupino trajnega kapitala, a se hkrati od drugih oblik tovrstnega kapitala razlikuje. Tvegani kapital lahko druge oblike kapitala popolnoma nadomesti, ali pa jih zgolj dopolnjuje, ko je potreba po svežem kapitalu v podjetju največja.

Bovaird (1991) pa tvegani kapital opiše s sledečimi lastnostmi. Je trajen, saj investitor vlaga v podjetje, brez da bi želel povračilo. Vodi ga ambicija, da ob pravem času svoj delež proda po večji vrednosti, kot jo je prvotno vložil, ali pa se zadovolji z delnim lastništvom, če naložba postane dovolj ugodna. Tvegani kapital nudi tudi pomoč pri upravljanju, saj investitor s svojim znanjem in izkušnjami podjetju pomaga v začetnih fazah, da bi bilo uspešnejše. To pomeni, da ima lastnik tveganega kapitala v mladem podjetju večjo vlogo, kot običajni investitor, kar vodi v širši vpliv na podjetje. Med drugim zaradi tega podjetja, ki se financirajo s tveganim kapitalom hitreje zamenjajo strukturo vodstva podjetja. Pri podjetjih, ki se financirajo s tveganim kapitalom, se pričakujejo tudi višji donosi. Pričakovani donosi lastnika tveganega kapitala so med 30 in 50 % in izhajajo predvsem iz kapitalskega dobička. Tvegani kapital je tudi potrpežljiv kapital, kar pomeni, da investitor ne pričakuje takojšnjih donosov, temveč se zanaša na dolgoročni uspeh podjetja v naslednjih dveh do sedmih letih.

### **2.3.1 Proces pridobivanja tveganega kapitala**

Gompers in Lerner (2001) pravita, da se cikel tveganega kapitala prične z zbiranjem sredstev, nadaljuje z investicijo, nadzorovanjem in dodajanjem vrednosti mladim podjetjem, ter zaključi z izhodom upravljalcev skladov tveganega kapitala in povračilom kapitala investitorjem. Celoten proces se ponovi, ko upravljalec skladov tveganega kapitala zopet zbere dovolj sredstev za ponovno investicijo.

Fitza in drugi avtorji (2008) pa postopek pridobivanja tveganega kapitala povzamejo z naslednjimi besedami. Upravljalci skladov tveganega kapitala zbirajo kapital od zunanjih investitorjev, nato pa ta sredstva shranijo v sklade tveganega kapitala. Managerji, ki s temi

skladi upravljajo, pa nato investirajo v določena izbrana mlada podjetja. V podjetja se lahko odločijo vlagati v različnih točkah njihovega razvoja. Te točke v času se načeloma imenujejo runde, kar pomeni, da se za najzgodnejšo investicijo tveganega kapitala uporablja izraz »prva runda«, druga investicija je »druga runda« in tako dalje. Koliko časa preteče med različnimi rundami je odvisno od specifičnih potreb financiranega podjetja v določenem trenutku.

Coulter (2001) proces pridobivanja tveganega kapitala razdeli v štiri glavne faze: predhodni pregled podjetja, sporazum glede osnovnih pogojev, skrbni pregled in končna odobritev. Prva faza se prične s pregledom poslovnega načrta. Poslovni načrt mora vsebovati jasno oblikovano poslanstvo ter jasno zastavljene cilje, ki jih podpirajo izsledki natančno opravljene tržne analize ter analize panoge. Najpomembnejši del poslovnega načrta je dober povzetek, saj ga večina potencialnih investorjev prebere najprej in na podlagi tega opravi prvo izločanje. Najprej določi, ali je ideja podobna že videni ali obstoječi. Nato določi, ali je podjetje v skladu z njegovo dolgoročno politiko in kratkoročnimi potrebami v portfelju.

V drugi fazi investor želi podjetnikovo osnovno razumevanje glavnih pogojev, preden se obveže na dolgotrajen in zahteven postopek. Tretja faza, skrbni pregled, je najdaljša in traja od enega do treh mesecev. V tem času investor natančno pregleda zgodovino podjetja, poslovni načrt, življenjepis posameznikov, finančno zgodovino in ciljno populacijo. V zadnji fazi pa se pripravi razumljiv memorandum o notranji investiciji, ki služi kot osnova za formalno, pravno, dokumentacijo, katere podpis sledi (Coulter, 2001).

Bovaird (1991) ločuje naslednjih sedem stopenj investicij tveganega kapitala:

- semenski kapital,
- zagonski kapital,
- financiranje zgodnje faze,
- financiranje druge runde,
- razširitveni kapital,
- zunanji in notranji odkup podjetja,
- vmesne finance.

Prvo fazo financiranja predstavlja pridobitev semenskega kapitala, ki je najbolj zahtevna za pridobiti s pomočjo zunanjih virov. Večinoma gre za manjše vsote financiranja, ki so potrebne za dokazovanje konceptov ideje, razvoj in preučevanje smiselnosti ideje. Upravljalci skladov tveganega kapitala le redko kdaj vlagajo manj kot 50.000 USD, zato jih semenski kapital večinoma ne zanima, razen v primerih, ko gre za visokotehnološka podjetja podjetnikov, ki imajo za sabo že več uspešnih podjetij in že v prvi fazi potrebujejo večje vsote kapitala (Hisrich et al., 2010). V tej fazi podjetnik pripravi tudi poslovni načrt, preuči trg ter potencial ideje. Ta faza je tako za investitorja, kot tudi za podjetnika, zelo tvegana. V primeru, da se podjetnik odloči, da s projektom ne bo nadaljeval, vloženih sredstev in časa ne dobi povrnjenih, kar pa hkrati pomeni, da investitorji svojih investicij prav tako ne dobijo

nazaj. Ravno zato so v tem času investicije nižje, kapital pa podjetnik navadno pridobi iz lastnih prihrankov ter pomoči družine in prijateljev.

Zaradi izredno visokega tveganja je ta faza financiranja večinoma manj primerna za tvegani kapital. Hkrati pa ravno zato za investitorje predstavlja dobro priložnost. Ker gre le za investicijo v idejo, so vložki lahko izredno nizki, hkrati pa lahko ob uspehu podjetja investitorji dosežejo visoko dodano vrednost na investicijo. Res pa je tudi, da je čas do realizacije investicije v fazi semenskega kapitala relativno dolg, in sicer od sedem do deset let (Žugelj, 2001).

Tej fazi sledi faza zagonskega kapitala. V tej fazi je prisotno razvijanje in prodaja začetnih produktov ali storitev, da lahko podjetje določi, če bo komercialna prodaja sploh uspešna. Organizira lahko poskusno proizvodnjo ter začne s trženjem izdelka. Dodaten kapital je potreben za pripravo ustrezne opreme za proizvodnjo, nabavo surovin, zaposlitev delovne sile ter nasploh uspešen zagon proizvodnje. Tudi ta kapital je težje pridobiti. V teh dveh fazah so tipično bolj aktivni poslovni angeli (Hisrich et al., 2010), zneski pa so večji kot pri semenskem kapitalu. Ta stopnja za investitorja sicer predstavlja manjše tveganje kot prva stopnja, vendar pa je za tvegani kapital še vedno relativno nezanimiva. Največ zagonskega kapitala tako kot semenskega torej še vedno prihaja iz zasebnih virov v obliki podjetniškega kapitala (Žugelj, 2001).

Financiranje zgodnje faze in druge runde je praviloma lažje pridobiti. Tu aktivno vlogo igrajo upravljalci skladov tveganega kapitala. Ker se podjetje razvije v vsaki fazi, postanejo stroški širjenja manj dragi. Večinoma se sredstva, pridobljena v tej fazi financiranja, uporabijo kot delovni kapital za podporo začetne rasti. V drugi rundi podjetje po navadi doseže pozitivno ničlo in sredstva porabi za razširitve v prodaji (Hisrich et al., 2010). Z dodatnim kapitalom v tej fazi naj bi podjetje dozorelo. Postalo naj bi sposobno normalno poslovati na trgu in uspelo normalno rasti. Na tej stopnji se že pojavljajo vse oblike kapitala, tudi dolžniški kapital, pomembno vlogo pri financiranju podjetja začnejo igrati dobavitelji in kupci, vse bolj pa se začne pojavljati tudi tvegani kapital. Investicije so v tej fazi že manj tvegane, prihodnost podjetja pa je jasnejša (Žugelj, 2001).

Sredstva v četrti fazi se tipično porabijo kot most do obdobja, ko bo podjetje začelo prodajati delnice (Hisrich et al., 2010). Kapital za razširitev je potreben za normalno delovanje podjetja in se pojavi, ko se podjetje že približuje zreli fazi. Takrat podjetje investira v nove trge, nove proizvodne zmogljivosti, dodaten obratni kapital, izboljšave proizvodov ali storitve ter v zaposlovanje nove, največkrat specializirane delovne sile. V tej fazi je prihodnost podjetja predvidljiva, zato so na voljo vse oblike kapitala, največ pa se pojavlja ravno tvegani kapital. Cilj investorjev tveganega kapitala je namreč visok kapitalski dobiček, ki pa je v tej fazi praktično zagotovljen. Čas do realizacije investicije na tej stopnji traja od tri do pet let (Žugelj, 2001).

Zadnji dve stopnji pa predstavljata odkup podjetja in vmesne finance (angl. *marzantine finance*). Pride lahko do notranjega odkupa s strani posloводства ali pa zunanjega odkupa podjetja. V tej fazi je kapital, ki ga podjetje lahko pridobi tudi z investicijo tveganega kapitala, potreben za nakup oziroma prodajo podjetja.

Vmesne finance pa so po svojih značilnostih že bolj podobne dolžniškemu, kot pa tveganemu kapitalu. Pojavijo se tik pred prodajo podjetja, ko obstoječi lastniki nimajo več interesa vlagati v podjetje. Imajo lastnosti lastniškega kapitala, saj obstoječi lastniki začasno še ohranjajo svojo upravljavsko vlogo v podjetju, vendar pa je vlagatelju na tej stopnji že jasno, da obstoječi lastniki ne bodo več dolgo upravitelji. Njihova naloga je tako omogočanje nemotenega poslovanja v podjetju v času priprave na menjavo upraviteljev podjetja (Žugelj, 2001).

### **2.3.2 Kriteriji za pridobitev tveganega kapitala**

Glavni cilj družbe tveganega kapitala, oziroma lastnikov tveganega kapitala, je ustvarjanje dolgoročnega kapitala skozi dolg in investicije kapitala. Ker pa je glavni cilj podjetnika preživetje podjetja, si cilji teh dveh pogosto nasprotujejo, še posebej, kadar pride v podjetju do težav. Upravljalci skladov tveganega kapitala ne iščejo vedno nadzora nad podjetjem, temveč si pogosto želijo vložiti v podjetje ali podjetnika, ki se zdi najbolj tvegana, in tako tudi potencialno najbolj dobičkonosna, naložba. Lastnik tveganega kapitala si tipično želi vsaj enega sedeža v nadzornem svetu, a medtem ko se od njega pričakuje svetovanje, se od managementa podjetja še vedno pričakuje, da bo vodilo dnevne naloge podjetja. Kapitalist podjetje podpira finančno, s svojimi finančnimi spretnostmi, načrtovanjem in strokovnim znanjem na vseh potrebnih področjih. Ker investitor večinoma nudi dolgoročno investicijo (vsaj pet let), je med njim in podjetnikom zelo zaželeno medsebojno zaupanje in razumevanje (Coulter, 2001).

Od podjetja se že pred investicijo pričakuje, da izpolnjuje določene splošne kriterije. Podjetje mora imeti močan management, ki sestoji iz posameznikov z dobrimi izkušnjami, ki so močno predani podjetju, sposobni na svojem specifičnem področju, sposobni se spoprijemati z izzivi ter so zelo fleksibilni. Prav tako mora biti izdelek in/ali poslovna priložnost edinstvena, z diferencialno prednostjo na rastočem trgu. Nujno je zagotoviti edinstveno tržno nišo, saj mora izdelek ali storitev med dobo investiranja tekmovati in rasti. Zadnji kriterij pa je ta, da mora imeti poslovna priložnost izrazito možnost za povečanje kapitala. V večini primerov investitor pričakuje 40 do 60 % donosnost naložbe (Coulter, 2001).

Vogel, Puhanič, Shehu, Kliger in Beese (2014) so v svoji raziskavi preučevali vpliv demografskih značilnosti podjetniške ekipe na možnosti pridobitve tveganega kapitala. Študija je vključevala 2.894 posameznikov, ki so jih v sodelovanje povabili preko različnih podjetniških spletnih strani. V raziskavi so uspeli potrditi tri od petih hipotez s katerimi so preverjali: (i) vpliv raznolike izobrazbe, (ii) vpliv različnih pridobljenih stopenj izobrazbe,

(iii) vpliv raznolikih vodstvenih izkušenj, (iv) vpliv spola in (v) vpliv različnih narodnosti znotraj podjetniške ekipe.

Rezultati so potrdili povezavo med raznoliko izobrazbo članov ekipe in možnostjo za pridobitev tveganega kapitala oziroma na pripravljenost investitorjev, da vlagajo v podjetje s takšno ekipo. Prav tako so rezultati potrdili drugo hipotezo. Izkazalo se je namreč, da so investitorji bolj pripravljeni vlagati v novo podjetje, kjer imajo člani podjetniške ekipe različne dokončane stopnje izobrazbe. Investitorji so bolj zainteresirani tudi za podjetja, katerih ustanovitelji imajo različne stopnje predhodnih izkušenj v vodstvenih položajih, za razliko od podjetij, kjer imajo vsi vodilni enake predhodne izkušnje z vodenjem.

Četrta hipoteza, ki predpostavlja negativno korelacijo med raznolikostjo v spolu znotraj ekipe in možnostjo za pridobitev tveganega kapitala, je bila zavrnjena. Izkazalo se je ravno nasprotno: potencialnim investitorjem se zdi ekipa, ki jo sestavljajo pripadniki obeh spolov, bolj obetavna in so zato bolj pogosto pripravljeni finančno podpreti njihov projekt oziroma podjetje.

Ravno tako je bila zavrnjena zadnja hipoteza, ki predpostavlja negativno korelacijo med raznolikostjo v narodnosti znotraj ekipe in možnostjo za pridobitev tveganega kapitala. Za resnično se je zopet izkazalo ravno nasprotno; in sicer, da so investitorji bolj zainteresirani za ekipo, ki jo sestavljajo člani različnih narodnosti. Zaključimo tako lahko, da so podjetniške ekipe, ki jih sestavlja čim bolj pester in raznolik nabor članov, za potencialne investitorje bolj zanimive in bodo hitreje pridobile tvegani kapital.

Zaleski (2010) je v raziskavi ugotavljal, kakšne kriterije imajo potencialni investitorji za oceno neizkušenih podjetnikov ter, ali so kriteriji enaki za podjetnike z izkušnjami. Pokazalo se je, da so že izkušnje same pomemben kriterij, vendar pa se teža izkušenosti razlikuje tudi glede na druge odločilne kriterije, kot so konkurenčna prednost, demografske značilnosti in izobrazba.

Konkurenčna prednost je bolj pomembna pri neizkušenih podjetnikih. To kaže na dejstvo, da zunanji investitorji konkurenčni prednosti pripisujejo veliko vrednost. Prav tako zunanji kapital hitreje pridobijo podjetja, ki imajo patent, lastno blagovno znamko ali avtorske pravice. V skupini neizkušenih podjetnikov bela rasa ne vpliva na verjetnost pridobitve tveganega kapitala, podjetniki azijskega porekla imajo za pridobitev tveganega kapitala manjše možnosti, temnopolti imajo enako verjetnost kot belopolti, Latinoameričani pa dvakrat večje možnosti kot belopolti. Moški imajo petkrat večjo verjetnost, da pridobijo tvegani kapital kot ženske. Neizkušeni podjetniki brez srednješolske izobrazbe praktično gledano nimajo možnosti za pridobitev tveganega kapitala, medtem ko imajo neizkušeni podjetniki s srednješolsko, univerzitetno izobrazbo ali doktoratom vsi enake možnosti za pridobitev tveganega kapitala, kar pomeni, da med neizkušenimi podjetniki stopnja izobrazbe ne velja za pomemben kriterij.

Pri izkušenih podjetnikih so bili rezultati nekoliko drugačni. Izkazalo se je, da samo-ocenjena konkurenčna prednost med izkušenimi podjetniki nima tolikšnega vpliva na njihovo možnost pridobivanja tveganega kapitala. Ena izmed možnih razlag je ta, da ima konkurenčna prednost večjo težo med neizkušenimi podjetniki zato, ker odtehta njihovo pomanjkanje izkušenj. Druga je, da potencialni zunanji investitorji morda konkurenčno prednost vidijo kot tesno povezano s panogo v kateri je podjetnik deloval prej in se jim ne zdi, da lahko podjetniki to znanje prenesejo v novo panogo. To se sklada z ugotovitvijo, da je pozitiven vpliv patenta, lastne blagovne znamke ali avtorskih pravic večji za skupino podjetnikov, ki imajo izkušnje v isti panogi, kot v kateri se nahajajo sedaj.

Medtem ko stopnja izobrazbe pri neizkušenih podjetnikih ne vpliva na možnosti za pridobivanje kapitala, stopnja izobrazbe v skupini izkušenih podjetnikov poveča možnosti za pridobitev tveganega kapitala. Prav tako se razlikujejo rezultati, vezani na raso. V primerjavi z belopoltimi imajo Latinoameričani večje možnosti za pridobitev tveganega kapitala, kadar tekmujejo z neizkušenimi podjetniki. Podjetniki azijskega porekla imajo večje možnosti za pridobitev tveganega kapitala, ko tekmujejo z izkušenimi podjetniki, ki so zamenjali panogo, temnopolti pa imajo nekoliko boljše možnosti kot izkušeni podjetniki, ki še vedno delujejo v isti panogi.

Medtem ko imajo neizkušene ženske petkrat manjše možnosti kot neizkušeni moški, se njihova možnost za pridobitev tveganega kapitala znatno poveča s pridobitvijo preteklih podjetniških izkušenj. Zaključimo torej lahko, da so potencialni investitorji do neizkušenih podjetnikov, ki se soočajo z nižjo stopnjo kredibilnosti, v splošnem dosti bolj kritični.

S stališča pridobivanja tveganega kapitala je zanimiva tudi empirična študija, ki jo je opravil Hsu (2007), v kateri preučuje povezavo med pridobivanjem tveganega kapitala in predhodnimi podjetniškimi izkušnjami ustanoviteljev, izobrazbo in socialnim kapitalom. Za zbiranje podatkov je anketiral skupino zagonskih podjetij, ki so se odločila za sodelovanje v izobraževalnem programu na MIT, ki je poznan kot »Entrepreneurship Laboratory«. Med letoma 1995 in 2000 je v projektu sodelovalo 300 mladih podjetij. Za sodelovanje so morali ustrezati dvema pogojema: ob vstopu v program število zaposlenih ni smelo presegati 35 in pred vstopom v program so že morali zaključiti s prvo rundo financiranja s tveganim kapitalom. Na vprašalnik je odgovorilo 149 podjetij, torej skoraj polovica vseh sodelujočih v projektu.

V raziskavi je Hsu (2007) prišel do sledečih zaključkov. (i) Podjetniške ekipe z več predhodnimi izkušnjami iz ustanavljanja podjetij imajo večjo verjetnost, da prejmejo tvegani kapital preko neposrednih osebnih stikov. Prav tako imajo večjo možnost za pridobitev tveganega kapitala ekipe, ki imajo za sabo že večje število uspešnih podjetniških podvigov. (ii) Podjetja, katerih ustanovitelji imajo več predhodnih izkušenj z ustanavljanjem podjetij, bodo pred financiranjem s strani investorjev boljše ovrednotena, enako pa velja tudi za podjetja, katerih ustanovitelji imajo več preteklih pozitivnih podjetniških izkušenj, ter za podjetniške ekipe, ki imajo več socialnega kapitala. Torej na vrednotenje podjetja vpliva tudi

zasebno mreženje podjetnika. (iii) Podjetniške ekipe z več človeškega kapitala v hitro rastočih panogah, imajo večje možnosti za pridobivanje tveganega kapitala prek neposrednih osebnih stikov. Tovrstna podjetja bodo s strani investorjev tudi bolj ovrednotena, hkrati pa na vrednotenje podjetja pozitivno vpliva tudi količina socialnega kapitala, ki ga ima podjetje v hitro rastočih panogah.

Zaključimo torej lahko, da je bolj verjetno, da tvegani kapital prejmejo podjetniki, ki že imajo predhodne podjetniške izkušnje in tisti, ki imajo za sabo uspešne podjetniške izkušnje. Prav tako bodo ti podjetniki najverjetneje prejeli višje vsote tveganega kapitala. Izkazalo pa se je tudi, da imajo več možnosti za uspeh podjetniki, ki delujejo v hitro rastočih panogah (v času raziskave je to spletna panoga) in imajo hkrati tudi doktorski naziv. Predpostavljamo lahko, da ta služi kot metoda signalizacije zunanjim investorjem. Ko se podjetje odloči, da se želi financirati tudi s tveganim kapitalom, ni nujno, da mu bo ta kapital uspelo tudi pridobiti. Upravljalci skladov tveganega kapitala imajo namreč stroge kriterije glede investiranja v mlada podjetja, ki jim morajo le-ta vsaj delno zadostiti.

Če povzamemo omenjene raziskave, lahko zaključimo, da so upravljalci skladov tveganega kapitala pri odločanju pozorni predvsem na samo idejo podjetnikov ter panogo, v kateri se podjetje nahaja, precej pozornosti pa namenijo tudi značilnostim podjetniške ekipe, njihovi izkušenosti, delno pa tudi izobrazbi in demografskim značilnostim. Pozitivno je torej, če ima novoustanovljeno podjetje inovativen izdelek ali storitev, ki rešuje specifičen problem, vidno konkurenčno prednost ter, če se nahaja v hitro rastoči panogi. Dobra podjetniška ekipa je čim bolj raznolika, kar vključuje njihovo izobrazbo, predhodne izkušnje ter celo spol in narodnost. Posamezniki morajo jasno izžarevati predanost svojemu podjetju ter dobre vodstvene sposobnosti. Prav tako je zaželeno, da že imajo pretekle izkušnje z ustanavljanjem podjetja ter izkušnje s področja, na katerem se nahajajo.

### **3 POVEZAVA MED VIRI FINANCIRANJA IN POSLOVANJEM PODJETJA**

#### **3.1 Vloga tveganega kapitala**

Pridobitev tveganega kapitala za podjetje pomeni večjo spremembo kot le dodaten vir financiranja. Upravljalci skladov tveganega kapitala poleg svojega kapitala namreč prispevajo tudi svoj ugled, hkrati pa dodajajo vrednost s sodelovanjem v različnih aktivnostih podjetja, od oblikovanja strategije, do izvršitve te strategije. To lahko počnejo tudi kot člani odbora podjetja. Prav tako pripomorejo k profesionalizaciji podjetij, v katera so vložili svoj kapital, tako da s sabo pripeljejo bolj profesionalne managerje, standardizirajo kadrovanje (človeške vire), najamejo tržnike ali sprejmejo načrte za prvo javno ponudbo delnic. Predvsem pa izboljšajo ugled podjetja in ga napravijo bolj vidnega. Kakovost novoustanovljenega podjetja je težko oceniti, zato podjetja, ki so že povezana z uglednimi

investitorji, lažje pritegnejo pozornost ljudi, ki bi bili pripravljeni vložiti svoj čas, npr. dobaviteljev, ali dodatnih investorjev (Fitza et al., 2008).

Da investicija tveganega kapitala v podjetje na njegovo rast vpliva pozitivno, so pokazale že pretekle študije (npr. Bertoni et al., 2011; Puri in Zarutskie, 2012). Za to obstajajo štirje glavni razlogi. Prvič, upravljalci skladov tveganega kapitala so pri opažanju mladih podjetij z visokim potencialom za rast bolj uspešni kot drugi potencialni investitorji (Sahlman, 1990), zato lahko tem podjetjem hitro nudijo finančno spodbudo, ki jo potrebujejo. Drugič, kot že omenjeno, upravljalci skladov tveganega kapitala podjetjem iz svojega portfelja »dodajo vrednost« z nudenjem svojih managerskih sposobnosti (Hellmann & Puri, 2002) in skozi nadzor delovanja njihovega managementa in doseženih rezultatov (Lerner, 1995). Tretjič, financiranje s tveganim kapitalom deluje kot signal kakovosti podjetja tistim, ki ga še ne poznajo. Tako imajo podjetja po financiranju s tveganim kapitalom dostop do zunanjih virov, ki bi jim bili brez tveganega kapitala izven dosega (Hsu, 2007). In četrtič, podjetja, ki so financirana s tveganim kapitalom, imajo koristi od mreže poslovnih partnerjev lastnikov tveganega kapitala, ki so jim po financiranju dostopni (npr. dobavitelji, kupci, investicijske institucije) (Hochberg, Ljungqvist, & Lu, 2007).

Raziskava, ki jo je opravil Chang (2004), je pokazala, da se za financiranje s tveganim kapitalom odločajo predvsem podjetja, ki si želijo hitre rasti. Z raziskavo je ugotavljal, kako tvegani kapital in strateške zveze vplivajo na sposobnost spletnih zagonskih podjetij, da pridobijo potrebna sredstva za preživetje in rast. Njegove ugotovitve kažejo, da so na to, kako hitro so podjetja lahko vstopila na borzo, vplivali ugled skladov tveganega kapitala, iz katerih so črpali sredstva, količina finančnih sredstev, ki so jih podjetja uspela zbrati, ugled strateških partnerjev ter število strateških zavezništev, ki so jih podjetja uspela skleniti. Prva izdaja delnic podjetja, oziroma njegov vstop na borzo, v tem primeru služi kot pokazatelj hitre rasti in uspeha podjetja. Ta točka v razvoju podjetja se kot merilo uspeha v najzgodnejši fazi spletnega zagonskega podjetja uporablja zato, ker druga standardna merila uspešnosti, na primer dobiček ali prihodki, za tako mlada podjetja še niso dostopna. Ker spletna zagonska podjetja načeloma potrebujejo visoke začetne investicije zaradi potrebnih tehnologij ter trženja, je potrebnega več časa kot običajno, preden lahko njihov uspeh merimo s tradicionalnimi finančnimi kazalniki. Javna izdaja delnic pa v začetku obstoja podjetja iz več razlogov dobro odraža stanje podjetja. Takrat se namreč podjetje v zasebni lasti preobrazi v javno podjetje. Za podjetnike pa to predstavlja priložnost za dodatno zbiranje kapitala, zato je to trenutek v življenjskem ciklu podjetja, ki kaže, da je podjetje pripravljeno za nadaljnjo rast.

Upravljalci skladov tveganega kapitala mladim podjetjem torej pomagajo s koristnimi nasveti s področja vodenja podjetja, z iskanjem ustrežnejših izkušenih managerjev in odpiranjem poti do potencialnih kupcev ter dobaviteljev. Na takšen način izboljšajo možnosti, da bo zagonsko podjetje uspešno (Chang, 2004). Raziskava je vključevala tri široko definirane spletne poslovne segmente: spletne trgovine, ki prodajajo izdelke, spletne

trgovine, ki prodajajo storitve in spletne portale ter spletne agregatorje. Končni vzorec je tako zajemal kar 1.106 spletnih zagonskih podjetjih.

Z raziskavo je Chang (2004) želel potrditi štiri hipoteze. (i) Večji kot je ugled sklada tveganega kapitala, ki je investiral v spletno zagonsko podjetje, hitreje bo to podjetje doživelo prvo javno ponudbo delnic. (ii) Več tveganega kapitala kot spletno zagonsko podjetje zbere, hitreje bo to podjetje doživelo prvo javno ponudbo delnic. (iii) Večji kot je ugled strateških partnerjev spletnega zagonskega podjetja, hitreje bo to podjetje doživelo prvo javno ponudbo delnic. Strateške zveze z dobavitelji, kupci in drugimi poslovnimi partnerji namreč nudijo komplementarne vire in zmožnosti, ki jih mlada podjetja potrebujejo, kar vodi v hitrejšo rast in boljši uspeh podjetja. (iv) Večja kot je mreža strateških partnerjev spletnega zagonskega podjetja, hitreje bo to podjetje doživelo prvo javno ponudbo delnic.

V raziskavi je bilo potrjeno, da na prvo javno ponudbo delnic podjetja pozitivno vplivajo ugled sklada tveganega kapitala oziroma lastnika tveganega kapitala, ki se je odločilo vložiti v zagonsko podjetje, količina sredstev, ki jih zagonsko podjetje prejme v obliki tveganega kapitala in velikost mreže partnerjev zagonskega podjetja. Sklepamo pa lahko tudi, da lahko novoustanovljena podjetja, ki se odločijo za pridobitev tveganega kapitala pri uglednih posameznikih in družbah tveganega kapitala, doživijo hitrejšo rast in so hitreje sposobna začeti s prodajo delnic podjetja.

Puri in Zarutskie (2012) sta v svoji študiji preučevala glavne razlike med podjetji, ki so financirana s tveganim kapitalom in tistimi, ki tveganega kapitala nikoli ne prejmejo. Glavno raziskovalno vprašanje je, kakšne so sploh značilnosti podjetij, ki prejmejo tvegani kapital s stališča velikosti, prihodkov in prodaje. V skladu z že obstoječo literaturo se je izkazalo, da upravljalci skladov tveganega kapitala vlagajo tudi v podjetja, ki še ne ustvarjajo prihodkov. To velja tako za visokotehnološke panoge, na primer biotehnologijo in računalniško panogo, kot tudi za ne-tehnološke panoge, na primer trgovino na drobno ali trgovino na debelo. Namreč kar 47 % podjetij v vzorcu, ki so prejela tvegani kapital, pred financiranjem še ni ustvarjalo lastnega prihodka. Prav tako so podjetja, ki so se financirala s tveganim kapitalom, večja po številu zaposlenih in prodaji, pred in po financiranju, glede dobičkonosnosti pa bistvenih razlik ni bilo. To kaže na dejstvo, da glavne značilnosti podjetja, na katere so upravljalci skladov tveganega kapitala pozorni, vključujejo rast oziroma potencial za rast, ne pa kratkoročne dobičkonosnosti.

V skladu s tem Puri in Zarutskie (2012) oblikujeta pet hipotez, ki preučujejo predvsem okoliščine podjetij financiranih s tveganim kapitalom, ki prenehajo z delovanjem.

(i) Raziskava je pokazala, da je verjetnost neuspeha za podjetja, ki so prejela tvegani kapital manjša v primerjavi s podjetji, ki se na takšen način niso financirala.

(ii) Druga hipoteza preverja, ali se čas prenehanja delovanja podjetja razlikuje med podjetji, ki so in tistimi, ki niso prejela tveganega kapitala. Upravljalci skladov tveganega kapitala

večinoma podjetja spodbujajo k hitri rasti in se tako kmalu odločijo, katera podjetja iz njihovega portfelja imajo najboljše možnosti za uspešno podjetniško žetev in v katera se ne splača več vlagati. Možno je tudi, da upravljalci skladov tveganega kapitala v zgodnjih fazah težje presodijo, katera podjetja imajo večje možnosti za uspeh, zato v samem začetku za vsa svoja podjetja enako skrbijo in v njih enako vlagajo. Kakorkoli že, izkazalo se je, da imajo podjetja, ki so bila financirana s tveganim kapitalom, manjše možnosti za neuspeh v prvih letih po prejemu tveganega kapitala.

(iii) Tretje vprašanje, ki ga preučuje raziskava je, ali imajo podjetja financirana s tveganim kapitalom drugačen prag za propad, kot podjetja, ki se nikoli niso financirala s tveganim kapitalom, ter ali se propadla podjetja po velikosti ali dobičkonosnosti razlikujejo glede na to, ali so kdaj bila financirana s tveganim kapitalom. V vzorcu, ki ga je zajemala raziskava, se je pokazalo, da so bila podjetja, ki so se financirala s tveganim kapitalom v času prenehanja poslovanja znatno večja, tako glede števila zaposlenih, kot tudi glede letne prodaje, ter hkrati manj dobičkonosna.

(iv) V četrti hipotezi se pojavlja vprašanje, ali so kdaj navidezni propadi podjetij, ki so financirana s tveganim kapitalom, v resnici le prevzemi. Izkazalo se je, da kljub temu da imajo podjetja s tveganim kapitalom manjše verjetnosti za neuspeh, še vedno obstaja možnost, da upravljalci skladov tveganega kapitala slabša podjetja prodajo drugim podjetjem zaradi vez, ki so nastale zaradi tveganega kapitala. Po drugi strani pa morajo podjetja, ki za sabo nimajo lastnikov tveganega kapitala, v primeru neuspeha, le prenehati z delovanjem. Dokazov, da bi resnični propadi bili le zakamuflirani kot prevzemi, v raziskavi niso našli.

(v) Peta hipoteza se nanaša na t.i. internetni mehurček med letoma 1998 in 2000. In sicer na vprašanje, ali je bilo delovanje podjetij, podprtih s tveganim kapitalom, v teh letih drugačno. Raziskovalci so se tako osredotočili le na podjetja, ki so tvegani kapital prejela v tem časovnem obdobju in prišli do zaključka, da so tudi v tem specifičnem obdobju podjetja, ki so prejela tvegani kapital rasla hitreje in prenehala z delovanjem manj pogosto kot podjetja, ki tveganega kapitala nikoli niso prejela.

Raziskava se prav tako ukvarja z vprašanjem, ali upravljalci skladov tveganega kapitala pri odločitvi o financiranju kot kriterij upoštevajo potencial za rast. Izkazalo se je, da so podjetja, ki so bila financirana s tveganim kapitalom, vsako leto dejansko večja (po številu zaposlenih in letni prodaji) od tistih, ki tveganega kapitala niso nikoli prejela. Razlika v velikosti s starostjo podjetja postane še večja, torej je hitrost rasti večja pri podjetjih, ki so se financirala s tveganim kapitalom. To kaže na dejstvo, da upravljalci skladov tveganega kapitala kot kriterij pri izbiri podjetja upoštevajo trenutno ali potencialno rast podjetja po številu zaposlenih in letni prodaji.

Prav tako so bili v raziskavi priča hitri rasti števila zaposlenih pri podjetjih financiranih s tveganim kapitalom. Ena in druga podjetja so pred financiranjem imela v povprečju 26

zaposlenih, tri leta po financiranju pa je povprečno število zaposlenih v podjetjih financiranih s tveganim kapitalom znašalo 55, v podjetjih, ki tveganega kapitala niso prejela, pa le 38. Razlika z leti postane še očitnejša.

Izkazalo se je tudi, da so podjetja, ki so se financirala s tveganim kapitalom, večja tako glede števila zaposlenih, kot tudi glede prodaje, hkrati pa tudi manj dobičkonosna kot podjetja, ki tveganega kapitala niso nikoli prejela. Ključna razlika med podjetji, ki so prejela tvegani kapital in tistimi, ki ga niso, je torej v dejstvu, da upravljalci skladov tveganega kapitala stremijo k čim hitrejši rasti in ne k višji dobičkonosnosti (Puri & Zarutskie, 2012).

Prejem tveganega kapitala za podjetje torej pomeni več kot le investicijo; vpliva tudi na izboljšanje ugleda ter profesionalizacijo podjetja. Prav tako se izboljšajo možnosti za uspeh in preživetje, takšna podjetja pa tudi hitreje rastejo ter hitreje postanejo dobičkonosna. V skladu z lastno raziskavo, se bom v nadaljevanju bolj natančno osredotočila predvsem na vpliv tveganega kapitala na rast, strukturo vodstva in finančni uspeh podjetja.

### **3.1.1 Povezava med tveganim kapitalom in rastjo podjetja**

Financiranje v večji meri z lastniškimi viri, še posebej s tveganim kapitalom, prav tako vpliva na rast podjetja, kar se najpogosteje kaže v rasti števila zaposlenih ter povečanju prodaje. Do podobnih ugotovitev so prišli že Davila et al. (2003), ki so v svojo raziskavo vključili več kot 500 podjetij, za katera so zbirali mesečne podatke med januarjem 1994 in majem 2000. Vzorec so omejili na panoge, v katerih se je nahajalo vsaj eno podjetje, ki se je financiralo s tveganim kapitalom in eno, ki se ni. Končni vzorec je tako vključeval 494 zagonskih podjetij; od tega se jih je 193 financiralo tudi s pomočjo tveganega kapitala.

Dejstvo je, da podjetja, ki se financirajo s tveganim kapitalom, rastejo hitreje kot tista, ki se ne, zato so raziskavo osredotočili na vprašanje, ali je hitrejša rast teh podjetij vidna že pred prvim krogom financiranja. Kot merilo za rast so uporabili spremembo števila redno zaposlenih v podjetju v enem mesecu. To sicer zajema le en aspekt rasti podjetja, ki pa je vsekakor eden izmed najpomembnejših. Rezultati so pokazali, da rasti podjetja pred samim financiranjem ni mogoče predvidevati. To pomeni, da pridobitev tveganega kapitala na trgu dela služi kot signalizacija o uspehu podjetja, obenem pa hitra rast podjetja pred financiranjem ne služi kot signal, ki bi zmanjšal informacijsko asimetrijo med lastniki tveganega kapitala in zagonskimi podjetji.

V raziskavi so preverjali dve hipotezi. (i) Rast števila zaposlenih je višja v mesecu pred financiranjem s tveganim kapitalom, v mesecu dogodka samega in v sledečih mesecih. Za ta pojav obstajata dve potencialni razlagi: tvegani kapital spodbuja rast ali pa rast poveča možnosti za prejem kapitala. Druga hipoteza se zato glasi: (ii) Upravljalci skladov tveganega kapitala financirajo zagonska podjetja, ki imajo že prej višjo stopnjo rasti, v primerjavi s podjetji, ki tveganega kapitala nikoli ne prejmejo.

Prvo hipotezo so uspešno potrdili, medtem ko so drugo hipotezo zavrgli. Rast podjetja se tako ni izkazala za indikator, ki bi napovedal prejem tveganega kapitala, kar kaže na to, da upravljalci skladov tveganega kapitala rasti podjetja ne uporabljajo kot kriterij za izbiro podjetij.

Hkrati pa se je povezava med hitrejšo rastjo podjetja in financiranjem s tveganim kapitalom izkazala za resnično. Raziskavo so omejili na šestmesečno obdobje okoli datuma, ko je podjetje prejelo tvegani kapital (tri mesece pred in tri mesece po dogodku). Povprečno spremembo v številu zaposlenih okoli meseca, ko se je podjetje financiralo, so nato primerjali s spremembo števila zaposlenih v podjetju, ki se v obdobju sedmih mesecev ni financiralo s tveganim kapitalom. Izkazalo se je, da se število zaposlenih delno poveča že pred financiranjem, predvsem pa po prejemu tveganega kapitala.

Na to naj bi vplivali naslednji dejavniki: (i) samostojna izbira lastnikov tveganega kapitala v podjetje, ki ima potencial za visoko rast in management, ki stremlji k tej rasti, (ii) upravljalci skladov tveganega kapitala nato prevzamejo aktivno vlogo v odboru in nadzorujejo razvoj podjetja, ter strukturo glavnih managerjev (vodstva podjetja), (iii) upravljalci skladov tveganega kapitala s seboj pripeljejo tudi mrežo kontaktov, ki vključuje izkušene ponudnike različnih storitev (npr. računovodska podjetja, odvetniške pisarne in kadrovske službe) ter potencialne profesionalne managerje in (iv) upravljalci skladov tveganega kapitala s sabo podjetju prinesejo tudi ugled, ki še dodatno stimulira rast.

Sklepamo lahko, da je rast zaposlenih pri podjetjih, ki prejmejo tvegani kapital, predvsem posledica pozitivnega signaliziranja. Namreč, podjetje, ki uspe pridobiti tvegani kapital, s tem pridobi tudi več kredibilnosti in si uspe ustvariti podobo uspešnega podjetja z mnogo potenciala za hiter razvoj in rast. Že samo dejstvo, da bo do financiranja prišlo, pritegne večje število potencialnih zaposlenih, na kar kaže dvig števila zaposlenih tik pred investicijo. Rast pa je seveda še toliko višja, ko do financiranja dejansko tudi pride. Hkrati pa je zanimiva tudi povezava med financiranjem in rastjo, ki kaže na dejstvo, da novoustanovljena podjetja morda namenoma v samem začetku ne zaposlujejo tako intenzivno, kot bi lahko, saj jim primanjkuje finančnih sredstev. S tega vidika pa se zdi finančna pomoč, ki jo tvegani kapital lahko nudi, še toliko pomembnejša za razvoj podjetij, ki kažejo veliko mero potenciala (Davila et al., 2003).

Bertoni in drugi avtorji (2011) so v svoji raziskavi prav tako odkrivali pozitivno povezavo med financiranjem s tveganim kapitalom ter rastjo podjetja, ki so jo merili s povečanjem števila zaposlenih ter povečano prodajo. V ta namen so opravili 10-letno (1994-2003) longitudinalno študijo, ki je vključevala kar 538 novoustanovljenih tehnoloških italijanskih podjetij, od katerih jih je bila večina v zasebni lasti. 58 od teh podjetij se je med drugim financiralo tudi s pomočjo tveganega kapitala.

Njihovi rezultati jasno kažejo, da ima tvegani kapital pozitiven vpliv na rast zaposlenih ter prodajo, ki se ga ne da pripisati zgolj sposobnosti investorjev, da izbirajo podjetja, ki imajo

visok potencial za rast. Ta dejavnik se je izkazal celo za zanemarljivega. Zanimivo je, da se je vpliv na rast zaposlenih izkazal za močnejšega v primerjavi s prodajo, hkrati pa se začne kazati skoraj takoj po prvi rundi financiranja (Bertoni et al., 2011).

Rezultati raziskave so tako naslednji. Kot prvo, ima tvegani kapital močan pozitiven vpliv na rast zaposlenih ter povečano prodajo novoustanovljenih tehnoloških podjetij. Študija pa hkrati jasno kaže, da na to ne vpliva izbira podjetij, za katera bi se lastnikom tveganega kapitala zdelo, da imajo večji potencial za rast, torej ne vlagajo v podjetja z večjim potencialom za rast. Ta rezultat kaže na slabo razvitost sektorja tveganega kapitala v Italiji, kjer je bila raziskava opravljena. Investitorji tveganega kapitala očitno ne premorejo sposobnosti prepoznavanja mladih tehnoloških podjetij z višjim potencialom.

Kot drugo pa je raziskava osvetlila tudi zanimiv vzorec v rasti števila zaposlenih in prodaje, ki se zgodi po investiciji skozi daljše časovno obdobje. Investicija tveganega kapitala pospeši rast števila zaposlenih v obdobju takoj po prvi rundi financiranja s tveganim kapitalom. Vendar po dveh letih od prve runde financiranja število zaposlenih še vedno hitreje narašča, v primerjavi s podjetji, ki se nikoli niso financirala s tveganim kapitalom. Hitrost zaposlovanja sčasoma seveda počasi upada. Ta vzorec hitrejšega zaposlovanja in tovrsten vpliv tveganega kapitala je podoben tistemu, ki sta ga zabeležila že Puri in Zarutskie (2012) med preučevanjem zasebnih podjetij v ZDA. Kar se tiče povečanja prodaje je vzorec podoben. V tem primeru sta tako takojšen kot tudi dolgoročni vpliv tveganega kapitala opazna, vendar manjša, kot pri vplivu tveganega kapitala na povečanje števila zaposlenih (Bertoni et al., 2011).

Puri in Zarutskie (2012) pa sta v svoji raziskavi prišla do podobnih ugotovitev, in sicer, da so podjetja, ki se financirajo s tveganim kapitalom, večja po številu zaposlenih in prodaji, pred in po financiranju, glede dobičkonosnosti pa bistvenih razlik ni opaziti.

Tvegani kapital torej nedvomno vpliva na rast novoustanovljenega podjetja, Grilli in Murtinu (2014) pa sta naredila še korak naprej in raziskala, kako na rast vplivajo različni tipi tveganega kapitala, in sicer formalni tvegani kapital, v tem konkretnem primeru državni skladi, ter neformalni tvegani kapital, ki ga predstavljajo zasebni investitorji, imenovani tudi poslovni angeli. Raziskavo sta opravila na reprezentativnem vzorcu evropskih novoustanovljenih visokotehnoloških podjetij, ki sta jih opazovala med letoma 1993 in 2010.

Kljub temu da imajo investitorji iz ene in druge skupine enak končni cilj – spodbuditi rast podjetij v katera vlagajo, pa med njimi obstaja tudi mnogo razlik. Poslovni angeli, na primer, stremijo predvsem k poslovni žetvi v obliki izdaje delnic podjetja ali prevzema, zato tudi spodbujajo hitro rast, ki bi podjetju čim prej dvignila vrednost in ga naredila privlačnega za potencialne kupce.

Prav tako se razlikujejo tudi glede na vrednost, ki jo podjetju doprinesejo. Poslovni angeli aktivno nadzirajo delovanje podjetij, v katera so vlagali, kar podjetnike še dodatno spodbuja, da stremijo k rasti podjetja. Po drugi strani pa formalni upravljalci skladov tveganega

kapitala podjetij iz svojega portfelja ne morejo nadzorovati dovolj natančno, hkrati pa imajo manj pravic odločanja. Ravno zato zasebni investitorji k podjetju doprinesejo več kot le dodaten kapital.

Nenazadnje pa državni in zasebni investitorji vlagajo v različna podjetja, glede na predvideno stopnjo tveganja. Poslovni angeli, na primer, niso toliko zainteresirani za visokotehnološka podjetja z visoko stopnjo tveganja in imajo raje poslovne ideje, ki so že precej razvite in preizkušene. Formalni investitorji pa pri izbiri podjetja upoštevajo tudi morebitno dodano vrednost za družbo, ki bi jo izbrano podjetje v primeru uspeha lahko imelo.

V skladu z razlikami med obema tipoma tveganega kapitala, pa so se v raziskavi pokazali tudi različni vplivi, ki ga ima določen tip tveganega kapitala na podjetje. Izkazalo se je, da imajo zasebni investitorji pozitiven vpliv na rast prodaje v podjetju, medtem ko bistvenega vpliva na rast zaposlenih nimajo. Podjetja, ki tvegani kapital prejmejo od poslovnih angelov, tako izkusijo kratkotrajno rast letnih prihodkov. V primerjavi podjetij financiranih z zasebnim tveganim kapitalom in podjetij, ki tveganega kapitala sploh niso prejela, je bilo opaziti pozitiven vpliv tveganega kapitala na prodajo v podjetju. Zanimivo pa je, da dodatno financiranje s formalnim tveganim kapitalom ni opazno pripomoglo k večji rasti prodaje v podjetju.

Analiza je torej pokazala, da zasebni tvegani kapital pozitivno vpliva na rast prodaje pri novoustanovljenih visokotehnoloških podjetjih. Enaka povezava pa se ni izkazala za resnično pri formalnem tveganem kapitalu. Nadaljnja raziskava je pokazala tudi, da ima formalni tvegani kapital pozitiven vpliv na rast podjetja le v primeru, ko investitorji opravljajo vlogo ne-vodilnih partnerjev v primerih skupnega financiranja. V vseh drugih primerih, ko so edini investitorji v podjetju ali, ko njihova investicija nastopi pred ali po investiciji zasebnega kapitala, njihova vloga nima nobenega vpliva na prodajo ali rast zaposlenih v visokotehnoloških podjetjih.

Zaključiti je tako mogoče, da formalni tvegani kapital očitno nima sposobnosti, da bi dejansko podprl novoustanovljena visokotehnološka podjetja zgolj z delovanjem na trgu tveganega kapitala. Hkrati pa raziskava služi kot pokazatelj, da neformalni tvegani kapital resnično pripomore k hitrejši rasti novoustanovljenega podjetja.

### **3.1.2 Povezava med tveganim kapitalom in strukturo vodstva podjetja**

Financiranje s tveganim kapitalom pa pogosto spremeni tudi strukturo vodstva podjetja, saj upravljalci skladov tveganega kapitala sodelujejo na več področjih podjetja, njihove predhodne izkušnje pa botrujejo temu, da z namenom profesionalizacije podjetja na vodilna mesta v managementu pripeljejo nove zaposlene, ki imajo z vodenjem podjetja več izkušenj kot ustanovitelj, ki najpogosteje opravlja funkcijo izvršnega direktorja v prvih letih obstoja podjetja.

Hellmann in Puri (2002) sta z empirično raziskavo pokazala, da financiranje s tveganim kapitalom vpliva na sestavo vodstva podjetja. Za pridobivanje podatkov sta uporabila kombinacijo izsledkov vprašalnika, podatke, pridobljene med intervjuji, komercialne podatkovne baze in veliko zbirko prosto dostopnih informacij. Vzorec je vključeval preko 170 mladih visokotehnoloških podjetij v Silicijski dolini.

Njuna hipoteza, ki jo v delu tudi potrdira, je, da igrajo upravljalci skladov tveganega kapitala vlogo, ki presega vlogo običajnih finančnih posrednikov. Pomembno vprašanje je torej, ali tvegani kapital vpliva na vodstvo organizacije. Da bi odkrila, ali upravljalci skladov tveganega kapitala na položaj izvršnega direktorja resnično pripeljejo svojega managerja, sta zbirala podatke o tem, če in kdaj so preučevana zagonska podjetja prvič doživela menjavo izvršnega direktorja. Izkazalo se je, da je v podjetjih, financiranih s pomočjo tveganega kapitala, mesto izvršnega direktorja, ki sprva večinoma pripada ustanovitelju, resnično pogostejše prevzel nekdo od zunaj.

V samem začetku vodilno vlogo lastnega podjetja večinoma prevzamejo ustanovitelji. Vendar pa kljub temu da so v začetni fazi ustanovitelji za takšno nalogo lahko zelo primerni, niso vsi ustanovitelji vedno sposobni narediti prehoda od podjetnika do managerja. Ko se podjetje razvije, mu lahko prihod zunanjega izvršnega direktorja zelo koristi. To namreč močno prispeva k nadaljnji profesionalizaciji podjetja. S svojo raziskavo sta pokazala, da je pridobitev tveganega kapitala povezana tudi z drugimi mejniki v organizaciji, kot so oblikovanje pravil na področju človeških virov, oblikovanje načrtov za odprodajo delnic ter zaposlitev vodje prodaje in trženja.

Sam prehod od ustanovitelja do zunanjega izvršnega direktorja pa ni vedno lahek. Nekateri podjetniki so veseli, da lahko vodenje podjetja prepustijo bolj izkušenemu managerju, ter se tako sami osredotočijo na druge vidike razvoja svojega podjetja. Spet drugi podjetniki pa nadzor nad svojim podjetjem težje prepustijo novemu, nepoznanemu managerju.

Zato sta Hellmann in Puri (2002) v svoji raziskavi skušala odkriti tudi, kako pogosto ustanovitelj po prihodu novega izvršnega direktorja še vedno ostane v podjetju. Ustanovitelj lahko v podjetju še naprej opravlja določeno funkcijo, ali pa podjetje v celoti zapusti. V raziskavo je bilo vključenih 91 podjetij. V 38 od teh podjetij (kar je dobrih 40 %), so ustanovitelji ostali vključeni v procese svojega podjetja. Vpliv lastnikov tveganega kapitala je še posebej viden v zgodnjih fazah razvoja podjetja. Njuna raziskava je pokazala tudi, da je vpliv lastnikov tveganega kapitala še posebej pomemben v času, ko so podjetja še vedno v zasebni lasti.

Raziskava, ki so jo opravili Fitza in drugi avtorji (2008) je vključevala 3.756 podjetij, 6.490 rund financiranja in 1.418 skladov tveganega kapitala iz kar 58 različnih panog, v preučevanem obdobju med letoma 1980 in 2005. Uspeli so odkriti določene značilnosti, ki so značilne vsem lastnikom tveganega kapitala, in sicer, da so na začetku večjega pomena značilnosti ter ugled podjetnika, medtem ko sčasoma upravljalci skladov tveganega kapitala

postajajo vse bolj vpleteni v operacijske in strateške odločitve podjetja, pričakujejo redna poročila, pogosto pa želijo imeti tudi nadzor nad odborom ter prihodnjimi odločitvami o lastniških deležih. S tem pa pripomorejo k boljšim priložnostim za kakovostnejši management. Kasnejši uspeh podjetja je tako odvisen tudi od sposobnosti lastnikov tveganega kapitala, ki dvigujejo vrednost preko managementa (Fitza et al., 2008). Poleg dodatnega kapitala, upravljalci skladov tveganega kapitala k podjetju doprinesejo tudi legitimnost, ugled, strokovno znanje in izkušnje, socialne mreže, sposobnost vodenja ter znanje, vezano na tehnološke ali marketinške temelje podjetja (Fitza et al., 2008).

Še ena pomembna vloga, ki jo igra lastnik tveganega kapitala, pa je nadzorovanje in discipliniranje managementa. Nadzorovanje se lahko konča tudi z zamenjavo izvršnega direktorja. Takšno discipliniranje se večinoma zgodi manj opazno in vključuje konstanten pritisk za doseganje zadanih rokov v podjetju ali doseganje določenih prelomnic. Tako lahko investitorji ustvarjajo vrednost tudi z zmanjševanjem agencijskih stroškov (Fitza et al., 2008).

Na podlagi rezultatov že opravljenih raziskav sem oblikovala tudi lastni hipotezi, s katerima sem želela preveriti, ali obstaja povezava med različnimi viri financiranja in spremembami v prodaji, številu zaposlenih v podjetju in menjavo vodstva.

H1a: Financiranje s tveganim kapitalom je povezano s spremembo v prodaji.

H1b: Financiranje s tveganim kapitalom je povezano s hitrostjo rasti podjetja ter velikostjo podjetja, glede na število zaposlenih.

H2: Novoustanovljena tehnološka podjetja, ki se v začetku poslovanja financirajo tudi s tveganim kapitalom, po pridobitvi zunanjega vira financiranja izvedejo spremembe v vodstvu podjetja.

## **4 RAZISKAVA POVEZAVE MED VIRI LASTNIŠKEGA FINANCIRANJA IN POSLOVANJEM PODJETJA**

### **4.1 Potek raziskave**

Namen sledečega poglavja je opisati potek raziskave, s katero sem ugotavljala povezavo med različnimi viri financiranja in poslovanjem novoustanovljenega tehnološkega podjetja. Raziskava je bila načrtovana v skladu z namenom in cilji magistrske naloge, potekala pa je v zaporednih korakih, ki so na kratko predstavljeni v nadaljevanju.

#### **4.1.1 Izbira vzorca**

Kvantitativno raziskavo sem izvedla na vzorcu iz populacije novoustanovljenih tehnoloških podjetij v Sloveniji, in sicer z metodo anketnega vprašalnika. Uporabljena baza podjetij sestoji iz podjetij, ki so bili redni ali izredni člani enega izmed spodaj naštetih tehnoloških parkov, podjetniških inkubatorjev in univerzitetnih inkubatorjev v Sloveniji v letu 2015:

- Ljubljanski tehnološki park
- Primorski tehnološki park
- Pomurski tehnološki park
- Inkubator Sežana
- Ljubljanski univerzitetni inkubator
- Tovarna podjetij
- Internet Week

Iz raziskave sem nato izločila vsa podjetja, ki so vključena v subjekt inovativnega okolja, vendar se ne uvrščajo v skupino tehnoloških podjetij. Poleg tega so izbrana tehnološka podjetja imela sedež v Sloveniji, stara pa so bila vsaj tri leta. Tako je ostalo 399 podjetij, ki so ustrezala vsem izbranim kriterijem za sodelovanje v raziskavi. Vzorčenje je bilo popolnoma naključno, saj sem v raziskavo vključila vsa podjetja s seznama, odgovori vseh naključno sodelujočih podjetij pa so imeli v raziskavi enako težo. Slabost tega pristopa je, da izbran vzorec ni bil nujno reprezentativen.

S temi podjetji sem nato stopila v stik preko elektronske pošte in jih povabila k izpolnitvi spletnega anketnega vprašalnika, ki se nahaja v Prilogi 1. V celoti je bilo rešenih 53 vprašalnikov; odziv vseh enot je bil torej 13,3 %.

#### **4.1.2 Sestava vprašalnika**

Raziskava povezave med viri financiranja in uspehom novoustanovljenih tehnoloških podjetij v celoti temelji na anketnem vprašalniku, namenjenem posameznikom, ki vodijo novoustanovljeno tehnološko podjetje. Osnovna podatka, ki sem ju želela pridobiti od podjetij, sta bili starost in velikost podjetja. Iz vzorca sem predhodno seveda že izločila vsa tehnološka podjetja, ki so sicer bila vključena v subjekt inovativnega okolja, vendar so bila stara manj kot tri leta. Pri oblikovanju vprašalnika sem upoštevala splošna navodila glede priprave vprašalnika in spremnega pisma. Vprašalnik sem se trudila sestaviti čim krajši, vprašanja pa zastaviti razumljivo in hitro rešljivo. Prvotno različico vprašalnika, ki sem jo poslala manjši skupini podjetnikov, od katerih sem prejela povratne informacije, sem nato skrajšala, vprašanja pa poenostavila in omogočila hitrejše odgovarjanje. Vsebina vprašalnika odraža zastavljene hipoteze ter sam cilj raziskave.

Anketni vprašalnik je sestavljen iz 11 vprašanj. Prva tri vprašanja se nanašajo na starost in velikost podjetja, glede na letno prodajo in število zaposlenih ter so namenjena ugotavljanju splošnih značilnosti vzorca. Cilj naslednjih dveh vprašanj je pridobitev podatkov o izbranih finančnih virih v prvi fazi življenjskega cikla podjetja in strukturi lastniškega kapitala v tem obdobju. Vsa sledeča vprašanja so namenjena iskanju povezave med uporabljenim semenskim kapitalom in poslovanjem podjetja. Zastavljena vprašanja se tako nanašajo na velikost podjetja, glede na letno prodajo in število zaposlenih, pred in po prvi rundi financiranja ter morebitno menjavo izvršnega direktorja. Uvod v vprašalnik predstavlja uvodni nagovor, ki podjetnike seznani z namenom in tematiko raziskave ter predvidenim časom, ki ga bodo porabili za izpolnjevanje vprašalnika.

## **4.2 Statistične metode obdelave podatkov**

Obdelavo podatkov za potrebe raziskave sem opravila s pomočjo aplikacije PSPP, ki je namenjena statistični analizi zbranih podatkov in predstavlja brezplačno alternativo orodju za statistične analize SPSS (GNU PSPP, 2015).

Vzorec je vključeval 53 tehnoloških podjetij v Sloveniji. V prvem koraku sem za zbrane podatke o starosti podjetja ter velikosti podjetja glede na število zaposlenih in letno prodajo s pomočjo orodja PSPP izvedla opisne statistike. Na enak način sem analizirala tudi strukturo virov financiranja tehnoloških podjetij in strukturo lastniških virov financiranja. Z opisno statistiko sem torej odkrivala, kakšna je struktura financiranja med novoustanovljenimi tehnološkimi podjetji v Sloveniji.

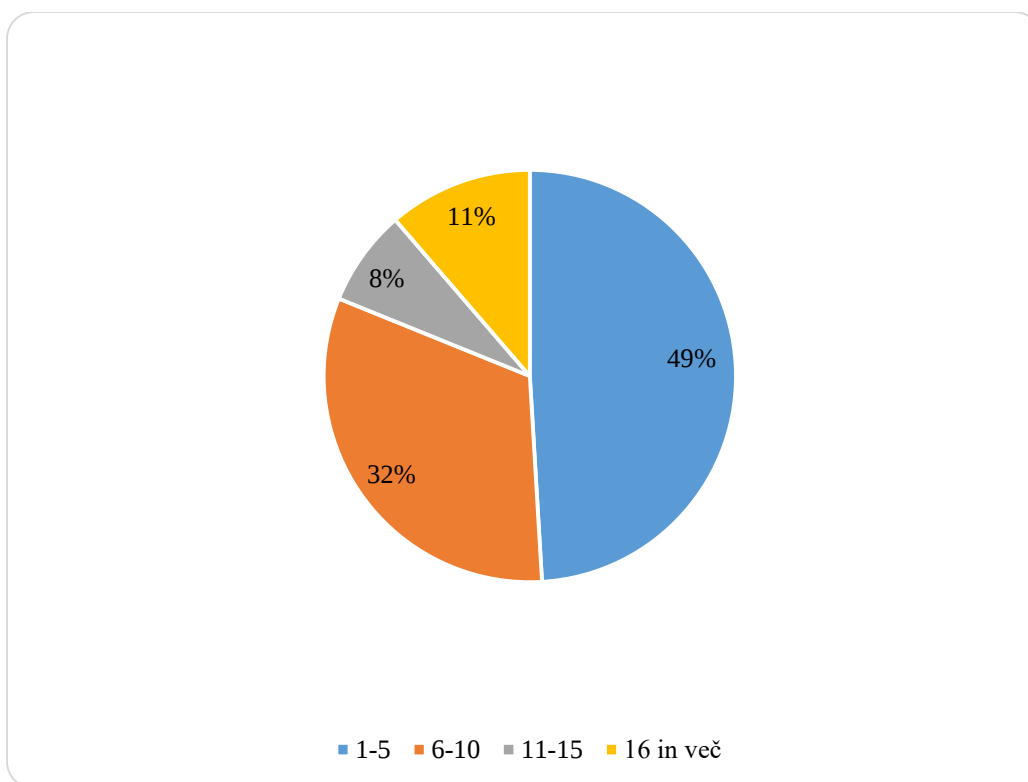
V drugem koraku pa sem preverjala povezave med prevladujočim izbranim virom financiranja in spremembami v številu zaposlenih in prodaji ter morebitno menjavo vodstva podjetja. To analizo sem izvedla s pomočjo linearne regresije, ki opiše vpliv neodvisne spremenljivke na odvisno spremenljivko. V primeru svoje raziskave sem iskala vpliv različnih virov financiranja na uspeh podjetja. Neodvisne spremenljivke tako predstavljajo financiranje s tveganim kapitalom, financiranje z lastniškimi viri in financiranje z lastnimi sredstvi podjetnika. Odvisne spremenljivke pa predstavljajo sprememba v številu zaposlenih, sprememba v letni prodaji in menjava izvršnega direktorja. V namene preverjanja prve hipoteze sem razliko v rasti in prodaji razdelila v tri skupine, in sicer število zaposlenih oziroma prodaja se je zmanjšalo, povečalo ali ostalo enako. Do zmanjšanja sicer ni prišlo v nobenem podjetju.

## 5 REZULTATI RAZISKAVE IN INTERPRETACIJA PODATKOV

### 5.1 Značilnosti vzorca

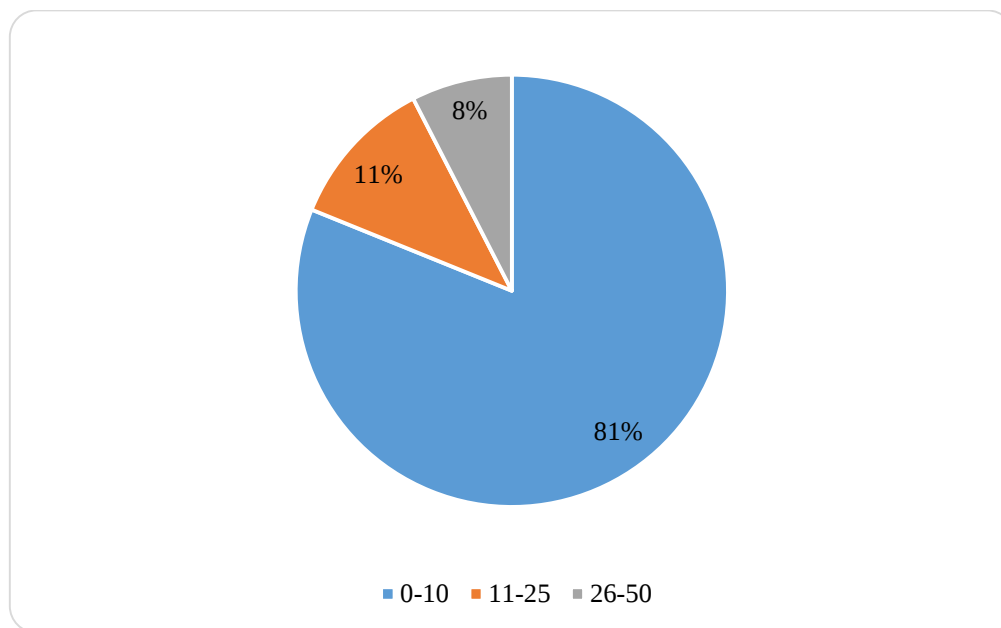
Večina (49 %) preučevanih podjetij je starih manj kot pet let. Na drugem mestu (32 %) so podjetja, stara manj kot deset let; tem sledijo podjetja, stara več kot 16 let (11 %) ter podjetja, stara med enajst in petnajst let (8 %).

*Slika 2: Starost preučevanih tehnoloških podjetij v letih*



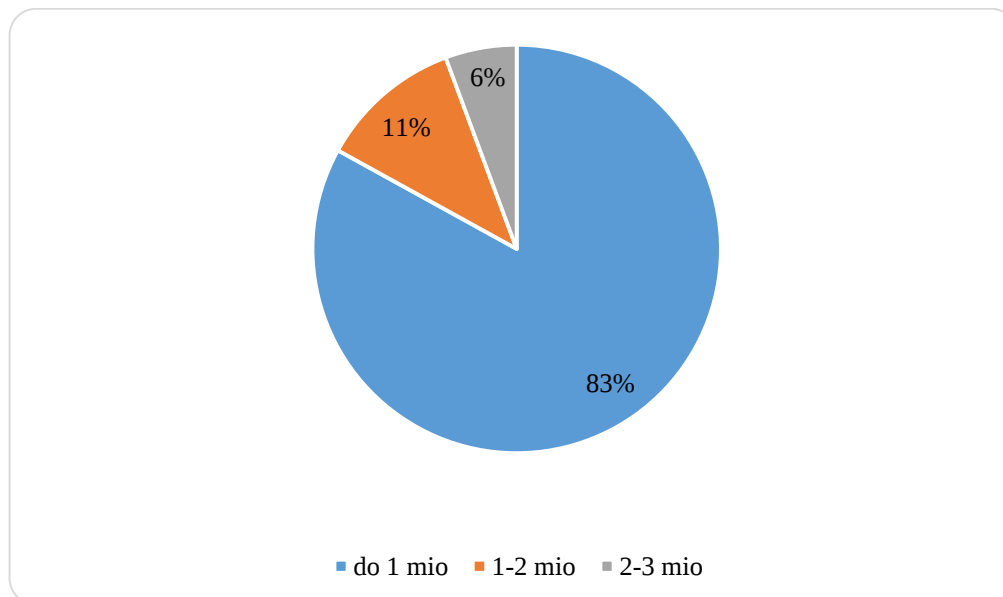
Največji delež preučevanih tehnoloških podjetij (81 %) ima manj kot 10 zaposlenih. Temu sledijo podjetja, ki imajo med enajst in petindvajset zaposlenih (11 %) ter podjetja, ki imajo med šestindvajset in petdeset zaposlenih (8 %).

*Slika 3: Velikost preučevanih tehnoloških podjetij glede na število zaposlenih*



Večina (83 %) preučevanih podjetij ustvarja manj kot 1 milijon EUR prihodkov. Temu sledijo podjetja, ki ustvarjajo med 1 in 2 milijona prihodkov (11 %), le 6 % preučevanih podjetij pa letno ustvari med 2 in 3 milijone prihodkov.

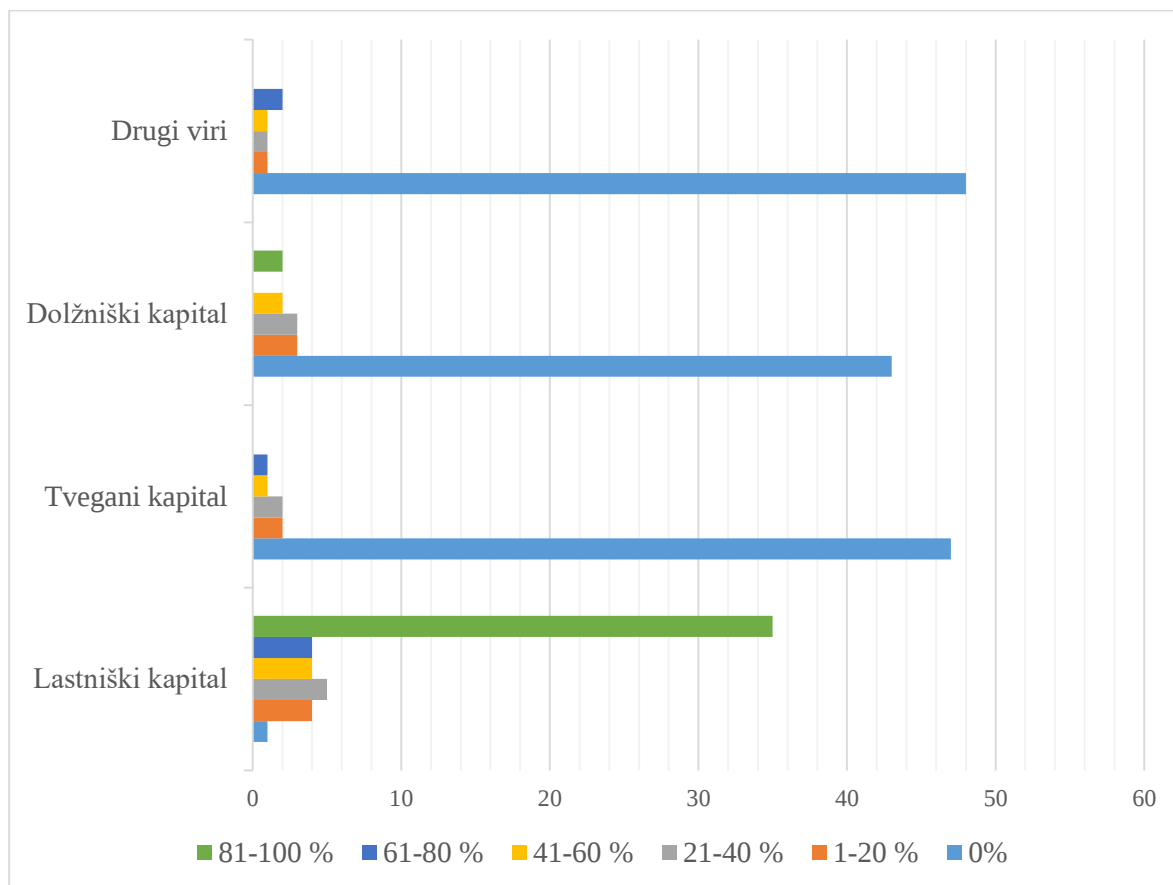
*Slika 4: Velikost preučevanih tehnoloških podjetij glede na prodajo (v EUR)*



S spodnje slike je razvidno, da so se preučevana podjetja v prvi fazi v veliki večini financirala z lastniškim kapitalom. Podjetij, ki so za financiranje skoraj v celoti uporabila lastniški kapital, je kar 35 (66 %). Petim podjetjem je lastniški kapital predstavljal 21-40 % semenskega kapitala, po štirim podjetjem pa med 1-20 %, 41-60 % ter 61-80 %. Le eno podjetje se sploh ni financiralo s pomočjo lastniškega kapitala.

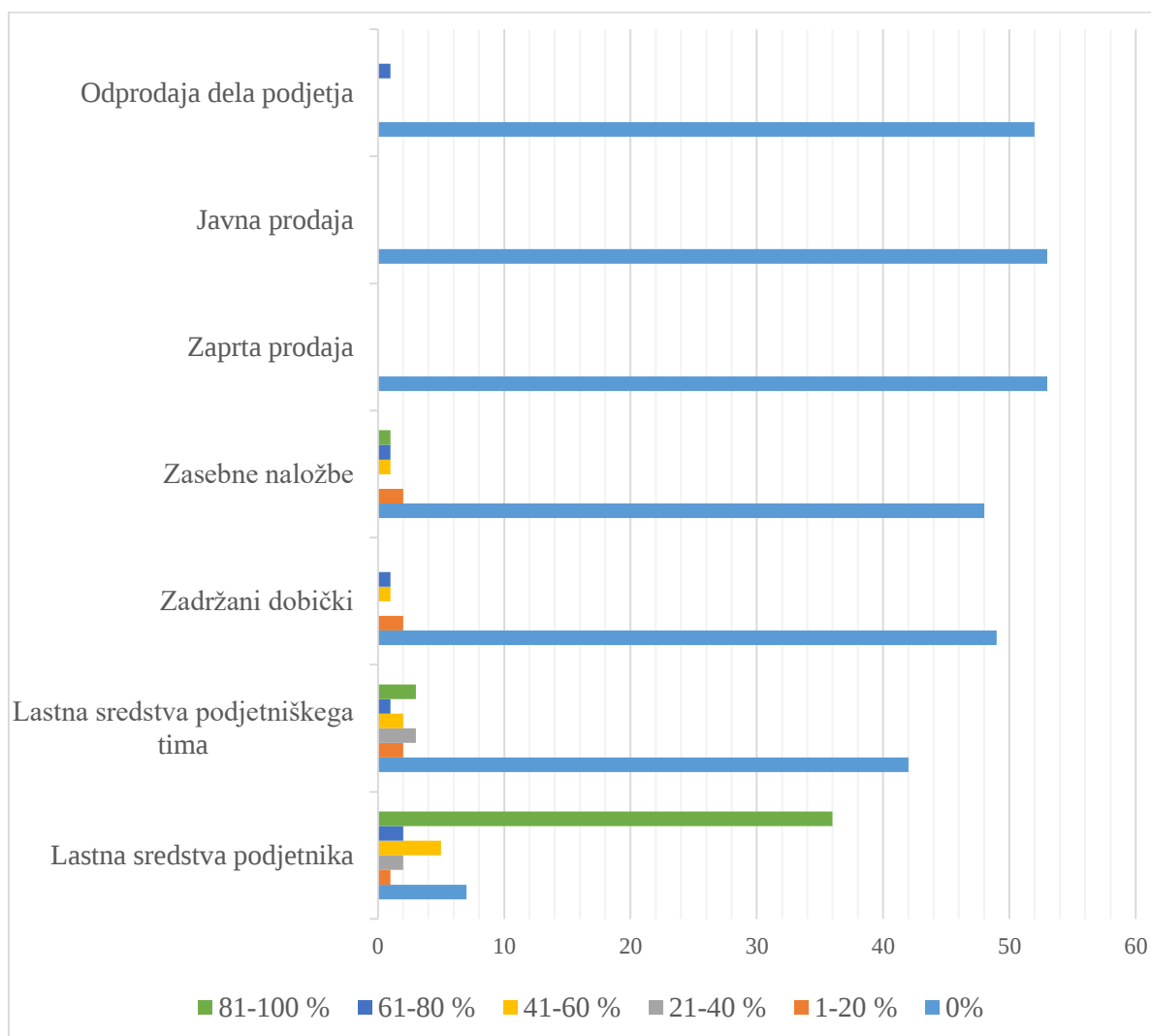
Delno se je s pomočjo tvegane kapitala financiralo le šest podjetij, hkrati pa se nobeno preučevano podjetje ni v celoti financiralo na takšen način. Le enemu izmed podjetij je tvegani kapital predstavljal do 80 % semenskega kapitala, enemu med 41-60 %, dvema 21-40 % ter dvema 1-20 %. Deset podjetij se je delno financiralo tudi s pomočjo dolžniških virov, pet podjetij pa se je financiralo na druge načine.

*Slika 5: Viri financiranja rasti v prvi fazi finančnega življenjskega cikla preučevanih tehnoloških podjetij (semenski kapital)*



Večji del lastniškega kapitala podjetij predstavljajo lastna sredstva podjetnika (68 %). Le 7 podjetij lastnih sredstev podjetnika sploh ni uporabilo. Po pričakovanjih se nobeno preučevano podjetje ni financiralo s pomočjo zaprte ali javne prodaje, so se pa podjetja delno financirala tudi s pomočjo lastnih sredstev podjetniškega tima, zadržanih dobičkov, zasebnih naložb in odprodaje dela podjetja.

*Slika 6: Sestava lastniških virov v prvi fazi finančnega življenjskega cikla preučevanih tehnoloških podjetij*



Podatki o preučevanih spremenljivkah prav tako kažejo, da je najvišje povprečje pri financiranju z lastniškim kapitalom (4,09), večino lastniškega kapitala pa predstavljajo lastna sredstva (povprečje je kar 3,92). Standardni odklon, ki nam kaže odklon posamezne spremenljivke od njene aritmetične sredine, je največji pri naslednjih spremenljivkah: financiranje z lastnimi sredstvi podjetnika, financiranje z lastnimi sredstvi podjetniškega tima, financiranje z lastniškim kapitalom in financiranje z dolžniškim kapitalom. Aritmetične sredine prav tako kažejo, da večina podjetij ni menjala vodstva, hkrati pa sta se pri večini podjetij po prvi rundi financiranja povečala tako prodaja, kot tudi število zaposlenih.

*Tabela 1: Osnovni statistični podatki uporabljenih spremenljivk*

|                                         | <b>N</b> | <b>Povprečje</b> | <b>Povprečje<br/>std. napake</b> | <b>Std.<br/>odklon</b> | <b>Varianca</b> |
|-----------------------------------------|----------|------------------|----------------------------------|------------------------|-----------------|
| <b>Lastniški kapital</b>                | 53       | 4,09             | 0,20                             | 1,46                   | 2,13            |
| <b>Dolžniški kapital</b>                | 53       | 0,47             | 0,16                             | 1,17                   | 1,37            |
| <b>Tvegani kapital</b>                  | 53       | 0,25             | 0,11                             | 0,78                   | 0,61            |
| <b>Drugi viri</b>                       | 53       | 0,26             | 0,12                             | 0,90                   | 0,81            |
| <b>Lastna sredstva podjetnika</b>       | 53       | 3,92             | 0,25                             | 1,81                   | 3,26            |
| <b>Lastna sredstva tima</b>             | 53       | 0,62             | 0,19                             | 1,40                   | 1,97            |
| <b>Zadržani dobički</b>                 | 53       | 0,17             | 0,10                             | 0,70                   | 0,49            |
| <b>Zasebne naložbe</b>                  | 53       | 0,26             | 0,13                             | 0,96                   | 0,93            |
| <b>Zaprta prodaja</b>                   | 53       | 0,00             | 0,00                             | 0,00                   | 0,00            |
| <b>Javna prodaja</b>                    | 53       | 0,00             | 0,00                             | 0,00                   | 0,00            |
| <b>Odprodaja dela podjetja</b>          | 53       | 0,08             | 0,08                             | 0,55                   | 0,30            |
| <b>Menjava direktorja</b>               | 53       | 1,91             | 0,04                             | 0,30                   | 0,09            |
| <b>Sprememba števila<br/>zaposlenih</b> | 53       | 0,26             | 0,06                             | 0,45                   | 0,20            |
| <b>Sprememba v prodaji</b>              | 53       | 0,15             | 0,05                             | 0,36                   | 0,13            |

## **5.2 Analiza povezanosti vira financiranja s spremembo v prodaji**

Iz obstoječe literature in že opravljenih podobnih raziskav lahko sklepamo, da je vir financiranja, ki ga novoustanovljeno podjetje izbere v samem začetku, pogosto povezan z nadaljnjo prodajo in prihodki podjetja. Najpogosteje je opaziti, da podjetja, ki se financirajo s tveganim kapitalom, s stališča prodaje rastejo hitreje kot podjetja, ki se financirajo predvsem z lastniškim kapitalom. To predpostavko sem želela preveriti tudi na vzorcu slovenskih tehnoloških podjetij.

H1a: Financiranje s tveganim kapitalom je povezano s spremembo v prodaji.

Za analizo sem uporabila linearno regresijo, kjer neodvisne spremenljivke predstavljajo vrste financiranja podjetij (financiranje s tveganim kapitalom, lastniškim kapitalom in lastnimi sredstvi podjetnika), odvisno pa sprememba v prodaji podjetja. V primeru financiranja s tveganim kapitalom se je povezava izkazala za statistično značilno ( $p=0,001$ ). Koeficient je pozitiven (0,22), kar pomeni, da večji kot je delež financiranja s tveganim kapitalom, višja je prodaja v podjetju. Povezava med financiranjem z lastniškimi viri in z lastnimi sredstvi podjetnika ter spremembo v letni prodaji podjetja pa se v nobenem primeru ni izkazala za statistično značilno, saj je stopnja tveganja v obeh primerih presegala še sprejemljivih 5 %.

Zaključimo torej lahko, da financiranje s tveganim kapitalom na prodajo podjetja vpliva pozitivno, obenem pa niti financiranje z lastniškimi viri, niti z lastnimi sredstvi podjetnika, nimata značilnega vpliva na letno prodajo. Skladno s temi rezultati lahko torej sprejmemo hipotezo, da je financiranje s tveganim kapitalom pozitivno povezano s prodajo v podjetju.

*Tabela 2: Rezultati linearne regresije, kjer neodvisne spremenljivke predstavljajo različni viri financiranja, odvisno pa sprememba v prodaji*

|                          | <b>Koeficient</b> | <b>Standarna napaka</b> | <b>t</b> | <b>Stopnja tveganja</b> |
|--------------------------|-------------------|-------------------------|----------|-------------------------|
| <b>Konstanta</b>         | 0,14              | 0,18                    | 0,77     | $\alpha=0,447$          |
| <b>Tvegani kapital</b>   | 0,22              | 0,06                    | 3,52     | $\alpha=0,001$          |
| <b>Lastniški kapital</b> | 0,01              | 0,03                    | 0,16     | $\alpha=0,876$          |
| <b>Lastna sredstva</b>   | -0,02             | 0,03                    | -0,60    | $\alpha=0,549$          |

Korelacijski koeficient znaša 0,49, kar pomeni, da med neodvisnimi in odvisno spremenljivko obstaja zmerna, pozitivna povezanost. Determinacijski koeficient (R-kvadrat) pa znaša 0,24, kar pomeni, da lahko le 24 % variabilnosti odvisne spremenljivke, v tem primeru spremembe v prodaji, pojasnimo s spreminjanjem neodvisnih spremenljivk.

*Tabela 3: Korelacijski in determinacijski koeficient v primeru analize spremembe v prodaji*

| <b>R</b> | <b>R-kvadrat</b> | <b>Prilagojeni R-kvadrat</b> | <b>Standarna napaka</b> |
|----------|------------------|------------------------------|-------------------------|
| 0,49     | 0,24             | 0,19                         | 0,33                    |

### 5.3 Analiza povezanosti vira financiranja s spremembo v številu zaposlenih

Prav tako sem želela tudi preveriti, ali obstaja povezava med virom financiranja in povečanjem števila zaposlenih po prvem financiranju. Obstoječa literatura, ki zajema raziskave, opravljene na tujih podjetjih, nudi podporo predpostavki, da število zaposlenih hitreje narašča v podjetjih, ki se v začetku financirajo s tveganim kapitalom, oziroma počasneje v podjetjih, ki se financirajo predvsem z lastniškimi viri.

H1b: Financiranje s tveganim kapitalom je povezano s hitrostjo rasti podjetja ter velikostjo podjetja, glede na število zaposlenih.

Za analizo sem zopet uporabila linearno regresijo, kjer neodvisne spremenljivke predstavljajo vrste financiranja podjetij (financiranje s tveganim kapitalom, lastniškim kapitalom in lastnimi sredstvi podjetnika), odvisno pa sprememba v številu zaposlenih v podjetju.

Povezava se je izkazala za statistično značilno v primerih financiranja s tveganim kapitalom ( $p=0,001$ ) in financiranja z lastnimi sredstvi podjetnika ( $p=0,023$ ). V prvem primeru je koeficient pozitiven (0,26), kar pomeni, da večji kot je bil delež financiranja s tveganim kapitalom v podjetju, več zaposlenih je pridobilo podjetje. V drugem primeru pa je koeficient negativen (-0,07), kar pomeni, da v večji meri kot se podjetje financira z lastnimi sredstvi podjetnika, manjša je verjetnost, da bo v bližnji prihodnosti znatno povečalo število zaposlenih.

Skladno z rezultati lahko tako sprejmemo hipotezo, da obstaja pozitivna povezava med financiranjem s tveganim kapitalom in rastjo števila zaposlenih v podjetju.

*Tabela 4: Rezultati linearne regresije, kjer neodvisne spremenljivke predstavljajo različni viri financiranja, odvisno pa sprememba v številu zaposlenih*

|                   | Koeficient | Standarna napaka | t     | Stopnja tveganja |
|-------------------|------------|------------------|-------|------------------|
| Konstanta         | 0,35       | 0,21             | 1,70  | $\alpha=0,096$   |
| Tvegani kapital   | 0,26       | 0,07             | 3,57  | $\alpha=0,001$   |
| Lastniški kapital | 0,03       | 0,04             | 0,76  | $\alpha=0,449$   |
| Lastna sredstva   | -0,07      | 0,03             | -2,34 | $\alpha=0,023$   |

Korelacijski koeficient znaša 0,56, kar pomeni, da med neodvisnimi in odvisno spremenljivko obstaja zmerna, pozitivna povezanost. Determinacijski koeficient (R-kvadrat) pa znaša 0,31, kar pomeni, da lahko s spreminjanjem neodvisnih spremenljivk pojasnimo le 31 % variance odvisne spremenljivke, torej spremembe v številu zaposlenih.

*Tabela 5: Korelacijski in determinacijski koeficient v primeru analize spremembe v številu zaposlenih*

| <b>R</b> | <b>R-kvadrat</b> | <b>Prilagojeni R-kvadrat</b> | <b>Standardna napaka</b> |
|----------|------------------|------------------------------|--------------------------|
| 0,56     | 0,31             | 0,27                         | 0,38                     |

## 5.4 Analiza povezanosti vira financiranja z menjavo vodstva

V skladu z obstoječo literaturo sem želela preveriti tudi, ali vir financiranja vpliva na menjavo vodstva podjetja.

H2: Novoustanovljena tehnološka podjetja, ki se v začetku poslovanja financirajo tudi s tveganim kapitalom, po pridobitvi zunanjega vira financiranja izvedejo spremembe v vodstvu podjetja.

Pri postavitvi te hipoteze sem se opirala predvsem na dve raziskavi. Prva, ki sta jo opravila Hellmann in Puri (2002), je pokazala, da financiranje s tveganim kapitalom vpliva na pogostejšo menjavo izvršnega direktorja. Izsledki druge raziskave, ki so jo opravili Fitza et al. (2008), pa so precej podobni prvi. Prišli so namreč do ugotovitve, da je ena izmed mnogih nalog upravljalcev skladov tveganega kapitala tudi nadzorovanje in discipliniranje managementa, kar pa pogosto lahko privede tudi do zamenjave izvršnega direktorja v podjetju.

Sama sem analizo zopet opravila s pomočjo linearne regresije, kjer odvisno spremenljivko predstavlja menjava direktorja v podjetju po prvem financiranju, neodvisne pa različni viri financiranja. Povezava se v nobenem primeru ni izkazala za statistično značilno, saj je stopnja tveganja v vseh treh primerih presegala še sprejemljivih 5 %.

Zadnjo hipotezo v skladu z ugotovitvami raziskave tako zavračam, saj se povezava med financiranjem s tveganim kapitalom in menjavo vodstva podjetja ni izkazala za resnično.

*Tabela 6: Rezultati linearne regresije, kjer neodvisne spremenljivke predstavljajo različni viri financiranja, odvisno pa menjava izvršnega direktorja*

|                          | <b>Koeficient</b> | <b>Standardna napaka</b> | <b>t</b> | <b>Stopnja tveganja</b> |
|--------------------------|-------------------|--------------------------|----------|-------------------------|
| <b>Konstanta</b>         | 2,03              | 0,16                     | 12,62    | $\alpha=0,000$          |
| <b>Tvegani kapital</b>   | -0,10             | 0,06                     | -1,82    | $\alpha=0,074$          |
| <b>Lastniški kapital</b> | -0,02             | 0,03                     | -0,75    | $\alpha=0,455$          |
| <b>Lastna sredstva</b>   | 0,00              | 0,02                     | -0,13    | $\alpha=0,895$          |

Korelacijski koeficient v tem primeru znaša 0,25, kar pomeni, da je povezanost med neodvisnimi in odvisno spremenljivko zelo šibka. Hkrati pa tudi determinacijski koeficient (R-kvadrat) znaša le 0,06, kar pomeni, da zgolj 6 % variance odvisne spremenljivke pojasnjuje spreminjanje neodvisnih spremenljivk.

*Tabela 7: Korelacijski in determinacijski koeficient v primeru analize menjave vodstva*

| <b>R</b> | <b>R-kvadrat</b> | <b>Prilagojeni R-kvadrat</b> | <b>Standardna napaka</b> |
|----------|------------------|------------------------------|--------------------------|
| 0,25     | 0,06             | 0,01                         | 0,29                     |

## 5.5 Interpretacija rezultatov analize

Raziskavo o povezavi med virom financiranja in nadaljnjim poslovanjem podjetij sem opravila s pomočjo anketnega vprašalnika na vzorcu 53 slovenskih tehnoloških podjetij v letu 2015. Glavne značilnosti preučevanih podjetij so predvsem nizki prihodki (83,6% podjetij ima letne prihodke nižje od 1 milijona EUR), nizko število zaposlenih (81,8 % preučevanih podjetij ima manj kot 10 zaposlenih) ter starost manj kot 10 let (80 % vseh podjetij je mlajših od 10 let, od teh je kar 61 % mlajših od 5 let).

Analiza virov financiranja je pokazala, da se je 65 % podjetij financiralo skoraj izključno s pomočjo lastniškega kapitala, le 11 % pa se je delno financiralo tudi s tveganim kapitalom. Nadaljnja analiza sestave virov lastniškega kapitala je pokazala, da so se podjetja v večini (67 %) financirala zgolj z lastnimi sredstvi podjetnika. To je najverjetneje posledica dejstva, da financiranje s tveganim kapitalom predstavlja večje finančno tveganje, ki pa se mu mnogi podjetniki ob ustanovitvi želijo izogniti.

Raziskava je prav tako pokazala, da je financiranje s tveganim kapitalom pozitivno vplivalo na prodajo v podjetju, hkrati pa tudi na rast števila zaposlenih. V obeh primerih je bila povezava med odvisnima in neodvisnimi spremenljivkami zmerna. V skladu s tem lahko v celoti potrdim prvo hipotezo, ki pravi, da je financiranje s tveganim kapitalom povezano s spremembo v prodaji ter s hitrostjo rasti podjetja in velikostjo podjetja, glede na število zaposlenih. Obenem pa zavračam drugo hipotezo, saj povezave med financiranjem s tveganim kapitalom in menjavo izvršnega direktorja nisem uspela potrditi. Prav tako je korelacijski koeficient v tem primeru znašal le 0,25, kar še dodatno potrjuje, da je povezava med odvisnima in neodvisnimi spremenljivkami šibka.

Poleg tega pa sem uspela odkriti tudi povezavo med financiranjem z lastnimi sredstvi podjetnika in rastjo števila zaposlenih. Ta se je izkazala za negativno, kar pomeni, da podjetja, ki se v večji meri financirajo le z lastnimi sredstvi, s stališča števila zaposlenih rastejo počasneje. Hkrati povezava med financiranjem z lastnimi viri in prodajo podjetja ali menjavo vodstva ne obstaja. Prav tako nisem ugotovila nobene povezave med financiranjem z lastniškim kapitalom ter spremembo v prodaji, številom zaposlenih in menjavo vodstva podjetja.

Rezultati se tako le v določeni meri skladajo z ugotovitvami raziskav, ki so bile opravljene v drugih razvitih državah. Na primer, Davila et al. (2003) so uspeli dokazati, da je rast števila zaposlenih višja v mesecu pred financiranjem s tveganim kapitalom, v mesecu dogodka samega in v sledečih mesecih. Ravno tako so Bertoni et al. (2011) s svojo raziskavo odkrili močan pozitiven vpliv tveganega kapitala na rast zaposlenih ter povečano prodajo novoustanovljenih tehnoloških podjetij. Do podobnih ugotovitev sta prišla tudi Puri in Zarutskie (2012), ki sta potrdila pozitiven vpliv financiranja s tveganim kapitalom na rast števila zaposlenih in prodajo, ne pa tudi na dobičkonosnost podjetja.

Po drugi strani pa se moje ugotovitve ne skladajo z raziskavami, kjer je bila potrjena povezava med financiranjem s tveganim kapitalom in menjavo vodstva podjetja. Hellmann in Puri (2002) sta, na primer, z empirično raziskavo potrdila, da v podjetjih, financiranih s pomočjo tveganega kapitala, mesto izvršnega direktorja pogosteje prevzame nekdo od zunaj. Fitza et al. (2008) pa so odkrili, da upravljalci skladov tveganega kapitala k podjetju pogosto doprinesejo tudi legitimnost, ugled, strokovno znanje in izkušnje, socialne mreže, sposobnost vodenja ter znanje, vezano na tehnološke ali marketinške temelje podjetja, kar je pogosto povezano tudi s kasnejšo menjavo izvršnega direktorja.

Te razlike se do neke mere zdijo smiselne in sem jih tudi pričakovala, glede na to, da je raziskava opravljena v Sloveniji, kjer je podjetništvo začelo resnično cveteti šele v zadnjem desetletju, medtem ko podjetništvo v pravem pomenu besede na tem območju pred dobrima dvema desetletjema še praktično ni obstajalo. To pa botruje dejstvu, da tvegani kapital v Sloveniji še ni toliko razvit ter poznan med podjetniki, kot drugod po svetu. Zato lahko sklepamo, da so slovenski podjetniki pri financiranju svojih projektov bolj konzervativni, tveganega kapitala se poslužujejo v manjših oblikah, ravno zato pa ta nima takšnega vpliva

na nadaljnje poslovanje podjetij, kot bi ga v drugačnih razmerah lahko imel. Hkrati pa sem raziskavo opravila na naključnem vzorcu podjetij, ki ni vseboval enakega deleža podjetij, ki so se financirala s tveganim kapitalom in tistih, ki se niso. Tako je smiselno sklepati, da bi bili morda rezultati lahko drugačni, če bi v vzorec zajela več podjetij, ki imajo vsaj delne izkušnje s prejemom tveganega kapitala. Dejstvo pa je, da je v Sloveniji takšnih podjetij v primerjavi s podjetji, ki se financirajo le z lastniškimi viri manj, zato so tudi v naključnem vzorcu slabše zastopane.

Zaključimo torej lahko, da medtem ko financiranje s tveganim kapitalom pozitivno vpliva na rast podjetja, tako s stališča prodaje, kot tudi s stališča novozaposlenih, financiranje z lastniškimi viri na rast nima negativnega vpliva. Trdimo lahko le, da financiranje z lastnimi sredstvi podjetnika povzroči, da podjetje manj in počasneje zaposluje. Temu najverjetneje botruje dejstvo, da podjetniki ob pridobitvi investicije postanejo bolj samozavestni, zaradi bolj stabilnega finančnega stanja podjetja pa so pripravljeni tudi več tvegati pri razvoju produkta in tudi same organizacije. Prav tako pridobljeni kapital nudi možnost zaposlovanja novih sodelavcev, kar na rast in razvoj podjetja ravno tako ugodno vpliva.

Po drugi strani so podjetniki, ki se financirajo le z lastnimi sredstvi, glede hitrega razvoja dosti bolj previdni, njihovo glavno prioriteto pa predstavlja varčevanje oziroma minimiziranje stroškov. Zaradi tega tudi ne iščejo novih sodelavcev, ki bi na razvoj in rast podjetja, še posebno v začetni, kreativni fazi, najverjetneje imeli zelo pozitiven vpliv. Na podlagi teh ugotovitev lahko tako potrdimo prvo hipotezo, ki povezuje financiranje s tveganim kapitalom in rast podjetja, drugo hipotezo pa moramo zavreči.

## **SKLEP**

V magistrski nalogi sem želela s pomočjo obstoječe literature in manjše lastne raziskave odkriti, ali obstaja povezava med virom financiranja in nadaljnjim poslovanjem podjetja. Osredotočila sem se predvsem na primerjavo med financiranjem z lastniškim ter tveganim kapitalom, ter morebitnim vplivom na povečanje prodaje in števila zaposlenih v podjetju.

V prvem, teoretičnem delu magistrske naloge, sem večji del pozornosti posvetila predvsem pregledu obstoječe literature s področja financiranja novoustanovljenih podjetij, kjer sem na podlagi preteklih raziskav orisala možnosti za pridobitev tveganega kapitala ter sam postopek pridobitve tveganega kapitala. Na tem mestu sem se osredotočila predvsem na izsledke empiričnih raziskav, ki nudijo vpogled v kriterije, ki vplivajo na pridobitev tveganega kapitala. Še natančneje pa sem se posvetila že opravljenim raziskavam s področja povezave med viri financiranja in nadaljnjim poslovanjem ter rastjo podjetja, ki so bile opravljene v razvitih državah. S pregledom literature sem prišla do zaključka, da so si strokovnjaki praktično enotni glede pozitivnega vpliva tveganega kapitala na rast števila zaposlenih, prodajo ter splošno profesionalizacijo podjetja ter njegovega vodstva.

Z lastno raziskavo sem želela odkriti kakšna je struktura financiranja novoustanovljenih tehnoloških podjetij v Sloveniji ter ali obstajajo enake povezave med izbiro vira financiranja ter nadaljnjim poslovanjem podjetja, kot so bile ugotovljene v preteklih študijah. Analiza virov financiranja je pokazala, da se večina podjetij financira predvsem z lastniškimi viri, najpogosteje skoraj v celoti kar z lastnimi sredstvi podjetnika, oziroma delno tudi celotne podjetniške ekipe. Za pozitivno se je izkazala povezava med financiranjem s tveganim kapitalom ter rastjo števila zaposlenih in povečano letno prodajo, medtem ko povezave med financiranjem s tveganim kapitalom in menjavo vodstva nisem uspela potrditi.

Rezultati raziskave se nekoliko razlikujejo od izsledkov že opravljenih raziskav s področja vpliva virov financiranja na rast podjetij. Tuji avtorji so si na podlagi že opravljenih raziskav skoraj enotni, da tvegani kapital pozitivno vpliva na prihodke podjetja ter rast števila zaposlenih, hkrati pa pogosto vodi tudi v menjavo vodstva podjetja. Glede na to, da so bile opisane raziskave opravljene v razvitih državah, kjer ima podjetništvo ter financiranje s tveganim kapitalom mnogo daljšo tradicijo kot v Sloveniji, se zdi razlika do neke mere smiselna. Slovenska podjetja se namreč še vedno v večji meri financirajo z lastnimi sredstvi in pogosto pozitivnemu potencialu tveganega kapitala niti ne dajo priložnosti.

Analiza slovenskih podjetij tako potrjuje nekaj že dobro raziskanih hipotez, hkrati pa nudi še nov vpogled v financiranje novoustanovljenih tehnoloških podjetij v Sloveniji. Zaradi specifičnosti in velikosti vzorca je bilo pridobivanje podatkov precej omejeno. Prav tako bi bilo dodatno pozornost potrebno nameniti metodi vzorčenja, saj je bilo število podjetij, ki so se financirala s tveganim kapitalom neproporcionalno s številom podjetij, financiranih z lastniškimi viri. Vzorec, ki bi zajemal širši spekter podjetij, bi zagotovo doprinesel k natančnejši analizi, saj z obstoječim vzorcem o podjetjih, financiranih s tveganim kapitalom, nisem pridobila zadovoljivih podatkov.

Nedvomno pa verjamem, da obstoječa raziskava odpira zanimivo tematiko, ki v Sloveniji še ni dobro preučevana. Glede na analizo sklepam, da so tehnološka podjetja, ki so večji delež finančnih virov pridobila s pomočjo tveganega kapitala, redka, zato bi bilo v prihodnosti zanimivo opraviti kvalitativno raziskavo, ki bi se osredotočala prav na tovrstna podjetja ter njihovo poslovanje po prvi pridobitvi tveganega kapitala.

Opravljen kvantitativna raziskava nam sicer ne nudi ključnih informacij o vplivu virov financiranja na rast in nadaljnje poslovanje slovenskih tehnoloških podjetij, nam pa nudi vpogled v strukturo financiranja mladih podjetij v Sloveniji. Kljub temu da so bila vsa sodelujoča podjetja član vsaj enega subjekta inovativnega okolja (tehnološki park ali inkubator), se je s pomočjo tveganega kapitala financiral zelo majhen delež. Raziskava tako odpira tudi vrata v nadaljnjo raziskovanje dejavnikov, ki vplivajo na izbiro vira financiranja ter skladov tveganega kapitala, ki so slovenskim podjetnikom sploh na voljo. Slovenski podjetniki namreč še vedno raje stopajo po varni, preverjeni poti ter se financirajo predvsem z lastnimi sredstvi. Za razcvet podjetništva pa je potrebnih več različnih možnosti izbire virov financiranja, saj bodo le tako lahko tudi potencialni podjetniki dobili možnost, da v

praksi preverijo kvaliteto svojih podjetniških zamisli, kar bi vodilo v hiter porast tehnoloških slovenskih podjetij, ki bi bila konkurenčna tudi na globalni ravni.

## LITERATURA IN VIRI

1. Audretsch, D. B., & Lehmann, E. E. (2004). Financing High-Tech Growth: The Role of Banks and Venture Capitalists. *Schmalenbach Business Review*, 56(4), 340–357.
2. Bailetti, T. (2012). Technology Entrepreneurship: Overview, Definition, and Distinctive Aspects. *Technology Innovation Management Review*, 2(2), 5–12.
3. Bertoni, F., Colombo, M. G., & Grilli, L. (2011). Venture Capital Financing and the Growth of High-Tech Start-Ups: Disentangling Treatment from Selection Effects. *Research Policy*, 40(7), 1028–1043.
4. Bovaird, C. (1991). *What is Venture Capital?* Stirling: University of Stirling.
5. Carter, N. M., Gartner, W. B., & Reynolds, P. D. (1996). Exploring Start-Up Event Sequences. *Journal of Business Venturing*, 11(3), 151–166.
6. Cassar, G. (2004). The Financing of Business Start-Ups. *Journal of Business Venturing*, 19(2), 261–283.
7. Chang, S. J. (2004). Venture Capital Financing, Strategic Alliances, and the Initial Public Offerings of Internet Startups. *Journal of Business Venturing*, 19(5), 721–741.
8. Colombo, M. G., Croce, A., & Murtinu, S. (2014). Ownership Structure, Horizontal Agency Costs and the Performance of High-Tech Entrepreneurial Firms. *Small Business Economics*, 42(2), 265–282.
9. Coulter, M. K. (2001). *Entrepreneurship in Action* (Vol. 1). United Kingdom: Prentice Hall.
10. Crowdfunding Industry Overtakes Venture Capital and Angel Investing. (2015). Najdeno 15. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://blog.symbid.com/2015/trends/crowdfunding-industry-overtakes-venture-capital-and-angel-investing/>
11. Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003). Venture Capital Financing and the Growth of Startup Firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 689–708.
12. The Different Types of Crowdfunding. (2015). Najdeno 15. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://crowdfundinghacks.com/different-types-of-crowdfunding/>
13. Fitza, M., Matusik, S. F., & Mosakowski, E. (2008). Do VCs Matter? The Importance of Owners on Performance Variance in Start-Up Firms. *Strategic Management Journal*, 30(4), 387–404.
14. Gartner, W. B., Starr, J. A., & Bhat, S. (1999). Predicting new venture survival: An analysis of “anatomy of a start-up”. *Journal of Business Venturing*, 14(2), 215–232.
15. Garud, R., & Karnøe, P. (2003). Bricolage Versus Breakthrough: Distributed and Embedded Agency in Technology Entrepreneurship. *Research Policy*, 32(2), 277–300.
16. Gašperlin, B. (2001). *Vloga tveganega kapitala kot vir financiranja rasti hitro rastočih podjetij in gospodarstva* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
17. Gelderen, M. V., Thurik, R., & Bosma, N. (2006). Success and Risk Factors in the Pre-Startup Phase. *Small Business Economics*, 26(4), 319–335.
18. GNU PSPP. (2015). Najdeno 15. junija 2015 na spletnem naslovu <https://www.gnu.org/software/pspp/>

19. Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168.
20. Grilli, L., & Murtinu, S. (2014). Government, Venture Capital and the Growth of European High-Tech Entrepreneurial Firms. *Research Policy*, 43(9), 1523–1543.
21. Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169–197.
22. Hisrich, R., Peters, M., & Shepherd, D. (2010). *Entrepreneurship* (Vol. 8). New York: McGraw-Hill.
23. Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., & Lu, Y. (2007). Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance. *The Journal of Finance*, 62(1), 251–301.
24. Hsu, D. H. (2007). Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding. *Research Policy*, 36(5), 722–741.
25. Jelinek, M. (1996). Thinking Technology in Mature Industry Firms: Understanding Technology Entrepreneurship. *International Journal of Technology Management*, 11(7,8), 799–813.
26. Jones-Evans, D. (1995). A Typology of Technology-Based Entrepreneurs: A Model Based on Previous Occupational Background. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 1(1), 26–47.
27. Korosteleva, J., & Mickiewicz, T. (2011). Start-up Financing in the Age of Globalisation. *Economics Working Paper*, 47(3), 23–49.
28. Lerner, J. (1995). Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *Journal of Finance*, 50, 301–318.
29. Liao, J., & Welsch, H. (2003). Exploring The Venture Creation Process: Evidence from Tech and Non-Tech Nascent Entrepreneurs. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 662–675.
30. Liu, T.-H., Chu, Y.-Y., Hung, S.-C., & Wu, S.-Y. (2005). Technology Entrepreneurial Styles: a Comparison of UMC and TSMC. *International Journal of Technology Management*, 29 (1/2), 679–683.
31. Nichols, S. D., & Armstrong, N. E. (2003). Engineering Entrepreneurship: does entrepreneurship have a role in engineering education? *Antennas and Propagation Magazine*, 45(1), 134–138.
32. Park, J. S. (2005). Opportunity Recognition and Product Innovation in Entrepreneurial Hi-Tech Start-Ups: A New Perspective and Supporting Case Study. *Technovation*, 25(7), 739–752.
33. Puri, M., & Zarutskie, R. (2012). On the Lifecycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. *The Journal of Finance*, 67(6), 2247–2293.
34. Sahlman, W. (1990). The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473–521.
35. Song, M., Podoyntsyna, K., Bij, H. v. d., & Halman, J. I. M. (2008). Success Factors in New Ventures: A Meta-analysis. *Journal of Product Innovation Management*, 25(1), 7–27.

36. Tajnikar, M. (1997). *Tvegano poslovanje: knjiga o gazelah in rastočih poslih*. Ljubljana: GEA College za Visoko strokovno šolo za podjetništvo.
37. Top 10 Benefits Of Crowdfunding. (2015). Najdeno 15. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.forbes.com/sites/tanyaprive/2012/10/12/top-10-benefits-of-crowdfunding-2/#196e2d5a371a>
38. Types of Crowdfunding. (2015). Najdeno 15. junija 2015 na spletnem naslovu <https://www.fundable.com/crowdfunding101/types-of-crowdfunding>
39. Venkataraman, S., & Sarasvathy, S. D. (2001). Strategy and Entrepreneurship: Outlines of an Untold Story. *Darden Business School Working Paper No. 01-06*.
40. Vogel, R., Puhan, T. X., Shehu, E., Kliger, D., & Beese, H. (2014). Funding Decisions and Entrepreneurial Team Diversity: A Field Study. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 107(PB), 595–613.
41. Weston, J. F., & Brigham, E. F. (1993). *Essentials of Managerial Finance*. New York: Dryden Press.
42. What Is A Startup. (2013). Najdeno 1. junija 2015 na spletnem naslovu <http://www.forbes.com/sites/natalierobehmed/2013/12/16/what-is-a-startup/>
43. What is Crowdfunding and its Different Types? (2015). Najdeno 15. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.sterlingfunder.com/blog/what-is-crowdfunding-and-its-different-types/>
44. Winterleitner, B. (2003). *Vloga lastniškega kapitala pri financiranju rasti hitro rastočih podjetij v Sloveniji* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
45. Zaleski, P. A. (2010). Start-Ups and External Equity: The Role of Entrepreneurial Experience. *Business Economics*, 46(11).
46. Žugelj, D. (2001). *Tvegani kapital kot alternativni vir financiranja malih in srednje velikih podjetij s poudarkom na skladih tveganega kapitala* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.



## **PRILOGE**



## KAZALO PRILOG

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| Priloga 1: Vprašalnik .....                      | 1  |
| Priloga 2: Rezultati linearne regresije .....    | 4  |
| Priloga 3: Opisne statistike .....               | 7  |
| Priloga 4: Starost podjetij .....                | 8  |
| Priloga 5: Število zaposlenih .....              | 9  |
| Priloga 6: Prodaja .....                         | 10 |
| Priloga 7: Viri financiranja podjetij .....      | 11 |
| Priloga 8: Financiranje z lastniškimi viri ..... | 15 |



## **Priloga 1: Vprašalnik**

### **I. DEMOGRAFSKE ZNAČILNOSTI PODJETJA**

1. Kakšna je pravna oblika vašega podjetja (označite ustrezen odgovor)?

- ☐ Samostojni podjetnik (s.p.)
- ☐ Komanditna družba (k.d.)
- ☐ Družba z neomejeno odgovornostjo (d.n.o.)
- ☐ Delniška družba (d.d.)
- ☐ Družba z omejeno odgovornostjo (d.o.o.)
- ☐ Drugo (napišite): \_\_\_\_\_.

2. Kakšna je starost vašega podjetja v letih (označite ustrezen odgovor)?

- ☐ 0-5
- ☐ 6-10
- ☐ 11-15
- ☐ 16-20
- ☐ 21 in več

3. Kakšna je velikost vašega podjetja (označite ustrezna odgovora)?

- glede na število zaposlenih:

- ☐ 0-10
- ☐ 11-25
- ☐ 26-50
- ☐ 51-100
- ☐ več kot 100

- glede na celotno prodajo v preteklem letu (v EUR):

- ☐ do 1 mio
- ☐ 1-2 mio
- ☐ 2-3 mio
- ☐ 3-4 mio
- ☐ več kot 4 mio
- ☐

### **II. VIRI FINANCIRANJA**

1. Kakšne finančne vire ste uporabili v prvi fazi finančnega življenjskega cikla\* podjetja, kot semenski kapital\* (označite):

| Viri financiranja     | 0 % | 1-20 % | 21-40 % | 41-60 % | 61-80 % | 81-100% |
|-----------------------|-----|--------|---------|---------|---------|---------|
| Lastniški kapital**   |     |        |         |         |         |         |
| Tvegani kapital***    |     |        |         |         |         |         |
| Dolžniški kapital**** |     |        |         |         |         |         |
| Drugi viri: _____     |     |        |         |         |         |         |

\* Semenski kapital – sem uvrščamo sredstva potrebna za razvoj poslovne ideje in pripravo poslovnega načrta, sredstva potrebna za začetne raziskave in razvoj kot predpriprava za razvoj proizvodov oz. storitev in sredstva za oblikovanje management teama. Čas, v katerem naj bi se investicija realizirala, je 8-10 let.

\*\* Lastniški kapital – predstavljajo ga lastna sredstva podjetnika in management teama, ter lastna sredstva zbrana v obliki zadržanih dobičkov, zasebnih naložb, zaprte prodaje, javne prodaje, odprodaje dela podjetja, prodaje celotnega podjetja.

\*\*\* Tvegani kapital – predstavljajo ga sredstva skladov tveganega kapitala in poslovnih angelov.

\*\*\*\* Dolžniški kapital - predstavljajo ga finančna sredstva bank, nebančnih in nedržavnih institucij, ministrstev in državnih skladov ter občin in občinskih skladov, leasing (zakup), finančna sredstva družine, prijateljev, znancev, poslovnih partnerjev (strateški partnerji, mreže podjetij, dobavitelji in kupci), sivi trg in kreditne kartice.

2. Kako je bila v tej fazi sestavljena struktura lastniškega kapitala (označite)?

| Viri lastniškega kapitala  | 0 % | 1-20 % | 21-40 % | 41-60 % | 61-80 % | 81-100% |
|----------------------------|-----|--------|---------|---------|---------|---------|
| Lastna sredstva podjetnika |     |        |         |         |         |         |
| Lastna sredstva ekipe      |     |        |         |         |         |         |
| Zadržani dobički           |     |        |         |         |         |         |
| Zasebne naložbe            |     |        |         |         |         |         |
| Zaprta prodaja             |     |        |         |         |         |         |
| Javna prodaja              |     |        |         |         |         |         |
| Odprodaja dela podjetja    |     |        |         |         |         |         |
| Prodaja celotnega podjetja |     |        |         |         |         |         |

3. Kakšna je bila velikost vašega podjetja pred financiranjem (označite ustrezna odgovora)?

- glede na število zaposlenih v letu pred financiranjem:

- ☐ 0-10
- ☐ 11-25
- ☐ 26-50
- ☐ 51-100
- ☐ več kot 100

- glede na celotno prodajo v letu pred financiranjem (v EUR):

- ☐ do 1 mio
- ☐ 1-2 mio
- ☐ 2-3 mio
- ☐ 3-4 mio
- ☐ več kot 4 mio

4. Kakšna je bila velikost vašega podjetja po financiranju (označite ustrezna odgovora)?

- glede na število zaposlenih leto dni po financiranju:

- ☐ 0-10
- ☐ 11-25
- ☐ 26-50
- ☐ 51-100
- ☐ več kot 100

- glede na celotno prodajo leto dni po financiranju (v EUR):

- ☐ do 1 mio
- ☐ 1-2 mio
- ☐ 2-3 mio
- ☐ 3-4 mio
- ☐ več kot 4 mio

5. Je pred financiranjem ustanovitelj podjetja bil tudi v vodstvu podjetja?

DA / NE

6. Se je po financiranju sestava vodstva podjetja spremenila?

DA / NE

## Priloga 2: Rezultati linearne regresije

### REGRESSION

REGRESSION /VARIABLES= VIRI\_lastniski\_kapital VIRI\_tvegani\_kapital  
LASTNISKI\_lastna\_sredstva /DEPENDENT= menjava\_direktorja sprememba\_zaposleni  
sprememba\_prodaja /STATISTICS=COEFF R ANOVA.

#### Model Summary (menjava\_direktorja)

|  | R   | R-kvadrat | Prilagojeni R-kvadrat | Std. Error of the Estimate |
|--|-----|-----------|-----------------------|----------------------------|
|  | ,25 | ,06       | ,01                   | ,29                        |

#### ANOVA (menjava\_direktorja)

|  |           | Vsota kvadratov | prost.st. | Mean Square | F    | Stat. značilnost |
|--|-----------|-----------------|-----------|-------------|------|------------------|
|  | Regresija | ,29             | 3         | ,10         | 1,13 | ,347             |
|  | Rezidual  | 4,24            | 49        | ,09         |      |                  |
|  | Skupaj    | 4,53            | 52        |             |      |                  |

#### Coefficients (menjava\_direktorja)

|                           | Unstandardized Coefficients |             | Standardized Coefficients | t     | Stat. značilnost |
|---------------------------|-----------------------------|-------------|---------------------------|-------|------------------|
|                           | B                           | Std. napaka | Beta                      |       |                  |
| (Konstanta)               | 2,03                        | ,16         | ,00                       | 12,62 | ,000             |
| VIRI_lastniski_kapital    | -,02                        | ,03         | -,11                      | -,75  | ,455             |
| VIRI_tvegani_kapital      | -,10                        | ,06         | -,27                      | -1,82 | ,074             |
| LASTNISKI_lastna_sredstva | ,00                         | ,02         | -,02                      | -,13  | ,895             |

#### Model Summary (sprememba\_zaposleni)

| R   | R-kvadrat | Prilagojeni R-kvadrat | Std. Error of the Estimate |
|-----|-----------|-----------------------|----------------------------|
| ,56 | ,31       | ,27                   | ,38                        |

#### ANOVA (sprememba\_zaposleni)

|           | Vsota kvadratov | prost.st. | Mean Square | F    | Stat. značilnost |
|-----------|-----------------|-----------|-------------|------|------------------|
| Regresija | 3,19            | 3         | 1,06        | 7,32 | ,000             |
| Rezidual  | 7,11            | 49        | ,15         |      |                  |
| Skupaj    | 10,30           | 52        |             |      |                  |

#### Coefficients (sprememba\_zaposleni)

|                           | Unstandardized Coefficients |             | Standardized Coefficients | t     | Stat. značilnost |
|---------------------------|-----------------------------|-------------|---------------------------|-------|------------------|
|                           | B                           | Std. napaka | Beta                      |       |                  |
| (Konstanta)               | ,35                         | ,21         | ,00                       | 1,70  | ,096             |
| VIRI_lastniski_kapital    | ,03                         | ,04         | ,10                       | ,76   | ,449             |
| VIRI_tvegani_kapital      | ,26                         | ,07         | ,45                       | 3,57  | ,001             |
| LASTNISKI_lastna_sredstva | -,07                        | ,03         | -,28                      | -2,34 | ,023             |

#### Model Summary (sprememba\_prodaja)

| R   | R-kvadrat | Prilagojeni R-kvadrat | Std. Error of the Estimate |
|-----|-----------|-----------------------|----------------------------|
| ,49 | ,24       | ,19                   | ,33                        |

## ANOVA (sprememba\_prodaja)

|           | Vsota kvadratov | prost.st. | Mean Square | F    | Stat. značilnost |
|-----------|-----------------|-----------|-------------|------|------------------|
| Regresija | 1,60            | 3         | ,53         | 5,03 | ,004             |
| Rezidual  | 5,19            | 49        | ,11         |      |                  |
| Skupaj    | 6,79            | 52        |             |      |                  |

## Coefficients (sprememba\_prodaja)

|                           | Unstandardized Coefficients |             | Standardized Coefficients |      |                  |
|---------------------------|-----------------------------|-------------|---------------------------|------|------------------|
|                           | B                           | Std. napaka | Beta                      | t    | Stat. značilnost |
| (Konstanta)               | ,14                         | ,18         | ,00                       | ,77  | ,447             |
| VIRI_lastniski_kapital    | ,01                         | ,03         | ,02                       | ,16  | ,876             |
| VIRI_tvegani_kapital      | ,22                         | ,06         | ,47                       | 3,52 | ,001             |
| LASTNISKI_lastna_sredstva | -,02                        | ,03         | -,08                      | -,60 | ,549             |

### Priloga 3: Opisne statistike

#### DESCRIPTIVES

DESCRIPTIVES /VARIABLES= VIRI\_lastniski\_kapital VIRI\_dolzniski\_kapital  
VIRI\_tvegani\_kapital VIRI\_drugo LASTNISKI\_lastna\_sredstva  
LASTNISKI\_lastna\_sredstva\_tim LASTNISKI\_zadrzani\_dobicki  
LASTNISKI\_zasebne\_nalozbe LASTNISKI\_zaprta\_prodaja LASTNISKI\_javna\_prodaja  
LASTNISKI\_odprodaja\_dela menjava\_direktorja sprememba\_zaposleni  
sprememba\_prodaja /STATISTICS=MEAN STDDEV SEMEAN VARIANCE.

Valid cases = 53; cases with missing value(s) = 0.

| Spremenljivka                 | N  | Povprečje | Povprečje<br>std. napake: | Std. odklon | Varianca |
|-------------------------------|----|-----------|---------------------------|-------------|----------|
| VIRI_lastniski_kapital        | 53 | 4,09      | ,20                       | 1,46        | 2,13     |
| VIRI_dolzniski_kapital        | 53 | ,47       | ,16                       | 1,17        | 1,37     |
| VIRI_tvegani_kapital          | 53 | ,25       | ,11                       | ,78         | ,61      |
| VIRI_drugo                    | 53 | ,26       | ,12                       | ,90         | ,81      |
| LASTNISKI_lastna_sredstva     | 53 | 3,92      | ,25                       | 1,81        | 3,26     |
| LASTNISKI_lastna_sredstva_tim | 53 | ,62       | ,19                       | 1,40        | 1,97     |
| LASTNISKI_zadrzani_dobicki    | 53 | ,17       | ,10                       | ,70         | ,49      |
| LASTNISKI_zasebne_nalozbe     | 53 | ,26       | ,13                       | ,96         | ,93      |
| LASTNISKI_zaprta_prodaja      | 53 | ,00       | ,00                       | ,00         | ,00      |
| LASTNISKI_javna_prodaja       | 53 | ,00       | ,00                       | ,00         | ,00      |
| LASTNISKI_odprodaja_dela      | 53 | ,08       | ,08                       | ,55         | ,30      |
| menjava_direktorja            | 53 | 1,91      | ,04                       | ,30         | ,09      |
| sprememba_zaposleni           | 53 | ,26       | ,06                       | ,45         | ,20      |
| sprememba_prodaja             | 53 | ,15       | ,05                       | ,36         | ,13      |

#### Priloga 4: Starost podjetij

##### FREQUENCIES

FREQUENCIES /VARIABLES= starost /FORMAT=AVALUE TABLE.

Starost

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 1-5              | 1,00     | 26        | 49,06    | 49,06          | 49,06             |
| 6-10             | 2,00     | 17        | 32,08    | 32,08          | 81,13             |
| 11-15            | 3,00     | 4         | 7,55     | 7,55           | 88,68             |
| 16 in vec        | 4,00     | 6         | 11,32    | 11,32          | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

Starost

|             |            |      |
|-------------|------------|------|
| N           | Veljavno   | 53   |
|             | Manjkajoče | 0    |
| Povprečje   |            | 1,81 |
| Std. odklon |            | 1,00 |
| Minimum     |            | 1,00 |
| Maksimum    |            | 4,00 |

## Priloga 5: Število zaposlenih

### FREQUENCIES

FREQUENCIES /VARIABLES= velikost\_zaposleni /FORMAT=AVALUE TABLE.

velikost\_zaposleni

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 0-10             | 1,00     | 43        | 81,13    | 81,13          | 81,13             |
| 11-25            | 2,00     | 6         | 11,32    | 11,32          | 92,45             |
| 26-50            | 3,00     | 4         | 7,55     | 7,55           | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

velikost\_zaposleni

|             |            |      |
|-------------|------------|------|
| N           | Veljavno   | 53   |
|             | Manjkajoče | 0    |
| Povprečje   |            | 1,26 |
| Std. odklon |            | ,59  |
| Minimum     |            | 1,00 |
| Maksimum    |            | 3,00 |

## Priloga 6: Prodaja

### FREQUENCIES

FREQUENCIES /VARIABLES= velikost\_prodaja /FORMAT=AVALUE TABLE.

velikost\_prodaja

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| do 1 mio         | 1,00     | 44        | 83,02    | 83,02          | 83,02             |
| 1-2 mio          | 2,00     | 6         | 11,32    | 11,32          | 94,34             |
| 2-3 mio          | 3,00     | 3         | 5,66     | 5,66           | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

velikost\_prodaja

|             |            |      |
|-------------|------------|------|
| N           | Veljavno   | 53   |
|             | Manjkajoče | 0    |
| Povprečje   |            | 1,23 |
| Std. odklon |            | ,54  |
| Minimum     |            | 1,00 |
| Maksimum    |            | 3,00 |

## Priloga 7: Viri financiranja podjetij

### FREQUENCIES

FREQUENCIES /VARIABLES= VIRI\_lastniski\_kapital VIRI\_dolzniski\_kapital  
VIRI\_tvegani\_kapital VIRI\_drugo /FORMAT=AVALUE TABLE.

#### VIRI\_lastniski\_kapital

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 0%               | ,00      | 1         | 1,89     | 1,89           | 1,89              |
| 1-20%            | 1,00     | 4         | 7,55     | 7,55           | 9,43              |
| 21-40%           | 2,00     | 5         | 9,43     | 9,43           | 18,87             |
| 41-60%           | 3,00     | 4         | 7,55     | 7,55           | 26,42             |
| 61-80%           | 4,00     | 4         | 7,55     | 7,55           | 33,96             |
| 81-100%          | 5,00     | 35        | 66,04    | 66,04          | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

#### VIRI\_lastniski\_kapital

|             |            |      |
|-------------|------------|------|
| N           | Veljavno   | 53   |
|             | Manjkajoče | 0    |
| Povprečje   |            | 4,09 |
| Std. odklon |            | 1,46 |
| Minimum     |            | ,00  |
| Maksimum    |            | 5,00 |

### VIRI\_dolzniski\_kapital

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
|                  | ,00      | 43        | 81,13    | 81,13          | 81,13             |
| 1-20%            | 1,00     | 3         | 5,66     | 5,66           | 86,79             |
| 21-40%           | 2,00     | 3         | 5,66     | 5,66           | 92,45             |
| 41-60%           | 3,00     | 2         | 3,77     | 3,77           | 96,23             |
| 81-100%          | 5,00     | 2         | 3,77     | 3,77           | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

### VIRI\_dolzniski\_kapital

|             |            |      |
|-------------|------------|------|
| N           | Veljavno   | 53   |
|             | Manjkajoče | 0    |
| Povprečje   |            | ,47  |
| Std. odklon |            | 1,17 |
| Minimum     |            | ,00  |
| Maksimum    |            | 5,00 |

### VIRI\_tvegani\_kapital

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 0%               | ,00      | 47        | 88,68    | 88,68          | 88,68             |
| 1-20%            | 1,00     | 2         | 3,77     | 3,77           | 92,45             |
| 21-40%           | 2,00     | 2         | 3,77     | 3,77           | 96,23             |
| 41-60%           | 3,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 98,11             |
| 61-80%           | 4,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 100,00            |

|        |    |       |       |  |
|--------|----|-------|-------|--|
| Skupaj | 53 | 100,0 | 100,0 |  |
|--------|----|-------|-------|--|

#### VIRI\_tvegani\_kapital

|             |            |      |
|-------------|------------|------|
| N           | Veljavno   | 53   |
|             | Manjkajoče | 0    |
| Povprečje   |            | ,25  |
| Std. odklon |            | ,78  |
| Minimum     |            | ,00  |
| Maksimum    |            | 4,00 |

#### VIRI\_drugo

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 0%               | ,00      | 48        | 90,57    | 90,57          | 90,57             |
| 1-20%            | 1,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 92,45             |
| 21-40%           | 2,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 94,34             |
| 41-60%           | 3,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 96,23             |
| 61-80%           | 4,00     | 2         | 3,77     | 3,77           | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

#### VIRI\_drugo

|             |            |     |
|-------------|------------|-----|
| N           | Veljavno   | 53  |
|             | Manjkajoče | 0   |
| Povprečje   |            | ,26 |
| Std. odklon |            | ,90 |

|          |  |      |
|----------|--|------|
| Minimum  |  | ,00  |
| Maksimum |  | 4,00 |

## Priloga 8: Financiranje z lastniškimi viri

### FREQUENCIES

FREQUENCIES /VARIABLES= LASTNISKI\_lastna\_sredstva

LASTNISKI\_lastna\_sredstva\_tim LASTNISKI\_zadrzani\_dobicki

LASTNISKI\_zasebne\_nalozbe LASTNISKI\_zaprta\_prodaja LASTNISKI\_javna\_prodaja

LASTNISKI\_odprodaja\_dela /FORMAT=AVALUE TABLE.

LASTNISKI\_lastna\_sredstva

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 0%               | ,00      | 7         | 13,21    | 13,21          | 13,21             |
| 1-20%            | 1,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 15,09             |
| 21-40%           | 2,00     | 2         | 3,77     | 3,77           | 18,87             |
| 41-60%           | 3,00     | 5         | 9,43     | 9,43           | 28,30             |
| 61-80%           | 4,00     | 2         | 3,77     | 3,77           | 32,08             |
| 81-100%          | 5,00     | 36        | 67,92    | 67,92          | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

LASTNISKI\_lastna\_sredstva

|             |            |      |
|-------------|------------|------|
| N           | Veljavno   | 53   |
|             | Manjkajoče | 0    |
| Povprečje   |            | 3,92 |
| Std. odklon |            | 1,81 |
| Minimum     |            | ,00  |
| Maksimum    |            | 5,00 |

### LASTNISKI\_lastna\_sredstva\_tim

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 0%               | ,00      | 42        | 79,25    | 79,25          | 79,25             |
| 1-20%            | 1,00     | 2         | 3,77     | 3,77           | 83,02             |
| 21-40%           | 2,00     | 3         | 5,66     | 5,66           | 88,68             |
| 41-60%           | 3,00     | 2         | 3,77     | 3,77           | 92,45             |
| 61-80%           | 4,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 94,34             |
| 81-100%          | 5,00     | 3         | 5,66     | 5,66           | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

### LASTNISKI\_lastna\_sredstva\_tim

|             |            |      |
|-------------|------------|------|
| N           | Veljavno   | 53   |
|             | Manjkajoče | 0    |
| Povprečje   |            | ,62  |
| Std. odklon |            | 1,40 |
| Minimum     |            | ,00  |
| Maksimum    |            | 5,00 |

### LASTNISKI\_zadrzani\_dobicki

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 0%               | ,00      | 49        | 92,45    | 92,45          | 92,45             |
| 1-20%            | 1,00     | 2         | 3,77     | 3,77           | 96,23             |
| 41-60%           | 3,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 98,11             |
| 61-80%           | 4,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 100,00            |

|        |    |       |       |  |
|--------|----|-------|-------|--|
| Skupaj | 53 | 100,0 | 100,0 |  |
|--------|----|-------|-------|--|

#### LASTNISKI\_zadrzani\_dobicki

|             |            |      |
|-------------|------------|------|
| N           | Veljavno   | 53   |
|             | Manjkajoče | 0    |
| Povprečje   |            | ,17  |
| Std. odklon |            | ,70  |
| Minimum     |            | ,00  |
| Maksimum    |            | 4,00 |

#### LASTNISKI\_zasebne\_nalozbe

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 0%               | ,00      | 48        | 90,57    | 90,57          | 90,57             |
| 1-20%            | 1,00     | 2         | 3,77     | 3,77           | 94,34             |
| 41-60%           | 3,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 96,23             |
| 61-80%           | 4,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 98,11             |
| 81-100%          | 5,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

#### LASTNISKI\_zasebne\_nalozbe

|             |            |     |
|-------------|------------|-----|
| N           | Veljavno   | 53  |
|             | Manjkajoče | 0   |
| Povprečje   |            | ,26 |
| Std. odklon |            | ,96 |

|          |  |      |
|----------|--|------|
| Minimum  |  | ,00  |
| Maksimum |  | 5,00 |

#### LASTNISKI\_zaprta\_prodaja

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 0%               | ,00      | 53        | 100,00   | 100,00         | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

#### LASTNISKI\_zaprta\_prodaja

|             |            |     |
|-------------|------------|-----|
| N           | Veljavno   | 53  |
|             | Manjkajoče | 0   |
| Povprečje   |            | ,00 |
| Std. odklon |            | ,00 |
| Minimum     |            | ,00 |
| Maksimum    |            | ,00 |

#### LASTNISKI\_javna\_prodaja

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 0%               | ,00      | 53        | 100,00   | 100,00         | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

### LASTNISKI\_javna\_prodaja

|             |            |     |
|-------------|------------|-----|
| N           | Veljavno   | 53  |
|             | Manjkajoče | 0   |
| Povprečje   |            | ,00 |
| Std. odklon |            | ,00 |
| Minimum     |            | ,00 |
| Maksimum    |            | ,00 |

### LASTNISKI\_odprodaja\_dela

| Oznaka vrednosti | Vrednost | Frekvenca | Odstotek | Veljaven delež | Kumulativni delež |
|------------------|----------|-----------|----------|----------------|-------------------|
| 0%               | ,00      | 52        | 98,11    | 98,11          | 98,11             |
| 61-80%           | 4,00     | 1         | 1,89     | 1,89           | 100,00            |
| Skupaj           |          | 53        | 100,0    | 100,0          |                   |

### LASTNISKI\_odprodaja\_dela

|             |            |      |
|-------------|------------|------|
| N           | Veljavno   | 53   |
|             | Manjkajoče | 0    |
| Povprečje   |            | ,08  |
| Std. odklon |            | ,55  |
| Minimum     |            | ,00  |
| Maksimum    |            | 4,00 |