

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**VPLIV ZNAČILNOSTI PODJETJA IN
PODJETNIKA NA FINANCIRANJE MAJHNIH
PODJETIJ: STRUKTURNI MODEL**

Ljubljana, avgust 2008

ALENKA SLAVEC

IZJAVA

Študentka Alenka Slavec izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Igorja Prodana, in da ne dovolim njegove objave na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 20.08.2008

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
Opredelitev problema in namena	1
Znanstveni prispevek diplomskega dela	3
Struktura diplomskega dela	3
1 POMEN IN ZNAČILNOSTI MAJHNIH PODJETIJ.....	5
1.1 Pomen majhnih podjetij za gospodarstvo.....	5
1.2 Značilnosti majhnih podjetij in ovire pri zadolževanju.....	6
2 FINANCIRANJE MAJHNIH PODJETIJ.....	9
2.1 Finančna vrzel	11
2.2 Financiranje podjetij skozi razvojne faze.....	13
2.3 Struktura virov financiranja	16
2.3.1 Teorije o strukturi kapitala	16
2.3.2 Teorije o financiranju gibljivega premoženja	17
3 RAZVOJ RAZISKOVALNIH HIPOTEZ.....	18
3.1 Vpliv značilnosti podjetnika na način in ročnost financiranja	22
3.1.1 Vpliv starosti podjetnika na način in ročnost financiranja	22
3.1.2 Vpliv stopnje izobrazbe na način in ročnost financiranja	23
3.1.3 Vpliv izkušenj na način in ročnost financiranja	24
3.1.4 Vpliv spola na način in ročnost financiranja.....	25
3.1.5 Vpliv močnih socialnih vezi na način in ročnost financiranja.....	26
3.1.6 Vpliv šibkih socialnih vezi na način in ročnost financiranja.....	28
3.1.7 Vpliv podjetniške samoučinkovitosti na način in ročnost financiranja	30
3.2 Vpliv značilnosti podjetja na način in ročnost financiranja	31
3.2.1 Vpliv pravno-organizacijske oblike podjetja na način in ročnost financiranja.....	33
3.2.2 Vpliv starosti podjetja na način in ročnost financiranja	35
3.2.3 Vpliv deleža opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih podjetja na način in ročnost financiranja.....	36
3.2.4 Vpliv kazalnika dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog na način in ročnost financiranja.....	39
3.2.5 Vpliv pospešenega koeficienta na način in ročnost financiranja	41
3.2.6 Vpliv stopnje čiste dobičkovnosti prihodkov na način in ročnost financiranja.....	42
3.2.7 Vpliv denarnega toka na način in ročnost financiranja	43
3.3 Vpliv načina in ročnosti financiranja na inovativnost in rast.....	45
3.3.1 Vpliv načina in ročnosti financiranja na inovativnost.....	45
3.3.2 Vpliv načina in ročnosti financiranja na rast.....	47
3.4 Sumarni pregled raziskovalnih hipotez	49
4 RAZISKOVALNA METODA.....	52
4.1 Vzorčni podatki	52

4.2 Merski instrumenti	53
4.2.1 <i>Odvisne spremenljivke</i>	53
4.2.2 <i>Neodvisne spremenljivke</i>	54
4.3 Statistične metode	57
5 REZULTATI	60
5.1 Empirično preverjanje merskih lestvic	60
5.1.1 <i>Podjetniška samoučinkovitost</i>	60
5.1.2 <i>Inovativnost</i>	61
5.2 Rezultati za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih	62
5.3 Rezultati za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij	69
5.4 Sumarni pregled testiranja raziskovalnih hipotez	74
SKLEP	77
Diskusija in glavne ugotovitve diplomskega dela	77
Omejitve in priporočila za nadaljnje raziskovalno delo	84
LITERATURA IN VIRI	85
PRILOGA: SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC	

SEZNAM TABEL

Tabela 1: Pregled raziskovalnih hipotez za konceptualni model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih	50
Tabela 2: Pregled raziskovalnih hipotez za konceptualni model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij	51
Tabela 3: Eksploratorna faktorska analiza konstrukta podjetniške samoučinkovitosti.....	61
Tabela 4: Eksploratorna faktorska analiza konstrukta inovacij.....	62
Tabela 5: Strukturne enačbe za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih	65
Tabela 6: Strukturne enačbe za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij	71
Tabela 7: Pregled rezultatov preverjanja hipotez za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih.....	75
Tabela 8: Pregled rezultatov preverjanja hipotez za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij	76

SEZNAM SLIK

Slika 1: Delež števila zaposlenih po velikostnih razredih podjetij v % v letu 2003 v Sloveniji in EU - 19	6
Slika 2: Povprečno zunanje in povprečno notranje financiranje MSP po svetu	11
Slika 3: Skupna finančna vrzel ter dolžniška in lastniška finančna vrzel v članicah in nečlanicah OECD	13
Slika 4: Načini financiranja glede na fazo razvoja podjetja	14
Slika 5: Konceptualni model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih	20
Slika 6: Konceptualni model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij	21
Slika 7: Rezultati za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih.....	64
Slika 8: Rezultati za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij	70

UVOD

Majhna podjetja so gonilna sila gospodarskega razvoja držav (Beck & Demirguc-Kunt, 2006, str. 2932), zato je sposobnost majhnih podjetij za rast, razvoj, investiranje in inoviranje ključnega pomena za državo, ki si prizadeva rasti (Torre, Martinez Peria & Schmukler, 2008, str. 1). Majhna podjetja predstavljajo velik delež podjetij v večini držav, zaposlujejo znaten delež prebivalstva (Coleman & Cohn, 2000, str. 87; Hallberg, 2000), pomembno pa prispevajo tudi k povečanju bruto domačega proizvoda (Ayyagari, Beck & Demirguc-Kunt, 2007; Coleman & Cohn, 2000, str. 87).

Zavedanje ekonomistov, snovalcev politik in raziskovalcev o pomenu majhnih podjetij na nacionalnem nivoju je privedlo do poglobljenih analiz značilnosti majhnih podjetij, njihovega doprinosa h gospodarstvu in zavedanja o problemih financiranja, s katerimi se ta podjetja soočajo (Ayyagari et al., 2007; Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Berger & Udell, 2006; Torre et al., 2008; Vos, Yeh, Carter & Tagg, 2007). Financiranje majhnih podjetij je namreč zaradi njihovih specifičnih značilnosti kompleksnejše kot financiranje velikih podjetij (Coleman & Cohn, 2000, str. 88), zato imajo majhna podjetja pogosto otežen dostop do zunanjih finančnih virov. Posledično se financiranje majhnih podjetij razlikuje od financiranja velikih podjetij (Žnidar, 2003, str. 18). Za majhna podjetja je tudi značilno, da z lastniškim kapitalom javno ne trgujejo ter da obstaja dejanska ali potencialna potreba po osebnih jamstvih lastnika podjetja (Davies, Newman & Osteryoung, 1997, str. 4). Poleg tega se majhna podjetja od ostalih podjetij pomembno razlikujejo tudi zato, ker imajo običajno enega lastnika – podjetnika, ki je neločljivo povezan s podjetjem, saj tudi njegove osebne značilnosti vplivajo na poslovanje podjetja (Burns & Dewhurst, 1996, str. 5; Coleman & Cohn, 2000, str. 88).

Opredelitev problema in namena

Čeprav v svetu vedno bolj prevladuje prepričanje o velikem pomenu majhnih podjetij za gospodarstvo in oteženem dostopu majhnih podjetij do finančnih virov, je na področju vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij še veliko neraziskanega. Primanjkuje predvsem študij, ki bi preučevale vpliv širokega nabora različnih značilnosti podjetja in podjetnika na način financiranja (posojila pri bankah oziroma pri dobaviteljih) ter ročnost financiranja (posojila na kratki oziroma dolgi rok). Poleg tega primanjkuje poglobljenih študij, v katerih bi bil vpliv širokega nabora značilnosti podjetja in podjetnika na način in ročnost financiranja preverjen simultano – z uporabo strukturnih modelov. Veliko je sicer študij, ki obravnavajo vpliv nekaterih običajnih značilnosti podjetja (na primer pravno-organizacijska oblika, starost, obseg opredmetenih osnovnih sredstev in denarni tok) in podjetnika (na primer starost, stopnja izobrazbe, leta izkušenj in spol) na financiranje majhnih podjetij pri bankah, manj pa je študij, ki bi obravnavale vpliv teh spremenljivk na financiranje pri dobaviteljih, še manj pa

je študij, ki bi proučevale vpliv teh spremenljivk na ročnost financiranja (kratkoročna oziroma dolgoročna posojila). Raziskovalci so namreč vpliv značilnosti podjetja in/ali podjetnika na financiranje (majhnih) podjetij pogosto proučevali bolj na splošno (brez delitve na način oziroma ročnost financiranja).

Različni raziskovalci so se problema financiranja majhnih podjetij tako lotili iz različnih vidikov, predvsem pa so se osredotočali na značilnosti podjetja kot so: pravno-organizacijska oblika (e.g. Freedman & Godwin, 1992; Petersen & Rajan, 1997; Storey, 1994), starost (e.g. Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Berger & Udell, 1998; Scholtens, 1999), obseg osnovnih sredstev (e.g. de Blasio, 2005; Huyghebaert, Van de Gucht & Van Hulle, 2007; Jimenez, Salas & Saurina, 2006), donosnost (e.g. Jordan, Lowe & Taylor, 1998; Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1999; Petersen & Rajan, 1997) in denarni tok (e.g. Casey & Bartczak, 1985; Dietrich, 2007; Huyghebaert et al., 2007). V novejši literaturi pa primanjkuje raziskav na področju analize vpliva različnih računovodskih kazalnikov, ki vplivajo na način in ročnost financiranja majhnih podjetij.

Večja vrzel v znanstveni literaturi je tudi na področju vpliva značilnosti podjetnika na financiranje majhnih podjetij, kljub temu da podjetniki predstavljajo ključen element pri rasti majhnega podjetja. Običajno so bile preučevane sledeče značilnosti podjetnika: starost (e.g. Avery, Bostic & Samolyk, 1998; Bates, 1990; Vos et al., 2007), stopnja izobrazbe (e.g. Coleman & Cohn, 2000; Storey, 1994; Wu, Chua & Chrisman, 2007), leta izkušenj (e.g. Bates, 1990; Cassar, 2004; Storey, 1994) in spol (e.g. Aaronson, Bostic, Huck & Townsend, 2004; Cavalluzzo & Cavalluzzo, 1998; Haynes & Haynes, 1999). Močne socialne vezi so v povezavi s financiranjem preučevali le Petersen in Rajan (1994) ter Wu et al. (2007), šibke socialne vezi pa so v povezavi s financiranjem preučevali Lechner, Dowling in Welpé (2006) ter Uzzi (1999). Vrzel v literaturi predstavlja tudi dejstvo, da vpliv podjetniške samoučinkovitosti na način in ročnost financiranja majhnih podjetij po meni znanih raziskavah do sedaj še ni bil predmet znanstvenega proučevanja v svetovnem merilu. Poleg tega tudi vpliv posojil različnih vrst in ročnosti na inovativnost podjetij ni dovolj raziskan. Zasedila sem zgolj študiji avtorjev Baldwin, Gellatly in Gaudreault (2002) ter Herrera in Minetti (2007), medtem ko je bil vpliv financiranja na splošno na rast majhnih podjetij nekoliko večkrat proučevan (Beck, Demirguc-Kunt & Maksimovic, 2005; Berger & Udell, 1998; Campello, 2006).

Z namenom odprave vrzeli v znanstveni literaturi na področju financiranja majhnih podjetij bom v diplomskem delu razvila dva strukturna modela. V prvem modelu bom analizirala vpliv različnih značilnosti podjetja in podjetnika na način financiranja majhnih podjetij (posojila pri bankah in pri dobaviteljih) ter vpliv načina financiranja na inovativnost in rast majhnih podjetij. V drugem modelu bom raziskala vpliv različnih značilnosti podjetja in podjetnika na ročnost financiranja majhnih podjetij (kratkoročna posojila in dolgoročna posojila) ter vpliv ročnosti posojil na inovativnost in rast majhnih podjetij.

Znanstveni prispevek diplomskega dela

Diplomsko delo bo k znanosti prispevalo z več vidikov:

1. Prvi pomemben prispevek k znanosti bo predstavljal razvit in testiran strukturni model, ki bo simultano preverjal vpliv širokega nabora značilnosti podjetja in podjetnika na ročnost financiranja majhnih podjetij. Dosedanje maloštevilne študije so le obrobno obravnavale financiranje majhnih podjetij na dolgi in kratki rok, predvsem pa so upoštevale le malo značilnosti podjetja ali podjetnika.
2. Drugi prispevek k znanosti bo predstavljal razvit in testiran strukturni model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na način financiranja majhnih podjetij. Model bo predstavljal pomemben prispevek k znanosti predvsem zato, ker bo sočasno obravnaval vpliv različnih značilnosti podjetja in podjetnika tako na bančno kot dobaviteljsko financiranje.
3. Naslednji doprinos k znanosti bo predstavljala analiza vpliva podjetniške samoučinkovitosti tako na način kot ročnost financiranja majhnih podjetij. Študije o vplivu podjetniške samoučinkovitosti na financiranje majhnih podjetij sicer v zelo majhnem obsegu obstajajo, vendar ne upoštevajo različnih načinov in ročnosti financiranja, ki jih bom obravnavala v diplomskem delu.
4. Kot četrti prispevek k znanosti izpostavljam analizo vpliva nekaterih računovodskih kazalnikov na način in ročnost financiranja (na primer koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog, pospešeni koeficient in koeficient dobičkovnosti prihodkov). Študij, ki bi merile vpliv teh kazalnikov na način in ročnost financiranja majhnih podjetij, po temeljitem pregledu nisem zasledila.
5. Naslednji doprinos k znanosti bo predstavljal v obeh strukturnih modelih preučevan vpliv načina oziroma ročnosti financiranja na inovativnost in rast majhnih podjetij. Predvsem vpliv financiranja na inovativnost majhnih podjetij je v znanstveni literaturi še precej neraziskan, zato bom z diplomskim delom to vrzel skušala zapolniti.
6. Kot pomemben doprinos k slovenski znanosti izpostavljam tudi dejstvo, da bo raziskava v okviru diplomskega dela prva raziskava v slovenskem prostoru, ki bo proučevala vpliv značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij v Sloveniji. S tem bo raziskava lahko pripomogla k odpravi nekaterih ovir, ki so prisotne pri financiranju majhnih podjetij v Sloveniji.

Struktura diplomskega dela

Diplomsko delo poleg uvoda in sklepa obsega pet poglavij in je zasnovano tako, da se od pregleda literature o pomenu majhnih podjetij, njihovega financiranja in ovir, s katerimi se majhna podjetja soočajo pri financiranju, zožuje na razvoj in testiranje dveh strukturnih modelov, s katerima bom preverjala vpliv značilnosti podjetja in podjetnika na način in ročnost financiranja majhnih podjetij ter vpliv načina in ročnosti financiranja na inovativnost in rast majhnih podjetij.

Uvodu sledi prvo poglavje, v katerem bom predstavila vedno večji pomen majhnih podjetij za gospodarstvo z vidika ustvarjanja novih delovnih mest in prispevka k bruto domačem proizvodu. Sledi pregled nekaterih značilnosti majhnih podjetij, ki lahko predstavljajo ovire pri zadolževanju. V drugem poglavju predstavljам najpogostejše načine zunanjega in notranjega financiranja majhnih podjetij. Majhna podjetja namreč zasledujejo Myersovo hierarhično teorijo financiranja (Vos et al., 2007, str. 2650), po kateri bodo svoje poslovanje najprej financirala iz virov generiranih znotraj podjetja, šele nato pa bodo posegala po zunanjih posojilih. Izmed zunanjih posojil bodo majhna podjetja najprej izbrala dolžniško financiranje, od katerega v diplomskem delu podrobneje analiziram izposojanje pri bankah in pri dobaviteljih. V nadaljevanju predstavljам model, po katerem se majhna podjetja pogosto zadolžujejo skozi različne faze razvoja, ter finančno vrzel, s katero se majhna podjetja soočajo zaradi svojih specifičnih značilnosti, saj so jim nekateri viri financiranja težje dostopni. Razlagam pa tudi strukturo virov financiranja.

V tretjem poglavju sem razvila dva strukturna modela, ki proučujeta vpliv sedmih značilnosti podjetnika in sedmih značilnosti podjetja na način in ročnost financiranja majhnih podjetij ter vpliv načina in ročnosti financiranja na inovativnost in rast majhnih podjetij. Na podlagi temeljitega pregleda znanstvene literature sem oblikovala 72 raziskovalnih hipotez. Na koncu poglavja je podan zbirni pregled vseh raziskovalnih hipotez. Četrto poglavje diplomskega dela obravnava metodološka vprašanja. Začenjam s predstavitevijo vzorčnih podatkov ter načinom merjenja vseh neodvisnih in odvisnih spremenljivk v obeh strukturnih modelih. V nadaljevanju so razložene še metode analize podatkov, ki jih bom uporabila pri empiričnem delu. Sledi peto poglavje, ki zajema empirične rezultate študije. V prvem delu poglavja predstavljам rezultate testiranja merskih lestvic, v drugem in tretjem delu pa rezultate preverbe obeh strukturnih modelov in postavljenih hipotez. Četrti del je namenjen sumarnemu pregledu testiranja raziskovalnih hipotez.

Diplomsko delo se zaključí s sklepom, v katerem podajam glavne ugotovitve diplomskega dela in omejitve študije ter priporočila za nadaljnje raziskovalno delo. Sledi še popoln seznam uporabljene literature in virov ter priloga.

1 POMEN IN ZNAČILNOSTI MAJHNIH PODJETIJ

V tem poglavju bom najprej predstavila pomen majhnih podjetij za gospodarstvo z vidika ustvarjanja novih delovnih mest in prispevka k bruto domačem proizvodu. Nato sledi pregled značilnosti majhnih podjetij, ki lahko hkrati predstavljajo ovire pri njihovem zadolževanju.

1.1 Pomen majhnih podjetij za gospodarstvo

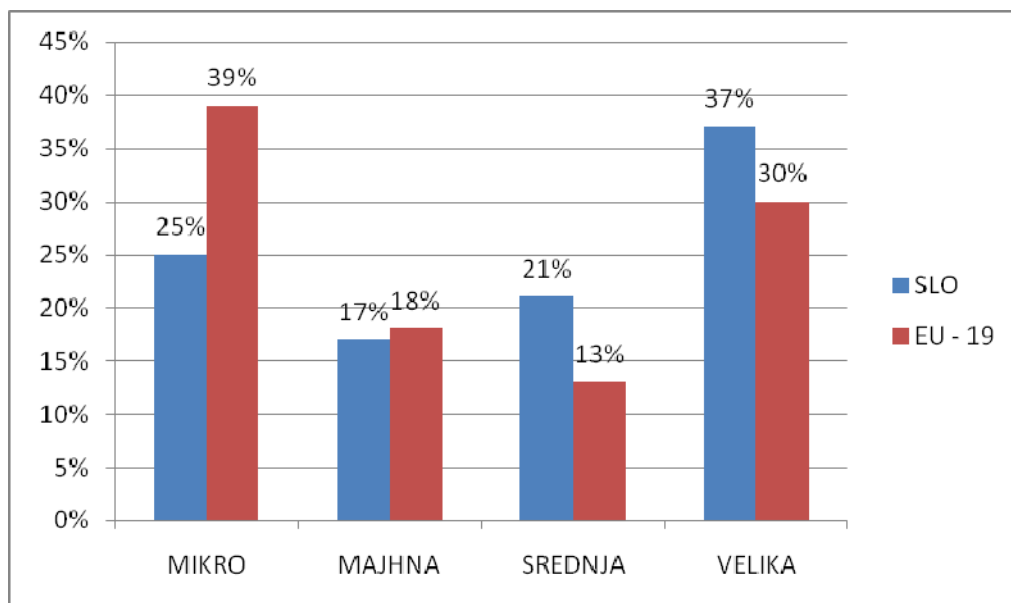
Področje financiranja majhnih in srednje velikih podjetij (MSP, ang. small and medium-sized enterprises – SMEs) je v zadnjih letih pritegnilo veliko pozornosti in je postalo pomemben predmet diskusije ekonomistov in snovalcev politik, ki se ukvarjajo s finančnim in gospodarskim razvojem držav (Ayyagari et al., 2007; Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Berger & Udell, 2006; Torre et al., 2008; Vos et al., 2007). To je posledica dejstva, da MSP-ji predstavljajo velik delež podjetij v večini držav, zaposlujejo znaten delež prebivalstva (Coleman & Cohn, 2000, str. 87; Hallberg, 2000) in prispevajo k povečanju bruto domačega proizvoda (Ayyagari et al., 2007; Coleman & Cohn, 2000, str. 87). Interes gospodarstvenikov in raziskovalcev področja financiranja majhnih in srednje velikih podjetij izhaja med drugim tudi iz dejstva, da velika podjetja praviloma nastanejo iz majhnih, zato je sposobnost za razvoj in investiranje majhnih podjetij postalo ključnega pomena za državo, ki si prizadeva rasti (Torre et al., 2008). Pri tem pa je pomembno, da v državi vlada podjetništvu naklonjeno okolje. Beck in Demirguc-Kunt (2006, str. 2932) sta namreč mnenja, da so majhna in srednje velika podjetja gonilna sila ekonomskega razvoja držav, vendar tržne in institucionalne pomanjkljivosti onemogočajo njihovo rast, kar upravičuje vladna posredovanja.

MSP-ji predstavljajo več kot 90% vseh podjetij v večini držav, zaposlujejo pa več kot 60% vseh zaposlenih. Slednje sem za Slovenijo in EU-19 predstavila v Sliki 1 na strani 6. Prispevek MSP-jev k bruto domačemu proizvodu je vedno večji (Ayyagari et al., 2007; Beck & Demirguc-Kunt, 2006; *The SME financing gap: Theory and evidence*, 2006) in v razvitih državah predstavlja okoli 60% celotnega bruto domačega proizvoda.

Iz Slike 1 na strani 6 je razvidno, da je bilo v letu 2003 v Sloveniji v podjetjih z do 50 zaposlenimi kar 42% vseh zaposlenih, v MSP-jih pa skupno 63% vseh zaposlenih. Za EU-19 so ti deleži 57% vseh zaposlenih v mikro in majhnih podjetjih ter 70% vseh zaposlenih v MSP-jih. V tem letu je bilo v Sloveniji 89.950 mikro in majhnih podjetij, kar je predstavljalo 98,47% vseh podjetij, v EU-19 je bil delež mikro in majhnih podjetji podoben, in sicer 98,81%. Velika podjetja so zaposlovala 37% vseh zaposlenih v Sloveniji in 30% vseh zaposlenih v EU-19 (Dopolnjen program ukrepov za spodbujanje podjetništva in konkurenčnosti za obdobje 2007 – 2013, 2007). V zadnjih letih se delež MSP-jev v

zasebnem sektorju še povečuje tako v razvitih kot v razvijajočih se državah (Beck & Demircuc-Kunt, 2006), kar je značilno tudi za Slovenijo.

Slika 1: Delež števila zaposlenih po velikostnih razredih podjetij v % v letu 2003 v Sloveniji in EU - 19



Vir: Dopolnjen program ukrepov za spodbujanje podjetništva in konkurenčnosti za obdobje 2007 – 2013, 2007, str. 60.

Slovenija se je na prehodu iz socialističnega samoupravnega družbeno-ekonomskega sistema v tržno gospodarstvo soočila z dramatičnimi spremembami strukture gospodarstva. V času socializma so namreč v gospodarstvu prevladovala velika državna podjetja (Glas & Drnovšek, 2003, str. 1), t.i. socialistični konglomerati. Majhnih podjetij je bilo malo, saj je bilo šele leta 1988 zakonsko omogočeno ustanavljanje zasebnih podjetij (Marc, 2005, str. 9). V tem času se je začela tudi privatizacija obstoječih državnih podjetij. Vahčič (1994, str. 893-895) to neuravnoteženo strukturo podjetij glede na velikost poimenuje »socialistična črna luknja«, ki se je v tranziciji v 90. začela polniti hkrati od zgoraj z razpadom velikih podjetij na več majhnih in od spodaj z ustanavljanjem novih majhnih podjetij. V Sloveniji se je tako v 90-tih letih začel povečevati delež mikro, majhnih in srednje velikih podjetij ter delež zaposlenih v njih. Kljub temu, da je Slovenija ena najkonkurenčnejših tranzicijskih držav, pa dr. Peter Kraljič v intervjuju za Primorske novice izpostavlja, da ostaja konkurenčnost slovenskega gospodarstva sicer zmerna, pomanjkljivosti pa se kažejo predvsem na področjih, ki so v domeni države (Kraljič, 2008, str. 14).

1.2 Značilnosti majhnih podjetij in ovire pri zadolževanju

Majhna podjetja se od velikih podjetij ločijo po številnih značilnostih, od katerih jih veliko hkrati predstavlja ovire pri njihovem zunanjem zadolževanju. Težave, s katerimi se MSP-ji soočajo, izhajajo iz različnih dejavnikov (Berger & Udell, 1998; Heyman, Deloof & Ooghe, 2008; The SME financing gap: Theory and evidence, 2006; Torre et al., 2008).

Verjetno najpomembnejša značilnost, ki definira financiranje majhnih podjetij, je njihova informacijska netransparentnost ali neprosojnost (ang. opacity) (e.g. Berger & Udell, 1998, str. 616; Hyytinen & Vaananen, 2006; Torre et al., 2008, str. 2) in s tem povezane asimetrične informacije med lastniki podjetja in potencialnimi zunanji investitorji ali posojilodajalci. Poslovanje, sklepanje pogodb in dogovorov z zaposlenimi, njihovimi dobavitelji in kupci ni nujno objavljeno v množičnih medijih. Take informacije so za razliko od velikih podjetij zasebne. Majhna podjetja tudi niso zavezana k reviziji svojih računovodskih izkazov (Berger & Udell, 1998, str. 616), kar dodatno prispeva k asimetriji informacij o podjetju med investitorji in posojilodajalci ter podjetjem. Zaradi netransparentnosti MSP-jev propade velik delež na institucije naslovljenih prošelj za financiranje, ki ne želijo preveč osebnega odnosa s posojilojemalcem in se zanašajo predvsem na trdne, objektivne in transparentne informacije o poslovanju in finančnem stanju podjetja.

Asimetrične informacije se tako pogosteje pojavljajo pri majhnih podjetjih zaradi pomanjkanja javno objavljenih informacij (Carpenter & Petersen, 2002), kar oskrbnike zunanjih virov financiranja navaja k temu, da je financiranje majhnih podjetij bolj tvegan posel kot bi bilo to pri velikih podjetjih. Tudi Garcia-Appendini (2008, str. 1) je mnenja, da je posojanje majhnim podjetjem tvegano zaradi moralnega hazarda in problema neugodne izbire. Pri majhnih podjetjih običajno tudi ni razpoložljivih trdnih ali preverljivih informacij. Zato mora posojanje temeljiti na mehkih informacijah, ki pa so težje dostopne. Pri tem imajo dobavitelji prednost pred bankami, saj tekom odnosa s podjetjem pridobijo dodatne informacije. Tako pridobljene informacije so mehke in jih je težje prenesti do drugih posojilodajalcev, na primer do bank. Banke lahko te informacije v omejenem obsegu zgolj povzamejo po zgodovini poslovanja podjetij in njihovih dobaviteljev (García-Appendini, 2008, str. 1). Na podlagi vpogleda v zaključne račune podjetij lahko izračunajo na primer dneve obračanja obveznosti do dobaviteljev ter skupaj s podatki o blokadah računov sklepajo o kreditni disciplini in sposobnosti obravnavanega podjetja. Posojilodajalci se tudi želijo izogniti financiranju novo nastalih in zelo mladih podjetij, saj tem običajno primanjkuje premoženja za zavarovanje posojil, in podjetij s sicer visokimi potencialnimi donosi, vendar ob znatnem tveganju neuspeha (The SME financing gap: Theory and evidence, 2006, str. 9).

Majhna in mlada podjetja se soočajo tudi s težavo predstavitve svoje kreditne sposobnosti (Scholtens, 1999, str. 137) in dejanske kvalitete podjetja potencialnim posojilodajalcem (Berger & Udell, 1998, str. 616). Predvsem mlada podjetja ob zagonu svoje dejavnosti potrebujejo tudi zunanje finančne vire, ki pa jih posojilodajalci težko odobrijo samo na podlagi poslovnega načrta. Banke tako običajno zahtevajo vsaj podatke iz zaključnih računov enega polnega poslovnega leta, da si ustvarijo sliko o bodočnosti podjetja in smiselnosti financiranja le-tega. Zaradi netransparentnosti posojilodajalec namreč ne more biti prepričan, ali je podjetje dejansko plačilno sposobno in ali bo sredstva uporabilo za dogovorjene namene, saj se tu lahko pojavi t.i. moralni hazard (Hyytinen & Vaananen,

2006, str. 323), ki navadno nastopi, ko je znesek zunaj pridobljenega financiranja relativno večji glede na obstoječo količino notranjih finančnih sredstev podjetja. To se običajno zgodi, ko visoko rastoča in visoko tvegana mlada podjetja pridobijo znatne zneske zunanjega lastniškega kapitala, predvsem s stani poslovnih angelov in skladov tveganega kapitala, preden jim finančne institucije odobrijo zunanje dolžniške finančne vire (Berger & Udell, 1998, str. 624). Finančne institucije namreč kot zavarovanje pri odobritvi posojil zahtevajo, da podjetja posedujejo določen odstotek lastniških virov. Zato je tudi pomembna odločitev, ali se bo podjetje dodatno financiralo iz zunanjih lastniških ali dolžniških virov (Berger & Udell, 1998, str. 624). Tista podjetja, ki želijo ohraniti popoln nadzor nad podjetjem, se bodo raje dolžniško zadolževala, kar je značilno predvsem za družinska podjetja (Hutchinson, 1995, str. 231). Nekatera podjetja pa bodo glede na okoliščine izbrala lastniško financiranje, da se na primer izognejo prevelikemu tveganju in ga delijo s tveganju bolj naklonjenimi investitorji (Berger & Udell, 1998, str. 660).

V zgodnjih fazah razvojnega cikla majhna podjetja še nimajo veliko sredstev, ki bi jih lahko ovrednotila in zastavila kot zavarovanje posojila, imajo kratko zgodovino odplačevanja dolgov ali zabeleženih donosov poslovanja, na kar bi se lahko posojilodajalci oprli. Zato je za majhna mlada podjetja značilno, da dajo posojilodajalci pri odobritvi posojil velik poudarek na kreditno sposobnost lastnika podjetja, saj ima le-ta verjetno daljšo kreditno in odplačilno zgodovino, več sredstev, ki bi jih bilo mogoče zastaviti, in več osebnih podatkov, ki bi jih potencialni posojilodajalci lažje ocenili (Berger & Udell, 1998, str. 660).

Trgi kapitala običajno ne predstavljajo vira neposrednega financiranja MSP-jev. Financiranje na trgu kapitala namreč temelji na informacijah iz računovodskih izkazov, ki so pripravljeni v skladu z računovodskimi standardi in ki tudi zahtevajo razkritje vseh pomembnih informacij o poslovanju podjetij ter revizijsko mnenje o ustreznosti le-teh, kar pa se od MSP-jev ne zahteva. Ta podjetja so običajno tudi nezmožna za izdajanje dolga ali lastniškega kapitala v dovolj velikih količinah, ki bi pritegnile potencialne investitorje, saj bi si le-ti želeli likvidna sredstva in se ne bi spuščali v prevelike deleže posameznih sredstev. Dodatno bi pri sodelovanju na trgih kapitala za MSP-je predstavljali prevelik znesek tudi stroški izdaje in transakcijski stroški ter vsi stroški povezani z usklajevanjem pravnih, regulatornih, računovodskih in revizijskih zahtev ter predpisi o razkrivanju informacij (Torre et al., 2008, str. 3).

So pa zato zasebni trgi, ki financirajo majhna podjetja, različni od javnih, ki so osredotočeni na velika podjetja in kjer se na borzi trguje s prosojnimi podjetji in relativno splošnimi pogoji in pogodbami. Za majhna podjetja namreč zasebni lastniški in dolžniški trgi ponujajo visoko strukturirane in kompleksne dogovore (Berger & Udell, 1998, str. 614). Finančni posredniki igrajo pomembno vlogo na zasebnih trgih kot proizvajalci informacij, saj ocenjujejo kvaliteto majhnih podjetij in rešujejo problem asimetričnih informacij preko procesov pridobivanja informacij (ang. screening), sklepanja pogodb

(ang. contracting) in nadzorovanja (ang. monitoring). Pridobivanje informacij potencialnih posojilojemalcev poteka z zbiranjem informacij o poslovanju, trgu, na katerem delujejo, zastavnem premoženju in o podjetniku oziroma začetnem poslovodstvu podjetja (Berger & Udell, 1998, str. 614). Sklepanje pogodb zajema ceno (obrestno mero) za posojilo, zastavno premoženje, omejitvene zaveze, dospelost in strukturo odplačevanja. Na vse to vplivajo značilnosti podjetja in podjetnika ter prihodnji načrti podjetja in s tem povezani informacijski problemi (Berger & Udell, 1998, str. 615). Finančni posredniki po odobritvi posojila nadzirajo podjetje in porabo odobrenih finančnih sredstev, da le-ta ne bi bila izkoriščena za drugačne namene, kot je bilo dogovorjeno. Preko daljšega odnosa s podjetjem finančni posrednik oceni ustreznost in finančno situacijo podjetja (Berger & Udell, 1998, str. 615).

Pomembno je razumevanje ovir poslovanja in rasti MSP-jev in kako se le-te spreminjajo med državami. Finančni in pravni sistem v državi namreč pomembno vplivata na dostop do financiranja s strani podjetij različnih velikosti (Beck, Demirguc-Kunt & Maksimovic, 2006; Djankov, La Porta, Lopez de Silanes & Shleifer, 2001; Schiffer & Weder, 2001). Majhna podjetja so bolj podvržena pomanjkljivostim finančnega in pravnega sistema ter korupciji v državi. Pomanjkanje poglobljenih odnosov z bankami, višje obrestne mere, bančna birokracija in zahteve po zastavi premoženja so finančne ovire, ki majhnim podjetjem po svetu otežujejo rast. Med pomembnejše pravne in korupcijske ovire, ki jih občutijo predvsem manjša podjetja, pa štejejo višina plačanih podkupnin, odstotek časa, ki ga vodstvo podjetja porabi z regulatorji in skorumpiranost bančnih uslužbencev. Kreditno racioniranje daje prednost velikim podjetjem pred majhnimi, saj velika podjetja nimajo opravka z večino omenjenih pomanjkljivosti MSP-jev (The SME financing gap: Theory and evidence, 2006, str. 9). Vse naštetu tako značilno ovira rast MSP-jev (Beck et al., 2005, str. 25-26).

2 FINANCIRANJE MAJHNIH PODJETIJ

Ekonomisti in državniki po svetu se vedno bolj zavedajo pomena majhnih in srednje velikih podjetij za gospodarstvo. Ravno zato je področje financiranja MSP-jev deležno vedno večje pozornosti, saj se tako gospodarstveniki kot akademiki ter tudi podjetja sama zavedajo, da MSP-jem primanjkuje primerne financiranja (Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Berger & Udell, 2006; Petersen & Rajan, 1994; The SME financing gap: Theory and evidence, 2006; Torre et al., 2008). Slednje je razvidno tudi iz raziskave Svetovne banke o poslovnem okolju podjetij (ang. The World Bank Environment Survey – WBES). Na podlagi WBES baze podatkov 10.000-ih podjetij iz 80 držav so na primer Beck et al. (2006, str. 10-11) v raziskavi o vplivu institucij na financiranje podjetij po svetu izbrali 48 držav, med njimi tudi Slovenijo, in pokazali, da je verjetnost, da bo podjetje navedlo financiranje kot glavno oviro poslovanja, 39% za majhna podjetja, 38% za srednja podjetja in 29% za velika podjetja. Majhnim podjetjem je zaradi njihovih značilnosti tako otežen dostop do zunanjega financiranja (Ebben & Johnson, 2006, str. 851), kar so potrdili tudi

Beck, Demirguc-Kunt in Maksimovič (2004, str. 18), saj majhna podjetja iz WBES baze podatkov financirajo v povprečju 13 odstotnih točk manj naložb z zunanjimi finančnimi viri v primerjavi z velikimi podjetji.

Med najpogostejše vire zunanjega financiranja, ki so MSP-jem vseeno na voljo, sodijo:

1. lastniški viri: (a) neformalni tvegani kapital (poslovni angeli), (b) formalni tvegani kapital (ang. venture capital), (c) prva javna prodaja delnic (IPO), (č) zaprta prodaja delnic (Urh, 2001, str. 70);
2. dolžniški viri: (a) zadolževanje pri bankah in drugih finančnih institucijah, (b) odlogi plačil dobaviteljem za nabavljene zaloge, (c) zakup (ang. leasing), (č) faktoring – odkup terjatev (d) posojila posameznikov – neformalni viri, (e) izdaja dolžniških finančnih instrumentov (Urh, 2001, str. 70);
3. državni programi pomoči in državni skladi;
4. evropski programi pomoči (na primer EU, EIB, EBRD);
5. mednarodna sredstva (na primer sredstva WB, IBRD).

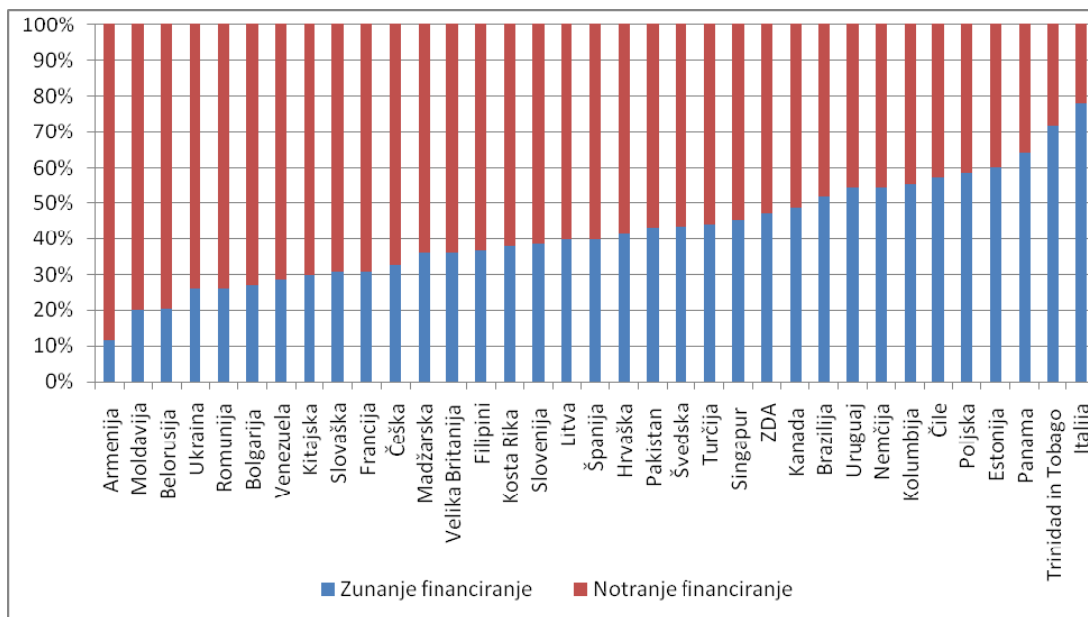
Za posojilodajalce je pomembno, da se podjetja do določene mere financirajo tudi notranje, saj s tem zagotovijo nekakšno stopnjo finančne varnosti, ki jo predstavlja lastniški kapital podjetja in ki v očeh posojilodajalcev pomeni vsaj delno poplačilo obveznosti v primeru prenehanja delovanja podjetja. Med notranje vire financiranja majhnih podjetij štejemo: lastna sredstva lastnika, sredstva družine, sorodnikov in prijateljev, zadržane dobičke (Urh, 2001, str. 70) ter alternativne vire (ang. bootstrapping) (Ebben & Johnson, 2006, str. 851; Winborg & Landstrom, 2001, str. 243-244).

Najpogosteje so avtorji navedli sledeče alternativne vire financiranja (Ebben & Johnson, 2006, str. 851; Winborg & Landstrom, 2001, str. 243-244):

1. metode povezane s kupci – metode, ki povečajo denarne tokove preko kupcev: (a) pridobitev plačil vnaprej, (b) zaračunavanje obresti za zakasnela zapadla plačila, (c) prenehanje odnosov s kupci, ki zamujajo s plačili;
2. zamujanje s plačili pri dobaviteljih – metode, ki povečujejo denarne tokove s premikanjem zapadlih plačil na poznejši datum: (a) pogajanja z dobavitelji za daljše plačilne roke, (b) najem opreme in ne nakup le-te;
3. »bootstrapping« povezan z lastnikom: (a) denarno financiranje iz lastnikovih prihrankov, (b) osebna posojila, najeta s strani lastnika, (c) posojila pridobljena s strani lastnikovih sorodnikov ali prijateljev;
4. skupna uporaba virov: (a) izmenjava zaposlenih, sredstev ali poslovnih prostorov z drugimi podjetji, (b) koordinacija nakupov skupaj z drugimi podjetji zaradi pridobitve ugodnosti ekonomij obsega.

Razmerje med zunanjimi in notranjimi viri financiranja v različnih izbranih državah je predstavljeno v Sliki 2 na strani 11. Notranji finančni viri vsaj na začetku poslovanja predstavljajo glavni vir finančnih sredstev MSP-jev tudi v Sloveniji.

Slika 2: Povprečno zunanje in povprečno notranje financiranje MSP po svetu



Vir: T. Beck et al., *Financing patterns around the world: are small firms different?*, 2004, str. 29.

2.1 Finančna vrzel

Za majhna in srednje velika podjetja naj bi obstajala nekakšna »finančna vrzel«, kar pomeni, da bi veliko MSP-jev lahko uporabljalo finančna sredstva produktivno, če bi le-ta bila razpoložljiva, vendar težko pridobijo finančne vire iz formalnega finančnega sistema (The SME financing gap: Theory and evidence, 2006, str. 9). Cole (2008, str. 1) deli majhna podjetja na področju izposojanja na »neizposojevalce«, »nepogumne izposojevalce«, »zavrnjene izposojevalce« in na »uspešne izposojevalce«. Podobno je razdelil podjetja tudi Storey (1994, str. 130). Neizposojevalci so tista majhna podjetja, ki navajajo, da ne potrebujejo posojil. Veliko pa je podjetij, ki bi potrebovala posojilo, vendar ne zaprosijo zanj - nepogumni izposojevalci. Slednji so pogosto uvrščeni v neprimerne skupine, saj jih nekateri štejejo med zavrnjene izposojevalce, t.j. med podjetja, ki so dejansko zaprosila za posojilo, vendar so bila pri tem neuspešna in torej zavrnjena s strani posojilodajalca. Vseeno pa so nepogumni izposojevalci bolj podobni uspešnim izposojevalcem, t.j. podjetjem, ki so zaprosila za posojilo in ga tudi dobila.

Finančne ovire so veliko bolj omejujoče za rast majhnih podjetij kot za velika podjetja, poleg tega tudi preprečujejo podjetjem, da bi dosegla svojo optimalno velikost (Beck & Demircuc-Kunt, 2006). Pomanjkanje zunanjih virov financiranja pa otežuje ali celo onemogoča investiranje, povečanje produktivnosti, plač, zaposlenosti in prispevka v BDP. Otežen dostop do zunanjega financiranja je tako ključna ovira za rast podjetij, predvsem majhnih.

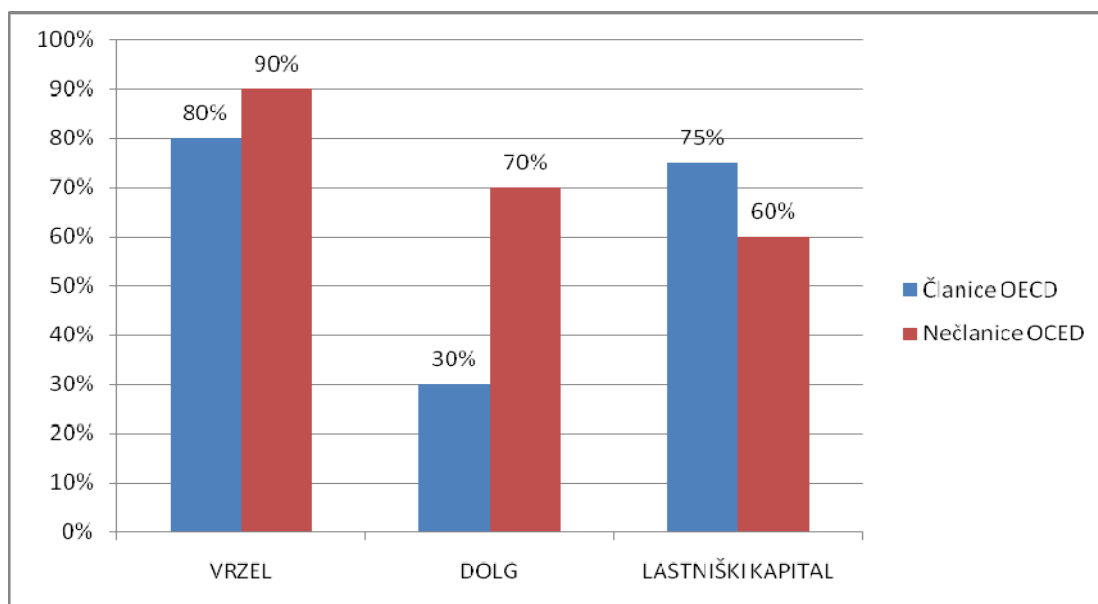
Da bi izmerili širino finančne vrzeli, je organizacija OECD izvedla raziskavo v več kot 100 članicah in nečlanicah OECD. Na podlagi rezultatov lahko oblikujemo tri skupine držav glede na soočenje s finančno vrzeljo (The SME financing gap: Theory and evidence, 2006, str. 10):

1. Države članice se splošno običajno ne soočajo s finančno vrzeljo, kar pomeni, da MSP-ji dobijo potrebna finančna sredstva od bank in drugih finančnih institucij, ki se dopolnjujejo z državnimi garancijami.
2. Večina nečlanic OECD se nasprotno srečuje z obsežnim pomanjkanjem financiranja MSP-jev. Kljub zaznanemu pomenu MSP-jev za gospodarstvo, dobijo ta podjetja le majhen delež posojil oziroma so v veliko primerih odrezana od kakršnihkoli posojil iz formalnih virov. Zato MSP-ji v nerazvitih in razvijajočih se državah posegajo po neformalnih virih, saj je to povezano z »neformalnostjo« vzhajajočih trgov, kar pomeni, da veliko podjetij deluje izven formalnega, finančno in pravno reguliranega sistema. Za to obstajajo vsaj trije razlogi (The SME financing gap: Theory and evidence, 2006, str. 10):
 - finančne institucije niso zainteresirane za poslovanje z MSP-ji, zato le-ti nimajo spodbud, da bi delovali transparentno in legalno,
 - podjetniki v MSP-jih se želijo izogniti regulacijam in obdavčitvi v formalnem sektorju,
 - državni oblasti primanjkuje administrativne sposobnosti, da bi ojačila pravni in finančni sistem.
3. Večina OECD članic je občutila pomanjkanje primernega financiranja poslovanja kot oviro za širjenje inovativnih MSP-jev (IMSP), na primer visoko tehnoloških podjetij, podjetij z novimi poslovnimi modeli in z visokim razvojnim potencialom.

Iz te raziskave tudi izhaja, da se članice in nečlanice OECD razlikujejo po lastniški in dolžniški finančni vrzeli. Slika 3 na strani 13 prikazuje, da je le 30% OECD anketirancev zaznalo vrzel v dolžniškem financiranju, medtem ko je tu občutilo težave kar 70% anketirancev iz držav nečlanic. Lastniška finančna vrzel pa je precej bolj izenačena – 75% pri nečlanicah in 60% pri članicah. Najbolj pogosti razlogi, ki so jih anketiranci navedli za pojav finančne vrzeli so (The SME financing gap: Theory and evidence, 2006, str. 130):

- asimetrične informacije,
- pomanjkanje zaupanja med podjetniki in investitorji,
- pomanjkanje managerskih spretnosti in izkušenj ter skromni poslovni načrti MSP-jev,
- pomanjkanje poslovne zgodovine in zabeleženih poslovnih rezultatov ter zastavnega premoženja v MSP-jih ter
- konservativna narava finančnih trgov.

Slika 3: Skupna finančna vrzel ter dolžniška in lastniška finančna vrzel v članicah in nečlanicah OECD



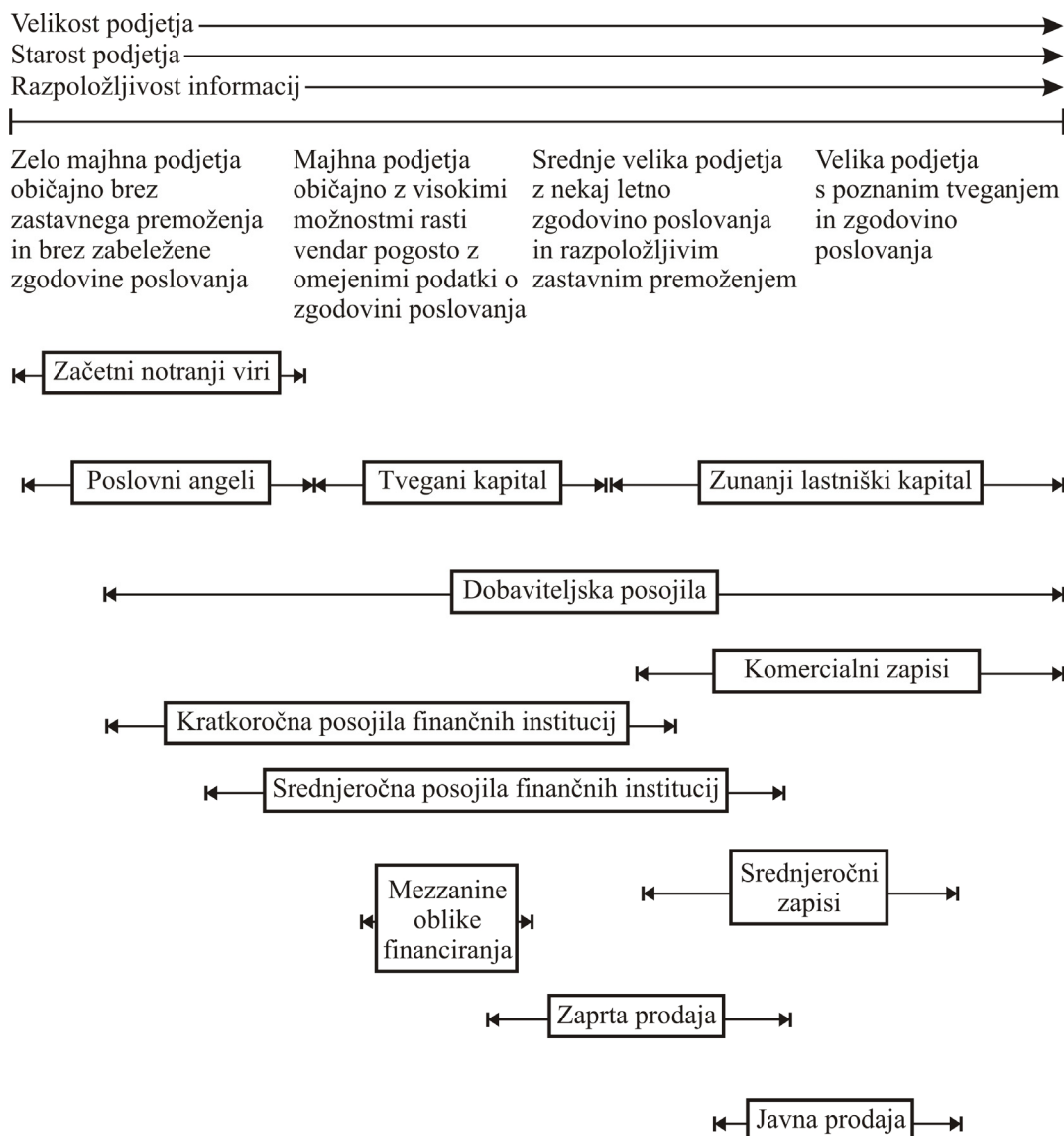
Vir: *The SME financing gap: Theory and evidence, 2006, str. 25.*

Poleg lastniške vrzeli pri majhnih podjetjih na ponudbeni strani Hutchinson (1995, str. 231) ugotavlja, da obstaja tudi »lastniška nenaklonjenost« na strani povpraševanja, saj želijo lastniki podjetja, še posebej če gre za družinsko podjetje, ohraniti lastništvo v svojih rokah.

2.2 Financiranje podjetij skozi razvojne faze

Majhna podjetja tako kot podjetja ostalih velikosti prehajajo skozi različne razvojne faze, v katerih se finančne potrebe in možni načini financiranja spreminjajo v skladu z rastjo podjetja, izkušnjami, transparentnostjo, tesnejšimi odnosi z obstoječimi posojilodajalci, kreditno sposobnostjo, zavarovanjem kreditov itd. (Berger & Udell, 1998; Berger & Udell, 2006; Cassar, 2004; Vos et al., 2007). Na Sliki 4 na strani 14 so posplošeno predstavljene prevladujoče oblike financiranja glede na velikost, starost in razpoložljivost informacij podjetja. Manjša, mlajša in manj transparentna podjetja na začetku razvojnega cikla ležijo na levi strani zveznega poltraka, kar kaže na to, da se morajo zanašati predvsem na začetne notranje vire financiranja, odloge plačil pri dobaviteljih in/ali poslovne angele (Berger & Udell, 1998, str. 622). Slednje velja predvsem za podjetja z visokim potencialom rasti (Cassar, 2004, str. 79; *The SME financing gap: Theory and evidence, 2006, str. 79*). Kot začetni notranji finančni viri majhnih podjetji so mišljeni začetni vložki lastnikov ter posojila ali lastniški deleži družine in prijateljev, ki jih lahko podjetje v poznejših fazah odkupi (Berger & Udell, 1998, str. 625).

Slika 4: Načini financiranja glede na fazo razvoja podjetja



Vir: A. Berger in G. F. Udell, *The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, 1998, str. 623.

V začetni stopnji poslovanja podjetja so informacije o podjetjih skope, zato v tej fazi posojilodajalci, katerih posojila temeljijo na trdnih informacijah, ne morejo odobriti posojil, ker bi to za njih predstavljalo preveliko tveganje. Tudi sredstev, ki bi jih lahko zastavili za zavarovanje posojil, še nimajo veliko (The SME financing gap: Theory and evidence, 2006, str. 9). Poslovni načrt, izgradnja prototipov, majhna proizvodnja in omejena tržna moč proizvoda ali storitve pa so dejavniki, ki vseeno pritegnejo neformalni tvegani kapital - poslovne angele (Berger & Udell, 1998, str. 622). V začetni in tudi nadaljnjih fazah razvoja se majhna podjetja pogosto financirajo notranje tudi iz zadržanih dobičkov.

V fazi ekspanzije in nekaj letnega poslovanja postane podjetje bolj transparentno, banke se pri posojanju lahko oprejo na računovodske izkaze in zastavo premoženja. Tu med

finančne vire vstopi tudi formalni tvegani kapital (The SME financing gap: Theory and evidence, 2006, str. 78) za financiranje široke proizvodnje in trženja produktov (Berger & Udell, 1998, str. 623; The SME financing gap: Theory and evidence, 2006, str. 78), ki pa po mnenju drugih avtorjev lahko nastopi že prej, če vlagatelji v podjetju vidijo potencial (Davila, Foster & Gupta, 2003, str. 691). Z rastjo pridobijo torej podjetja dostop do posrednih zasebnih financ na lastniški (tvegani kapital) in dolžniški strani (banke in druge finančne institucije). Nekatera podjetja se lahko odločijo tudi za neposreden vstop na javne lastniške in dolžniške finančne trge (Berger & Udell, 1998, str. 622), kjer pridobijo vire iz prodaje lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. Slednje ni pogosto za majhna podjetja, saj so potencialni investitorji zaradi netransparentnosti zadržani pred nakupom vrednostnih papirjev takih podjetij, obenem pa predstavljajo fiksni stroški registracije in distribucije vrednostnih papirjev za majhna podjetja velik strošek v primerjavi z velikimi podjetji, ki lahko z večjo izdajo izkoristijo ekonomije obsega (Berger & Udell, 1998, str. 628).

Zanimive so povezave med različnimi viri financiranja majhnih podjetij v različnih fazah razvojnega cikla, ki sta jih odkrila Berger in Udell (1998, str. 627). Financiranju s strani poslovnih angelov navadno sledi formalni tvegani kapital, kar kaže na to, da sta to komplementarna vira financiranja. Nadalje pa se tvegani kapital pojavlja v podjetju, preden se podjetje odloči za prvo javno ponudbo, kar spet navaja na komplementarnost teh dveh virov financiranja. Komplementarnost pa obstaja tudi med bančnimi posojili ter posojili drugih finančnih institucij in začetnimi notranjimi viri, poslovnimi angeli ter tveganim kapitalom. Bančna posojila namreč običajno nastopijo, če je bilo v prejšnjih fazah zbrano dovolj lastniškega kapitala. Substituti pa so ponavadi bančna posojila in dobaviteljska blagovna posojila, saj običajno večje zanašanje na dobavitelje manjša moč odnosov z bankami. Zanimivo pa je tudi, da manj zastavljenega premoženja za posojilo pri banki signalizira ostalim virom financiranja na večjo kakovost podjetja in so zato stroški pridobitve drugih finančnih sredstev manjši. Tu gre ponovno za komplementarne vire (Berger & Udell, 1998, str. 627).

Dostop do različnih virov financiranja tekom življenjskega cikla podjetja je pokazala tudi Garcia-Appendini (2008, str. 2). Novo nastala podjetja se pri financiranju poslovanja poslužujejo predvsem dražjih dobaviteljskih blagovnih posojil, ker ne morejo dostopati do, za posojanje namenjenih, finančnih institucij. Ko majhno podjetje zgradi ugled pravočasnega poravnavanja zapadlih obveznosti, se banke seznanijo s kreditno sposobnostjo podjetja in se tako lažje odločijo za posojanje. Tako lahko postaneta oba načina posojanja komplementarna. Končno pa podjetja z vzpostavljeno verodostojno in ugodno ter zabeleženo zgodovino odplačevanja posojil bankam in dobaviteljem lahko uporabljajo obe vrsti posojil kot substituta - odvisno (poleg ostalih pogojev) od tega, kolikšno potrebo po zadolževanju imajo. Do enakih ugotovitev so prišli tudi Severin et al. (2004).

2.3 Struktura virov financiranja

Podjetje lahko svoja sredstva financira s kapitalom ali z dolgom. Kapital predstavlja trajen vir financiranja, medtem ko se podjetje zunanje lahko financira kratkoročno ali dolgoročno, odvisno od namena financiranja. Za doseganje uravnotežene bilančne strukture mora podjetje dolgoročna sredstva financirati z dolgoročnimi viri, za financiranje kratkoročnega premoženja pa lahko uporablja tudi kratkoročne vire. V diplomskem delu se bom osredotočila na zunanje dolžniško financiranje majhnih podjetij pri bankah in pri dobaviteljih ter zadolževanje na kratki in dolgi rok.

2.3.1 Teorije o strukturi kapitala

O strukturi dolgoročnih virov financiranja dolgoročnega premoženja podjetij, ki ga v ekonomskih teorijah obravnavajo pod pojmom strukture kapitala, obstajata dve starejši prevladujoči teoriji: »hierarhična teorija financiranja« (ang. The Pecking Order Theory) in »statična teorija izbire financiranja« (ang. The Static Trade-off theory).

Hierarhično teorijo financiranja podjetij je razvil Myers (1984) in predpostavlja, da naj bi financiranje podjetij potekalo po nekakšni hierarhiji: najprej se podjetja poskušajo financirati iz notranjih virov in šele ko teh zmanjka ali jih ni, se začnejo zadolževati zunaj podjetja. Tu pa najprej izberejo dolžniško zadolževanje in šele v skrajnem primeru se odločijo za lastniško zunanje financiranje (Berger & Udell, 1998, str. 661; Heyman et al., 2008, str. 302; Scholtens, 1999, str. 140). Zunanje financiranje je tako posledica deficita notranjega financiranja (Shyam-Sunder & Myers, 1999, str. 219).

Statična teorija izbire, katere začetnika sta bila Jensen in Meckling (1976; citirano v Myers, 1984), pa se od hierarhične teorije izbire razlikuje po tem, da po tej teoriji obstaja optimalno dolžniško razmerje, h kateremu naj bi podjetja neprestano težila (Myers, 1984, str. 577). Optimalno dolžniško razmerje je določeno z izbiro med davčnimi prihranki podjetja kot posledico dolga ter stroški finančne stiske (stroški bankrota, stroški agentov) (Heyman et al., 2008, str. 302).

Obstaja pa tudi modernejša teorija zunanjega financiranja – »na informacijah temelječa teorija financiranja« (ang. The modern information-based theory), ki pravi, da je mešanica zunanjega dolga in lastniškega kapitala pod vplivom treh dejavnikov informacijske netransparentnosti – (a) visokih stroškov izdaje in transakcij, ki so povezani s finančnimi instrumenti, (b) neugodne izbire, ki spodbuja zunanje dolžniško financiranje in (c) moralni hazard, ki favorizira zunanje lastniško financiranje (Berger & Udell, 1998, str. 661).

Modiglianijeva in Millerjeva (1958; citirano v Coleman & Cohn, 2000) teorija o strukturi kapitala pa temelji na stališču, da podjetja pri financiranju poslovanja izberejo mešanico dolga in lastniškega kapitala, s katero maksimirajo vrednost podjetja in minimizirajo

tehtane povprečne stroške kapitala. Ker so obresti dolga davčno priznane, je v tem pogledu dolg favoriziran pred lastniškim kapitalom. Vendar je v primeru majhnih zasebnih podjetij odločitev o dolžniškem financiranju bolj potrebna kot pa lastna izbira podjetja, saj majhna podjetja ne morejo izdajati dolžniških ali lastniških vrednostnih papirjev zaradi njihove majhnosti in prevelikih stroškov. Zato se majhna podjetja najpogosteje zanašajo na zadolževanje pri bankah in dobaviteljih (Coleman & Cohn, 2000).

2.3.2 Teorije o financiranju gibljivega premoženja

Politika usklajevanja ročnosti

Podjetja poskušajo usklajevati ročnost sredstev in obveznosti do virov sredstev, saj tako zmanjšujejo tveganje, da bo generiran denarni tok nezadosten za pokrivanje fiksnih odtokov za obresti posojil in stroškov novih investicij. Preko usklajevanja ročnosti dolga z življenjsko dobo sredstev spoznamo stroške financiranja sredstev skozi vso življenjsko dobo sredstev in zato lahko pričakujemo, da bodo generirani denarni tokovi s strani sredstev zadostni za servisiranje in izplačilo dolga (Morris, 1976, str. 29). Po eni strani namreč krajša ročnost dolga od ročnosti sredstev lahko pomeni tveganje, da sredstva ne bodo prinašala še dovolj dobičkov za poplačilo dolgov. Po drugi strani pa je tudi daljša ročnost dolga nad ročnostjo sredstev tvegana, saj bi se lahko zgodilo, da bi moral biti dolg poplačan šele po tem, ko so sredstva prenehala prinašati dobičke (Heyman et al., 2008, str. 304). Podjetje s trajnimi in dolgoročnimi viri ter s spontanimi kratkoročnimi obveznostmi (dogovorjeni odlogi plačil poslovnih obveznosti do dobaviteljev in do drugih) po politiki usklajevanja ročnosti financira vsa trajna kratkoročna sredstva, ki jih enači z dolgoročnim premoženjem. Z nespontanim zadolževanjem pa so financirana le začasna kratkoročna sredstva kot so sezonska nihanja ali občasne fluktuacije obratnega premoženja kot posledica izvedbe večjih projektov.

Agresivna politika

V primeru agresivne politike financiranja podjetja ne spoštujejo zlatega bilančnega pravila, saj tudi del dolgoročnih sredstev oziroma trajnih kratkoročnih sredstev financirajo s kratkoročnimi viri (Rudež, 2002, str. 23). V skrajnem primeru agresivne finančne politike bi podjetje tudi del osnovnih sredstev financiralo s kratkoročnimi viri, vendar bi to povečalo obrestne mere za posojila oziroma bi predstavljalo težave pri pridobivanju dodatnih posojil. Takšen način financiranja srečamo predvsem pri majhnih podjetjih, ki imajo zaradi svojih značilnosti ter nižjega obsega poslovanja in posledično nižje bonitetne ocene otežen dostop do dolgoročnega dolžniškega zadolževanja. To lahko privede do tveganja plačilne nesposobnosti, saj raven trajnih sredstev ostaja nespremenjena več kot leto dni, kratkoročni dolg pa zapade pred tem. Likvidnost takih podjetij je odvisna od ekonomičnosti poslovanja in zmožnosti, da akumulirajo dovolj dobička za poplačilo posojila.

Konservativna politika

Podjetja, ki uporabljajo konservativno politiko financiranja, se praktično ne zadolžujejo kratkoročno za financiranje obratnih sredstev in tako vse svoje premoženje (dolgoročno in kratkoročno) financirajo z dolgoročnimi viri sredstev (trajnimi in dolgoročnimi ter spontanimi kratkoročnimi obveznostmi). Tveganje plačilne nesposobnosti je posledično majhno, stroški podjetja pa večji (Rudež, 2002, str. 24).

3 RAZVOJ RAZISKOVALNIH HIPOTEZ

Financiranje majhnih podjetij se razlikuje od financiranja velikih podjetij (Žnidar, 2003, str. 18) ter je zaradi specifičnih značilnosti majhnih podjetij kompleksnejše kot financiranje velikih podjetij (Coleman & Cohn, 2000, str. 88). Odločanje o strukturi kapitala pri majhnih podjetjih je v praksi največkrat nerealno, ker se majhna podjetja poslužujejo tistih virov financiranja, ki so jim dejansko na voljo (Žnidar, 2003, str. 18). Posledično je uporaba dolga za majhna podjetja določena tako z značilnostmi podjetja samega kot tudi z značilnosti podjetnika, ki vodi to podjetje. Slednje je konsistentno z dejstvom, da so finančni posli podjetja neločljivi od podjetnikovih (Coleman & Cohn, 2000, str. 88).

V tem poglavju bom postavila hipoteze o vplivu različnih značilnosti podjetnika in podjetja na način in ročnost financiranja ter o vplivu načina in ročnosti financiranja na rast in inovativnost podjetja. Vključila sem nekatere značilnosti podjetnika in podjetja, ki so jih raziskovalci proučevali v povezavi s financiranjem podjetja, pri čemer pa so ti raziskovalci praviloma proučevali vpliv na financiranje bolj na splošno, brez delitve na način (bančno oziroma dobaviteljsko financiranje) in ročnost financiranja (kratkoročno in dolgoročno financiranje).

Raziskovalci so ugotovili, da na financiranja majhnih podjetij (na splošno, brez delitve glede na način in ročnost financiranja) vplivajo naslednje značilnosti podjetnika: starost (e.g. Avery et al., 1998; Bates, 1990; Vos et al., 2007), stopnja izobrazbe (e.g. Coleman & Cohn, 2000; Storey, 1994; Wu et al., 2007), leta izkušenj (e.g. Bates, 1990; Cassar, 2004; Storey, 1994), spol (e.g. Aaronson et al., 2004; Cavalluzzo & Cavalluzzo, 1998; Haynes & Haynes, 1999) in nekoliko manj raziskana vpliva močnih (Petersen & Rajan, 1994; Wu et al., 2007) in šibkih socialnih vezi (Lechner et al., 2006; Uzzi, 1999). Za vse te značilnosti podjetnika, ki so jih raziskovalci proučevali v povezavi s financiranjem (na splošno) bom v tem poglavju postavila raziskovalne hipoteze, pri čemer pa bom pri posamezni značilnosti podjetnika posebej postavila hipoteze za vpliv na način (bančna oziroma dobaviteljska posojila) in ročnost financiranja (kratkoročna oziroma dolgoročna posojila). Dodatno pa bom raziskovala tudi vpliv podjetniške samoučinkovitosti na način in ročnost financiranja, ki pa še ni bil predmet znanstvenih raziskav.

Z vidika podjetja so raziskovalci ugotovili, da na financiranje podjetij (na splošno, brez delitve glede na način in ročnost financiranja) vplivajo naslednje značilnosti podjetja:

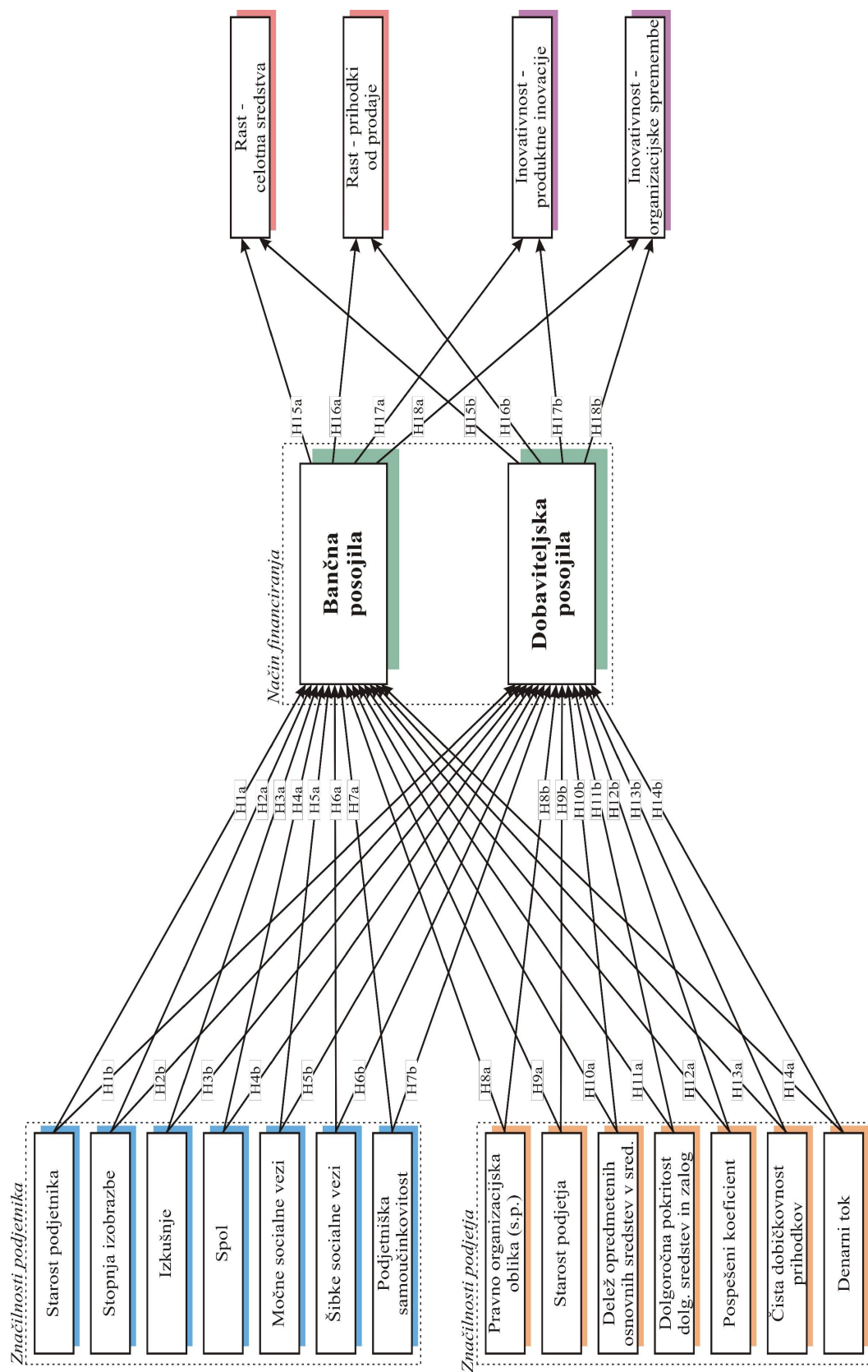
pravno-organizacijska oblika (e.g. Freedman & Godwin, 1992; Petersen & Rajan, 1997; Storey, 1994), starost podjetja (e.g. Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Berger & Udell, 1998; Scholtens, 1999), obseg opredmetenih osnovnih sredstev (e.g. de Blasio, 2005; Huyghebaert et al., 2007; Jimenez et al., 2006), donosnost oziroma dobičkovnost (e.g. Jordan et al., 1998; Michaelas et al., 1999; Petersen & Rajan, 1997) in denarni tok (e.g. Casey & Bartczak, 1985; Dietrich, 2007; Huyghebaert et al., 2007). Za vse te značilnosti podjetja, ki so jih raziskovalci proučevali v povezavi s financiranjem (na splošno) bom postavila raziskovalne hipoteze, pri čemer pa bom, tako kot pri posamezni značilnosti podjetnika tudi pri posamezni značilnosti podjetja, posebej postavila hipoteze za vpliv na način (bančna oziroma dobaviteljska posojila) in ročnost financiranja (kratkoročna oziroma dolgoročna posojila). Dodatno pa bom postavila tudi hipoteze o vplivu na način in ročnost financiranja naslednjih dveh računovodskih kazalnikov: dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog in pospešenega koeficienta, katerih vpliv na financiranje v literaturi še ni raziskan.

Postavila bom tudi hipoteze o vplivu načina in ročnosti financiranja na inovativnost in rast majhnih podjetij. V znanstveni literaturi je raziskan predvsem vpliv bančnih posojil na rast majhnih podjetij (Beck et al., 2005; Berger & Udell, 1998; Campello, 2006), medtem ko je vpliv posojil, dobljenih pri dobaviteljih, ter kratkoročnih in dolgoročnih posojil še razmeroma neraziskan.

Na podlagi pregleda znanstvene literature in lastnih sklepanj bom v tem poglavju oblikovala 72 raziskovalnih hipotez, ki predstavljajo temelj za izvedbo raziskave o vplivu značilnosti podjetnika in podjetja na financiranje majhnih podjetij v Sloveniji. 36 hipotez izhaja iz za potrebe diplomskega dela razvitega strukturnega modela vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih (Slika 5 na strani 20), preostalih 36 hipotez pa izhaja iz razvitega strukturnega modela vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij (Slika 6 na strani 21).

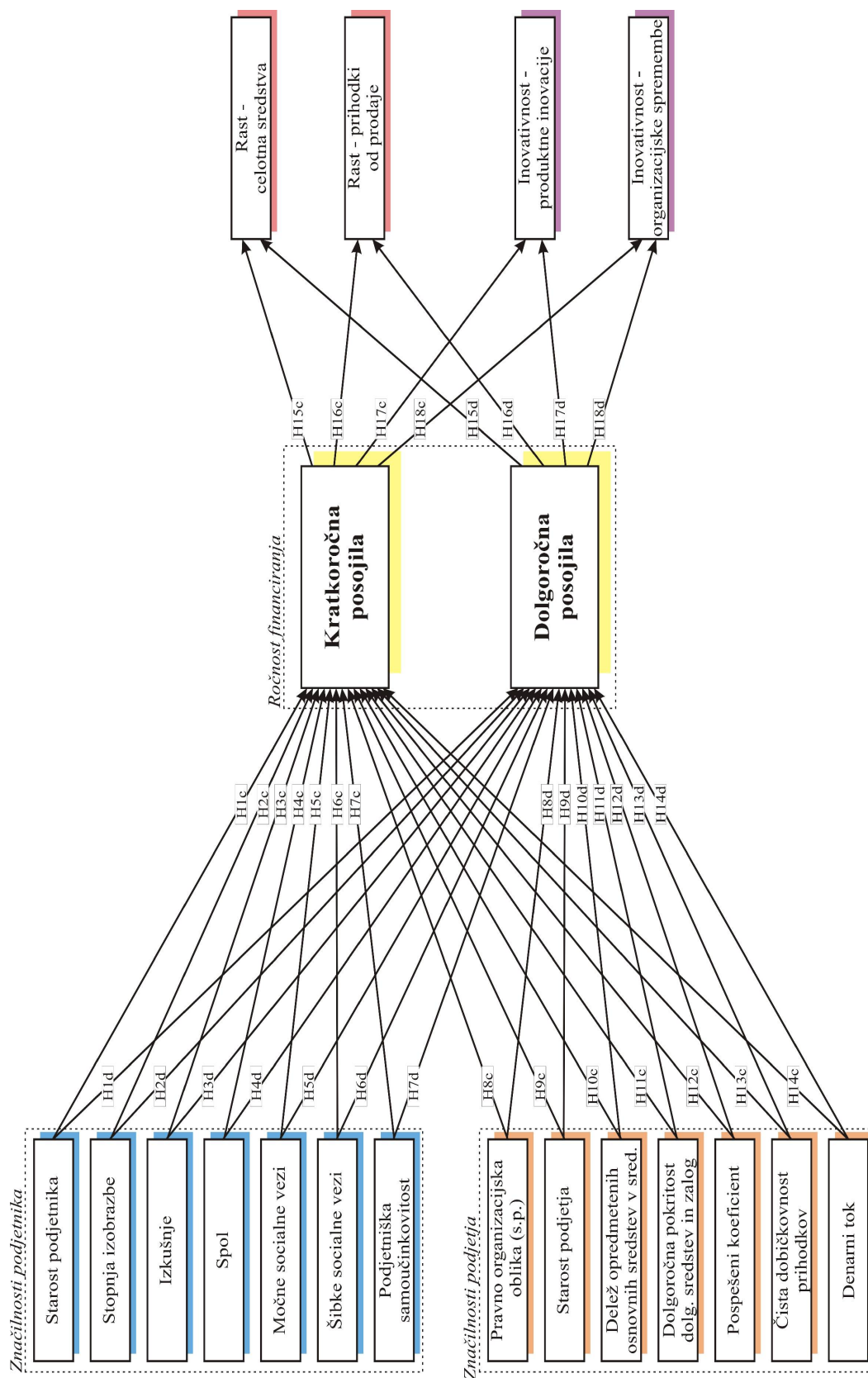
Vse hipoteze bom preverila v empiričnem delu raziskave v petem poglavju.

Slika 5: Konceptualni model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih



Vir: Lasten prikaz.

Slika 6: Konceptualni model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij



Vir: Lasten prikaz.

3.1 Vpliv značilnosti podjetnika na način in ročnost financiranja

Poznavanje značilnosti podjetnika lahko prispeva k lažjemu razlaganju kapitalske strukture in značilnosti financiranja podjetij (Cassar, 2004, str. 269). Lastnikove osebne značilnosti vplivajo na odločitve veliko bolj v majhnih podjetjih kot v velikih podjetjih, saj so majhna podjetja pogosto utelešenje značilnosti svojih lastnikov (Wu et al., 2007, str. 883). Po mnenju Colemanove in Cohna (2000, str. 87) bi posojilodajalci pri posojanju majhnim podjetjem morali upoštevati tako značilnosti podjetja kot tudi podjetnika. Vos et al. (2007, str. 2650) pa ugotavljajo, da značilnosti podjetja niso toliko pomembne kot značilnosti podjetnika pri zunanjem zadolževanju in napovedovanju finančnih aktivnosti in uspešnosti podjetja.

Raziskovalci, ki so proučevali vpliv značilnosti podjetnika na financiranje podjetij so prišli do različnih ugotovitev. Nekateri, sicer maloštevilni, menijo, da značilnosti podjetnika nimajo pomembnega vpliva na financiranje podjetij (e.g. Cassar, 2004, str. 262), medtem ko je večina drugih v svojih raziskavah prišla do ugotovitve, da imajo podjetnikove značilnosti pomemben vpliv na financiranje majhnih podjetij (e.g. Aaronson et al., 2004; Coleman & Cohn, 2000; García-Appendini, 2008; Petersen & Rajan, 1994; Severin et al., 2004; Storey, 1994). V nadaljevanju bom razvila hipoteze o vplivu starosti, stopnje izobrazbe, izkušenj, spola, močnih in šibkih socialnih vezi ter podjetniške samoučinkovitosti na način in ročnost financiranja.

3.1.1 Vpliv starosti podjetnika na način in ročnost financiranja

Scherr, Augrue in Ward (1993: citirano v Cassar, 2004, str. 269) so ugotovili, da je vzvod, ki predstavlja celoten dolg v razmerju do vseh virov sredstev, negativno povezan s starostjo podjetnika, kar pomeni, da se starejši podjetniki na splošno manj zadolžujejo, kar je skladno z ugotovitvijo Averyja, Bostica in Samolyka (1998), da lastniki v svojem življenju postopoma akumulirajo dovolj premoženja in da nimajo več tolikšne potrebe po zunanjem zadolževanju. Do enakih ugotovitev so prišli tudi Vos et al. (2007, str. 2668), ki so ugotovili, da mlajši lastniki majhnih podjetij pogosteje zaprosijo za posojila kot starejši. Bates (1990, str. 556) pa je zanimivo ugotovil, da se najpogosteje zadolžujejo podjetniki v starosti od 45 do 54 let, kar nakazuje na to, da se starejši podjetniki zaradi zadostnega lastnega premoženja manj zadolžujejo, mlajšim pa je dostop do zunanjih virov financiranja nekoliko otežen. Bates (1990) je do teh ugotovitev prišel tako za financiranje na splošno (brez delitve na bančno oziroma dobaviteljsko financiranje), kot tudi posebej za nebančne vire sredstev, kamor uvrščamo tudi dobaviteljeva posojila. Tako banke kot dobavitelji tekom poslovanja s podjetnikom spoznajo njegovo kreditno sposobnost in kakovost, poleg tega pa s starostjo podjetnik pridobi izkušnje in akumulira premoženje (Avery et al., 1998; Bates, 1990; Petersen & Rajan, 1994). Na podlagi tega lahko sklepam, da bi posojilodajalci sicer raje financirali starejše podjetnike, vendar pa imajo ti očitno manjšo potrebo po

zadolževanju predvsem zaradi zadostnega lastno akumuliranega premoženja. Na podlagi pregleda literature postavljam sledeče hipoteze:

Hipoteza H1a: Višja starost podjetnika negativno vpliva na zadolževanje pri bankah.

Hipoteza H1b: Višja starost podjetnika negativno vpliva na zadolževanje pri dobaviteljih.

Hipoteza H1c: Višja starost podjetnika negativno vpliva na kratkoročno zadolževanje.

Hipoteza H1d: Višja starost podjetnika negativno vpliva na dolgoročno zadolževanje.

3.1.2 Vpliv stopnje izobrazbe na način in ročnost financiranja

Cassar (2004, str. 269) pravi, da višja stopnja izobrazbe lahko napoveduje boljši človeški kapital. Izobrazba lastnika majhnega podjetja pa je za Batesa (1990, str. 551) glavna determinanta kapitalske strukture majhnega podjetja.

Posojilodajalci so spodbujeni k financiranju majhnih podjetij z višje izobraženimi lastniki zaradi zaznanega večjega človeškega kapitala in posledično pričakovanega pravočasnega poravnavanja obveznosti. Višja stopnja izobrazbe namreč širi obzorja posameznika, kar pripomore k uspešnejšemu podjetniškemu udejstvovanju ter k poznavanju različnih načinov financiranja. Poleg tega višja stopnja izobrazbe zmanjšuje strah pred zavrtnitvijo prošnje za posojilo (Vos et al., 2007, str. 2668). Colemanova in Cohn (2000, str. 87) sta pokazala, da stopnja izobrazbe lastnika pozitivno vpliva na zunanje zadolževanje. Podjetnikom z diplomo so bila namreč posojila pogosteje odobrena kot podjetnikom z nižjo stopnjo izobrazbe. Iz te raziskave torej izhaja, da posojilodajalci upoštevajo izobrazbo kot približek za človeški kapital, četudi druge značilnosti podjetnika zanemarijo. Tudi Storey (1994, str. 133) je ugotovil, da med vsemi lastnostmi podjetnika, ki jih je preučeval, stopnja izobrazbe najbolj vpliva na bančno financiranje podjetij, saj banke raje posojajo podjetjem, katerih lastniki imajo višjo stopnjo izobrazbe. Ta ugotovitev spet nakazuje, da je višja stopnja izobrazbe napoved za uspešnost podjetja in sposobnost odplačevanja v očeh posojilodajalcev (Bates, 1990, str. 551). Po drugi strani pa sta Asterabo in Bernhardt (2003, str. 316) prišla do nekoliko drugačnih ugotovitev, za kar navajata alternativno razlago. Banke po njunem mnenju namenoma prepustijo financiranje podjetij z višje izobraženimi lastniki drugim virom financiranja, saj so lahko ocenile, da več pridobijo z nižnim tekmovanjem za financiranje projektov podjetij z višjo verjetnostjo neuspeha, ki naj bi jih vodili manj izobraženi podjetniki, in zato takim podjetjem zaračunajo višjo obrestno mero in posledično več zaslužijo (Asterbro & Bernhardt, 2003, str. 315). Njune ugotovitve potrjuje tudi raziskava Wu et al. (2007, str. 890), kjer so avtorji ugotovili statistično značilno pozitivno povezavo med višjo stopnjo izobrazbe in notranjim lastniškim financiranjem podjetja. Kljub ugotovitvam avtorjev Asterabo in Bernhardt (2003) ter Wu et al. (2007) pa na podlagi pozitivne povezanosti višje stopnje izobrazbe in bančnih posojil ostalih avtorjev postavljam sledečo hipotezo:

Hipoteza H2a: Višja stopnja izobrazbe napoveduje višje zadolževanje pri bankah.

Višje izobraženi lastniki bodo po mojem mnenju posegali tudi po dobaviteljskih posojilih. Z izobraževanjem pridobijo podjetniki namreč znanje na področju financiranja gibljivega premoženja s spontanimi viri financiranja, med katere sodijo tudi odlogi plačil pri dobaviteljih. Poleg tega jim bo dodatno izobraževanje omogočilo tudi uspešnejše pogajanje o plačilnih rokih in količinskih popustih. Na podlagi navedenega postavljam sledečo raziskovalno hipotezo:

Hipoteza H2b: Višja stopnja izobrazbe napoveduje višje zadolževanje pri dobaviteljih.

Podjetniki, ki imajo višjo stopnjo izobrazbe, bodo verjetno kratkoročno premoženje financirali s kratkoročnimi viri, saj je takšno financiranje cenejše od dolgoročnega financiranja. Dolgoročno financiranje namreč zajema kapital, ki je najdražji vir financiranja ter dolgoročna posojila, za katera je zaračunana obrestna mera višja kot pri kratkoročnih posojilih. Iz tega sledi naslednja hipoteza:

Hipoteza H2c: Višja stopnja izobrazbe napoveduje višje zadolževanje na kratek rok.

Podjetniki z višjo stopnjo izobrazbe so običajno tudi bolj nagnjeni k rasti svojega podjetja, saj je pozitivno povezavo med stopnjo izobrazbe in rastjo podjetja potrdilo veliko avtorjev (e.g. Almus & Nerlinger, 1999; Jo & Lee, 1996; Roberts, 1991; Van de Ven, Hudson & Schroeder, 1984; Wilbon, 2000). Ker pa višji obseg zunanjega financiranja pozitivno vpliva na rast podjetja (e.g. Beck et al., 2005, str. 145), lahko sklepam, da bo tudi stopnja izobrazbe pozitivno vplivala na financiranje majhnih podjetij. Investicije v osnovna sredstva, ki so nujne za omogočanje nadaljnje rasti podjetja, so običajno financirane z dolgoročnimi posojili. Na podlagi tega postavljam sledečo hipotezo:

Hipoteza H2d: Višja stopnja izobrazbe napoveduje višje zadolževanje na dolgi rok.

3.1.3 Vpliv izkušenj na način in ročnost financiranja

Banke pri odločanju o odobritvi posojila pri majhnih in novo nastalih podjetjih dajo poudarek tudi na človeški kapital z vidika preteklih izkušenj (Storey, 1994, str. 130). Izkušnje, ki si jih podjetnik pridobi tekom izobraževanja in dela, so pomemben faktor pri napovedovanju uspešnosti podjetja. Bates (1990, str. 554), ki je preučeval vpliv stopnje izobrazbe, izkušenj in starosti podjetnika na preživetje podjetja, je ugotovil statistično značilno povezavo med izkušnjami podjetnika in verjetnostjo preživetja podjetja, kar pomeni, da bodo banke pogosteje financirale taka podjetja, za katera pričakujejo nadaljevanje poslovanja. Tako je tudi Storey (1994, str. 136) ugotovil, da so večletne izkušnje z vidika banke pozitivno povezane z bančnim financiranjem, vendar je ta povezava šibka. Zanimivo je tudi, da so podjetniki, ki so bili nezaposleni, preden so ustanovili svoje majhno podjetje, manj pogosto uporabljali bančna posojila. Asterabo in

Bernhardt (2003, str. 313) pa sta nasprotno prišla do zaključka, da so večletne izkušnje negativno povezane z bančnim financiranjem. Kljub temu na podlagi ugotovitev Batesa (1990) in Storeya (1994) postavljam sledečo hipotezo:

Hipoteza H3a: Leta izkušenj pozitivno vplivajo na zadolževanje pri bankah.

Leta izkušenj bodo po mojem mnenju pozitivno vplivala tudi na zadolževanje pri dobaviteljih, saj se lahko podjetniki na podlagi lastnih dolgoletnih izkušenj učinkoviteje pogajajo z dobavitelji. Po drugi strani pa bodo tudi dobavitelji pogosteje financirali izkušenega podjetnika, s katerim so že poslovali in tako ustvarili daljši odnos s podjetjem ter ugotovili njegovo sposobnost plačila dobavljenega blaga v okviru plačilnih rokov. Iz navedenega sledi hipoteza:

Hipoteza H3b: Leta izkušenj pozitivno vplivajo na zadolževanje pri dobaviteljih.

Kljub temu da Cassar (2004, str. 276) ni potrdil statistično značilne povezave med leti izkušenj in ročnostjo financiranja pri nobeni obliki zadolževanja, je mogoče sklepati, da bodo posojilodajalci raje financirali izkušene podjetnike, za katere pričakujejo ugodno poslovanje in s tem generiranje zadostnih sredstev za vračilo posojila tako na dolgi kot na kratki rok. Izkušeni podjetniki bodo na podlagi preteklega poslovanja in izkušenj financirali kratkoročna in dolgoročna sredstva s posojili primernih ročnosti. Kratkoročne likvidnostne težave zaradi daljših povprečnih obratov zalog in terjatev od povprečnih obratov obveznosti do dobaviteljev bodo financirali s kratkoročnimi premostitvenimi posojili. Prav tako bodo za obsežnejše investicije izbrali posojila primerne ročnosti, t.j. dolgoročna posojila. Zato postavljam sledeči hipotezi o vplivu let izkušenj na ročnost financiranja majhnih podjetij:

Hipoteza H3c: Leta izkušenj pozitivno vplivajo na kratkoročno zadolževanje.

Hipoteza H3d: Leta izkušenj pozitivno vplivajo na dolgoročno zadolževanje.

3.1.4 Vpliv spola na način in ročnost financiranja

Majhna podjetja, vodena s strani žensk, predstavljajo naraščajoč in pomemben del majhnih in srednje velikih podjetij (Coleman, 2000, str. 37). Po podatkih National Women's Business Council (Key contributions of women-led businesses, 2007, str. 2) je bil prispevek žensko vodenih majhnih podjetij v BDP-ju ZDA v letu 2002 3%, ta podjetja pa so zaposlovala 2,5 milijona zaposlenih, to število pa se še povečuje. Povečuje se tudi dostop do različnih virov financiranja – v ZDA obstajajo celo skladi tveganega kapitala, ki so namenjeni podjetjem, ki jih vodijo ženske (Policy and progress: supporting the growth of women's business enterprise, 2004, str. 27).

O rasni in spolni diskriminaciji pri financiranju majhnih podjetij je pisalo že veliko raziskovalcev (e.g. Aaronson et al., 2004; Cavalluzzo, Cavalluzzo & Wolken, 2002; Coleman, 2000; Storey, 2004). Colemanova (2000, str. 37) je prišla do zaključka, da podjetnice manj pogosto uporabljajo zunanje financiranje za svoje podjetje, posojilodajalci zahtevajo od žensk strožje zavarovanje posojil, zaračunajo pa jim tudi višje obrestne mere za posojila kot moškim. Cavalluzzo et al. (2002, str. 642, 644, 649) uvrščajo ženske podjetnice v skupino »nepogumnih izposojevalcev« - lastniki majhnih podjetij, ki bi lahko zaprosili za posojilo, vendar tega ne storijo, ker so prepričani, da bi finančne institucije zavrnilo njihovo prošnjo. Po tej raziskavi je bila več ženskim podjetnicam zavrnjena prošnja za odobritev posojila kot moškim, zaračunana obrestna mera pa višja. Na drugi strani je bilo pri podobni raziskavi (Cavalluzzo & Cavalluzzo, 1998) ugotovljeno, da svetlopolti moški podjetniki pogosteje najemajo posojila kot ženske, vendar so raziskovalci ugotovili, da je dostop do posojilnih trgov za ženske primerljiv z moškim dostopom, saj njihove stopnje zavrnitve posojil niso večje kot pri moških.

O povezavi med spolno diskriminacijo in dobaviteljskimi posojili so razpravljali Aaronson et al. (2004). Na podlagi rezultatov, ki so jih dobili s probit regresijo, so pokazali negativno povezavo med ženskimi podjetnicami in ponujenimi posojili, kar pomeni, da so moški pogosteje dostopali do dobaviteljskih kreditov.

Glede na navedeno lahko predpostavljam, da se bodo ženske redkeje zadolževale kot moški, saj bodo težile h generiranju potrebnih sredstev znotraj podjetja, poleg tega pa so ženske običajno bolj previdne in premišljene in se ne bodo množično posluževale zunanjih posojil. Iz zaznane večje pogajalske moči moških, bodo slednji tudi več povpraševali po posojilih pri dobaviteljih in bodo pri tem tudi uspešnejši. Na podlagi pregleda literature in lastne diskusije postavljam sledeči hipotezi:

Hipoteza H4a: Moški se pogosteje zadolžujejo pri bankah kot ženske.

Hipoteza H4b: Moški se pogosteje zadolžujejo pri dobaviteljih kot ženske.

Glede na to, da iz raziskav izhaja, da je ženskam zunanje financiranje (pri bankah in dobaviteljih) manj dostopno kot moškim in da za ženske ponekod veljajo strožji pogoji za odobritev posojil (Haynes & Haynes, 1999), sklepam, da ženske tudi pridobijo manj tako kratkoročnih kot tudi dolgoročnih posojil, zato postavljam naslednji raziskovalni hipoteze:

Hipoteza H4c: Moški se pogosteje kratkoročno zadolžujejo kot ženske.

Hipoteza H4d: Moški se pogosteje dolgoročno zadolžujejo kot ženske.

3.1.5 Vpliv močnih socialnih vezi na način in ročnost financiranja

Socialna mreža je definirana kot krog posameznikovih kontaktov, s pomočjo katerega posameznik ohranja svojo socialno identiteto, dobiva materialno pomoč, čustveno podporo

in nove informacije ter spoznava nove znance (Walker, MacBride & Vachon, 1977, str. 35). S tem širi svojo socialno mrežo, ki jo nadalje sestavljajo vsi ljudje, ki jih posameznik pozna (Singh, 1998, str. 228). Nekatere člane socialne mreže posameznik pozna bolje in le-ti predstavljajo močne socialne vezi, kamor štejemo družino, sorodnike in prijatelje. Poslovni partnerji (kupci, dobavitelji) ter investitorji in posojilodajalci pa predstavljajo šibke socialne vezi posameznika, saj le-te posameznik slabše pozna (Allen, 2000, str. 488; Singh, 1998, str. 228). Po mnenju Vos et al. (2007, str. 2648) so socialne mreže za obseg financiranja pomembne. Prav tako Petersen in Rajan (1994, str. 1) poudarjata pomen ustreznih odnosov med posojilodajalcem in posojilojemalcem in dodajata, da ustrezni odnosi prvenstveno delujejo v smeri večjega obsega posojanja, ne pa v smeri ugodnejše cene posojil. Močne vezi posameznikove socialne mreže se nanašajo na člane družine, sorodnike, tesne prijatelje, torej na osebe, ki se vidijo in komunicirajo pogosto, skozi daljše časovno obdobje (Granovetter, 1973, str. 113). Gre za zaupne odnose, ki se razvijajo med ljudmi (Singh, 1998, str. 33).

Prispevek k financiranju majhnih podjetij s strani članov podjetnikove socialne mreže, s katerimi ima podjetnik vzpostavljene močne vezi, je zelo pomemben predvsem v začetni fazi, pri ustanavljanju podjetja. Če podjetnik sam namreč ne more zbrati dovolj sredstev za ustanovitev podjetja (kjer se zahteva vplačilo osnovnega kapitala), mu lahko pri tem pomagajo družina, sorodniki in prijatelji (Coleman & Cohn, 2000; Mramor, 1993, str. 251; Žnidar, 2003, str. 16). Tudi v nadaljnjih fazah razvoja se iz potrebe po dodatnih finančnih virih lahko podjetnik opre na svoje močne socialne vezi (Mramor, 1993, str. 251), zato bo potreba po zadolževanju pri bankah in dobaviteljih manjša. Predstavniki močnih socialnih vezi se tudi raje izognejo zunanjemu zadolževanju podjetnika, če bi le-ta moral kot zavarovanje posojila ponuditi lastno poroštvo, saj bi s tem lahko ogrozil stabilnost celotne družine (izguba premoženja ob nezmožnosti vračila posojila).

Družina lahko na strukturo kapitala pomembno vpliva, še posebej če gre za družinsko podjetje, saj si družina želi ohraniti popoln nadzor nad podjetjem, zato se izogiba zunanjemu lastniškemu financiranju in tako družinska podjetja izbirajo med ohranjanjem nadzora in s tem odrekanju lastniškemu zunanjemu financiranju podjetja ter med omejenim financiranjem rasti na dolžniško zadolževanje ali lastne vire. Pri zunanjem financiranju se tako raje odločijo za dolžniško financiranje (banke in dobavitelji) in tako ohranijo nadzor v podjetju (Wu et al., 2007, str. 876, 887, 893). Po drugi strani pa družina, sorodniki in prijatelji poleg finančne podpore podjetniku potencialno nudijo tudi stike s posojilodajalci, saj se podjetnikova mreža na njihov račun poveča in posledično doseže tudi nova znanstva, ki podjetniku povečajo možnost zadolževanja. Vpletenost družine v podjetje predstavlja po mnenju raziskovalcev posledično prednosti in slabosti, zato je financiranje majhnih podjetij različno od financiranja velikih podjetij (Wu et al., 2007, str. 893).

Področje vpliva socialnih vezi na izposojanje pri bankah in dobaviteljih ni bilo še temeljito raziskano, zato na podlagi zgornje diskusije in po mojem mnenju prevladujočega vpliva

močnih socialnih vezi v smeri nižjega zadolževanja zaradi strahu pred izgubo premoženja ter večje možnosti za zbiranje potrebnih finančnih virov znotraj družinskega in prijateljskega kroga postavljam sledeči raziskovalni hipotezi:

Hipoteza H5a: Močne socialne vezi negativno vplivajo na bančno financiranje.

Hipoteza H5b: Močne socialne vezi negativno vplivajo na dobaviteljsko financiranje.

O vplivu močnih socialnih vezi na kratkoročna in dolgoročna posojila po temeljitem pregledu znanstvene literature nisem zasledila neposrednih raziskav tega problema. Zato podobno kot pri vplivu močnih socialnih vezi na način financiranja predpostavljam, da bodo močne socialne vezi vplivale na manjše zadolževanje podjetnikov tako na kratki kot na dolgi rok, saj bo podjetnik pridobil zadosten obseg finančnih virov znotraj kroga članov socialne mreže, ki jih dobro pozna. Na podlagi navedenega postavljam lastni raziskovalni hipotezi:

Hipoteza H5c: Močne socialne vezi negativno vplivajo na kratkoročno zadolževanje.

Hipoteza H5d: Močne socialne vezi negativno vplivajo na dolgoročno zadolževanje.

3.1.6 Vpliv šibkih socialnih vezi na način in ročnost financiranja

Šibke vezi se nanašajo na priložnostne (neredne) znance, ki se vidijo občasno - manj kot enkrat tedensko - zato njihov odnos ni intimen in ne komunicirajo pogosto (Ozgen, 2003, str. 64). Šibke vezi podjetnika poleg znancev predstavljajo tudi potrošniki, dobavitelji, investitorji in posojilodajalci, ki ga lahko oskrbijo z edinstvenimi informacijami (Ozgen, 2003, str. 66) in s katerimi vzpostavlja posojilne odnose. Analiza socialnih mrež posameznika je tako pomembna tudi z vidika odnosov med podjetnikom in posojilodajalci, ki priskrbijo sredstva za zagon podjetja (Greve & Salaff, 2003, str. 2) in za njegovo nadaljnje poslovanje.

Singh (1998, str. 153) je prišel do ugotovitve, da večja kot je socialna mreža posameznika, več dostopa do informacij o možnostih pridobivanja virov ima podjetnik, s širšim krogom znancev pa si lahko podjetnik utre pot do več različnih vrst financiranja.

Šibke socialne mreže pomagajo podjetnikom pri pogajanjih in prepričevanjih, kar jim omogoča pridobivanje širokega nabora informacij in virov (na primer informacije o trgih, ideje, možnosti reševanja problemov, informacije o delavcih, o socialni podpori, o kapitalskih vlaganjih in virih financiranja), ki jih posedujejo ostali predstavniki šibkih socialnih vezi (Hoang & Antončič, 2003; Nicolaou & Birley, 2003a, 2003b; Shane Scott, 2002; Walter, Auer & Ritter, 2006). Nicolaou in Birley (2003a, str. 336) sta na podlagi pregleda literature definirala šibke socialne vezi kot vezi, ki lahko pripomorejo k prepoznavanju poslovnih priložnosti in dostopanju do pomembnih informacij in virov. Poleg tega po njunem mnenju šibke socialne vezi vplivajo na trenutek, v katerem podjetnik

pridobi informacije o trgu, ki so lahko ključne za raziskave in razvoj v podjetju. Nenazadnje pa je lahko podjetnik deležen pozitivnih ovrednotenj in priporočil s strani šibkih socialnih vezi. Za financiranje podjetij je med determinantami šibkih socialnih vezi, ki jih Nicolaou and Birley (2003a, str. 336) izpostavljata, ključnega pomena dostop do pomembnih informacij in virov, do katerih podjetnik sicer ne bi mogel dostopati. Posamezniki, vpleteni v široko socialno mrežo, bodo pogosteje dostopali do donosnih poslov, ker so zaradi svoje široke socialne mreže v boljšem položaju pri prepoznavanju primernih poslovnih partnerjev (Rangan Insead, 2000).

Predvsem v začetni fazi, ko je podjetje še neveljavljeno in nepoznano, se podjetniki opirajo na informacije pridobljene v interakciji s člani socialne mreže (Greve & Salaff, 2003), saj jim to omogoča dostop do različnih finančnih virov (Lechner et al., 2006, str. 520) in pod ugodnejšimi pogoji (Uzzi, 1999, str. 481). Ker lahko pripadniki šibkih vezi vplivajo na dobro mnenje podjetja in podjetnika pri posojilodajalcih, posojilni odnos ne potrebuje začetnega »ogrevalnega« obdobja, v katerem se podjetnik in posojilodajalec še spoznavata (Lechner et al., 2006, str. 520).

Vpletenost v mrežo omogoča podjetniku lažji dostop do posojil pri bankah, saj lahko ostala podjetja iz mreže garantirajo zanj in priskrbijo potrebna zavarovanja, če, na primer, podjetje samo nima premoženja, ki bi ga lahko zastavilo (Rivaud-Danset, Dubocage & Salais, 1998, str. 95). Informacije so zato ključen input pri posojanju, vendar pa so te informacije za posojilodajalce, ki financirajo majhna podjetja, težko dostopne. Obstaja namreč asimetrija informacij med podjetniki, ki imajo več informacij o poslovanju in prihodnjih načrtih svojih podjetij, in njihovimi investitorji, ki poskušajo do teh informacij priti na različne načine predvsem na podlagi razvijanja odnosov s podjetnikom (Garcia-Appendini, 2007, str. 2).

Petersen in Rajan (1994, str. 3) sta menja, da vzpostavljanje poglobljenih in močnih odnosov prispeva k večji razpoložljivosti financiranja. Tako daljši odnos podjetnika z banko pozitivno vpliva na dobljena posojila pri njej (Cavalluzzo & Cavalluzzo, 1998, str. 782; Severin et al., 2004, str. 25). Vendar pa ima večje število povezav z različnimi viri financiranja negativen vpliv na razpoložljivost financiranja (Petersen & Rajan, 1994, str. 1). Možnosti odobritve posojila torej padajo z večanjem števila različnih virov financiranja, saj večstranski odnosi zmanjšujejo vrednost pridobljenih zasebnih informacij posojilodajalca (Cole, 2008; Vos et al., 2007), zamujanje s plačili pri dobaviteljih pa dodatno zmanjšuje možnost odobritve posojila pri bankah (Biais & Gollier, 1997; Cavalluzzo & Cavalluzzo, 1998; Garcia-Appendini, 2007; García-Appendini, 2008; Rivaud-Danset et al., 1998).

Na podlagi predhodne razprave postavljam naslednje hipoteze:

Hipoteza H6a: Večje število šibkih vezi v posameznikovi socialni mreži ima pozitiven vpliv na financiranje pri bankah.

Hipoteza H6b: Večje število šibkih vezi v posameznikovi socialni mreži ima pozitiven vpliv na financiranje pri dobaviteljih.

Hipoteza H6c: Večje število šibkih vezi v posameznikovi socialni mreži ima pozitiven vpliv na kratkoročno posojanje.

Hipoteza H6d: Večje število šibkih vezi v posameznikovi socialni mreži ima pozitiven vpliv na dolgoročno posojanje.

3.1.7 Vpliv podjetniške samoučinkovitosti na način in ročnost financiranja

Podjetniško samoučinkovitost (ang. entrepreneurial self-efficacy) lahko definiramo kot posameznikovo mnenje o lastnih možnostih motivacije, prepoznavanja in obvladovanja dogodkov v življenju (Wood & Bandura, 1989, str. 364) oziroma kot sposobnost uspešnega opravljanja določenih nalog (Chen, Greene & Crick, 1998, str. 301).

Podjetnik z visoko podjetniško samoučinkovitostjo je sposoben poiskati poslovne priložnosti in ugotoviti primernost trga za izkoriščanje svojih idej ter izdelati poslovni načrt in poiskati nove trge. Obenem je tudi prepričan v uspeh zastavljenega projekta z vidika generiranja dobičkov in ustvarjanja ugodnega obsega prodaje. Samoučinkovit podjetnik je sposoben obvladovati negotove, tvegane situacije ter preračunati tako obstoječe kot tudi potencialno tveganje. Na podlagi vsega naštetega je podjetnik z visoko stopnjo podjetniške samoučinkovitosti sposoben širiti svoje podjetje in poiskati primerne vire financiranja primernih ročnosti, s katerimi bo uresničil svoje cilje. Podjetniška samoučinkovitost in zasledovanje zastavljenih ciljev bosta podjetniku omogočala lažji dostop tako do bančnih kot do dobaviteljskih posojil ter bosta po pričakovanjih pozitivno vplivala na obseg kratkoročnih in dolgoročnih posojil, saj bo podjetnik, ki potrebuje zunanje finančne vire, svojo samoučinkovitost izkoristil pri povpraševanju po le-teh. Podjetniška samoučinkovitost neposredno ni bila predmet znanstvenih raziskav o vplivu le-te na način in ročnost financiranja, zato navajam posredne raziskave, ki so odkrile pozitiven vpliv prepoznavanja poslovnih priložnosti, prihodnjih namer rasti podjetja in izkoriščanje priložnosti rasti na financiranje majhnih podjetij. Rast podjetja so raziskovalci povezovali z načinom in/ali ročnostjo financiranja.

Ozgen in Baron (2007, str. 189) sta tako ugotovila, da višja raven podjetniške samoučinkovitosti vpliva na posameznikovo sposobnost prepoznavanja poslovnih priložnosti. Več izkoriščenih poslovnih priložnosti pa nadalje nakazuje na to, da ima podjetnik za cilj svojega podjetja rast. Prodan (2007, str. 142) je ugotovil, da višja raven podjetniške samoučinkovitosti pozitivno vpliva na namero, da bo posameznik ustanovil svoje podjetje. Vpliv med namerami za rast in zunanjim financiranjem so raziskovali

Michaelas, Chittenden in Poutziouris (1999, str. 113) in ugotovili pozitivno povezavo med namerami za rast in zunanjim financiranjem ter kratkoročnim in dolgoročnim zadolževanjem. Dodatno pa je uporaba zunanjega financiranja na sploh in specifično tudi bančnega financiranja pozitivno povezana s ciljem po rasti, saj se podjetnik za financiranje odloči na podlagi svojih prepričanj o uspešnosti bodočega posla (Cassar, 2004, str. 268). Iz navedenega sklepam, da višja raven podjetniške samoučinkovitosti pozitivno vpliva na obseg zunanjega financiranja (tako z vidika načina financiranja kot tudi z vidika ročnosti financiranja).

Podjetnik, ki ponudi notranje racionalne razlage za svoje načrte o ustanovitvi lastnega podjetja, kot na primer »Vedno sem si želel postati svoj šef.« (Gatewood, Shaver & Gartner, 1995, str. 372), in ki ima visoko samoučinkovitost, merjeno na primer s prepričanjem, da je podjetnik sposoben nadzirati okolje skozi svoje aktivnosti (Brockhaus & Horwitz, 1986, str. 27), bodo pogosteje ustanavljali podjetja (Gatewood et al., 1995, str. 371), posojilodajalci pa bodo takim podjetnikom, ki so prepričani v svoj uspeh, pogosteje in lažje posojali. Tudi podjetniki sami bodo na podlagi prepričanj v svoj uspeh in zmožnost vračila pogosteje povpraševali po posojilih. Baum in Locke (2004, str. 587) sta ugotovila, da imajo podjetnikova samoučinkovitost, sporočena vizija in zastavljeni cilji neposreden pozitiven vpliv na rast podjetja. Visoko rastoča podjetja, ki imajo na čelu podjetnika z visoki ambicijami, prepričanega v svoje sposobnosti in ki si prizadeva za nadaljnjo rast podjetja, so v očeh dobaviteljev sposobna odplačevanja obveznosti in zato jim dobavitelji pri tem cilju pomagajo, saj tudi sami vidijo interes v večjih obsegih nabav takim podjetjem. Zato Cunat (2007, str. 523) pravi, da so višje možnosti rasti podjetja pozitivno povezane z večjim obsegom dobaviteljevih posojil.

Na podlagi zgornjega razmišljanja in posrednega vpliva podjetniške samoučinkovitosti na način in ročnost financiranja, obravnavanega v znanstveni literaturi, postavljam sledeče štiri raziskovalne hipoteze:

Hipoteza H7a: Višja podjetniška samoučinkovitost pozitivno vpliva na financiranje pri bankah.

Hipoteza H7b: Višja podjetniška samoučinkovitost pozitivno vpliva na financiranje pri dobaviteljih.

Hipoteza H7c: Višja podjetniška samoučinkovitost pozitivno vpliva na financiranje na kratek rok.

Hipoteza H7d: Višja podjetniška samoučinkovitost pozitivno vpliva na financiranje pri dolgi rok.

3.2 Vpliv značilnosti podjetja na način in ročnost financiranja

Banke se pri posojanju majhnim podjetjem načeloma bolj ozirajo na finančne kazalnike, ki kažejo kreditno sposobnost podjetja (Astebro & Bernhardt, 2003, str. 316). Podobno

ugotavljajo Rivaud-Danset, Dubocage in Salais (1998, str. 95), da se banke in druge finančne institucije, ki priskrbijo podjetjem kakovostna finančna sredstva, pri posojanju podjetjem osredotočijo tudi na kazalnike poslovanja podjetja, zato je dolg pretežno funkcija značilnosti podjetja (Coleman & Cohn, 2000, str. 87).

V preteklosti je bilo narejenih veliko študij, ki so raziskovale, kako posamezen kazalnik napoveduje propad ali preživetje podjetja (Casey, 1980; Casey & Bartczak, 1985; Houghton, 1984; Kennedy, 1975; Ketz, 1978; Libby, 1975; Mensah, 1984; Ohlson, 1980; Zimmer, 1980). Zato se teh kazalnikov v veliki meri poslužujejo banke in drugi posojilodajalci pri odločanju o odobritvi posojila podjetjem, saj imajo izračunani kazalniki veliko sporočilno moč (Abdel-Khalik, 1973, str. 104). Pri tem pa je pomembno, da uporabniki kazalnikov le-te pravilno interpretirajo, razumejo naravo računovodskih informacij in jih pravilno uporabijo (Zimmer, 1980, str. 632).

Slovenski računovodski standard 29 (Slovenski računovodski standard, 2006) opredeljuje računovodske kazalnike kot relativna števila, ki se nanašajo na gospodarske kategorije, o katerih obstajajo računovodski podatki. Lahko so koeficienti, stopnje udeležbe ali indeksi. Dobijo se s primerjavo dveh kategorij. Glede na izhodišče v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida ter glede na potrebe po finančnem in gospodarskem načinu presojanja se računovodski kazalniki skupinijo kot kazalniki stanja financiranja (vlaganja), kazalniki stanja investiranja (naložbenja), kazalniki vodoravnega finančnega ustroja, kazalniki obračanja, kazalniki gospodarnosti, kazalniki dobičkonosnosti in kazalniki dohodkovnosti.

V diplomskem delu sem se zaradi relevantnosti analize in omejenega prostora osredotočila le na nekatere kazalnike iz sledečih skupin: kazalniki stanja investiranja (delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih), kazalniki vodoravnega finančnega ustroja (kazalnik dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog in pospešeni koeficient), kazalniki gospodarnosti (stopnja čiste dobičkovnosti prihodkov) ter denarni tok.

Poleg računovodsko-finančnih kazalnikov, ki z različnih zornih kotov kažejo na verjetnost (ne)vračila posojila, pa posojilodajalci vzamejo v obzir tudi druge značilnosti podjetja. Raziskovalci so najpogosteje analizirali vpliv pravno-organizacijske oblike (Batstone, 1993; Channon, Edwards & James, 2001; Chawla, Hazeldine, Jackson & Lawrence, 2007; Freedman, 2000; Freedman & Godwin, 1992; Oguz, 1997; Storey, 1994) in starosti podjetja na zunanje financiranje majhnih podjetij (Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Berger & Udell, 1998; Cavalluzzo & Cavalluzzo, 1998; Coleman & Cohn, 2000; Elliehausen & Wolken, 1993; Leeth & Scott, 1989; Petersen & Rajan, 1995; Scholtens, 1999; Torre et al., 2008). Zato v nadaljevanju predstavljam pregled literature o vplivu značilnosti podjetja na način in ročnost financiranja majhnih podjetij in na podlagi le-te postavljam raziskovalne hipoteze.

3.2.1 Vpliv pravno-organizacijske oblike podjetja na način in ročnost financiranja

Osnovni namen vpeljave omejene odgovornosti in statusa podjetja (ang. corporate status) je bil v zmanjšanju tveganja posameznika ali skupine posameznikov pri osebni odgovornosti za izgube podjetja v primeru prenehanja delovanja le-tega. Zaradi omejene odgovornosti naj bi bili podjetniki bolj pripravljeni ustanavljati podjetja in se zavzemati za njihovo rast, kar koristi celotnemu gospodarstvu (Storey, 1994, str. 129). Veliko raziskav o izbiri pravno-organizacijske oblike družbe je dalo podobne rezultate – podjetniki se večinoma odločijo za ustanovitev kapitalskih družb, kjer družba odgovarja za obveznosti z vsem svojim premoženjem, medtem ko družbeniki za njene obveznosti ne odgovarjajo, oziroma odgovarjajo samo v višini svojega začetnega vložka (Izbira ustrezne pravno-organizacijske oblike družbe, 2007). Posledično je slabost samostojnih podjetnikov posameznikov in osebnih družb ta, da odgovarjajo z vsem svojim premoženjem (Freedman, 2000; Storey, 1994). Jasne koristi izbire omejene odgovornosti obstajajo za velika podjetja, pri majhnih podjetjih pa je ta odločitev kompleksnejša (Storey, 1994, str. 129). V Sloveniji so običajno majhna podjetja ustanovljena kot samostojni podjetniki (fizične osebe) ter družbe z omejeno odgovornostjo (pravne osebe), redkeje so zastopana majhna podjetja ostalih pravnih oblik kapitalskih družb (d.d., k.d.d., SE) in osebnih družb (d.n.o., k.d., t.d.).

Tako se majhna podjetja redko odločijo na primer za ustanovitev delniške družbe zaradi relativno visokih stroškov ustanovitve te vrste podjetja ter zahtevnejših formalno-pravnih postopkov ureditve statusa, višjih zahtev po vplačilu osnovnega kapitala, zapletenega upravljanja (več obveznih organov), večjih stroškov pri delovanju družbe (Izbira ustrezne pravno-organizacijske oblike družbe, 2007), stroškov zunanje revizije finančnih izkazov, stroškov izdaje vrednostnih papirjev in stroškov objave informacij (Oguz, 1997, str. 539). Od takih podjetij se tudi pričakuje razkritje informacij javnosti o poslovanju in lastništvu ter razkritje računovodskih informacij (Storey, 1994, str. 129).

Majhna podjetja se po raziskavi Batstonea (1993; citirano v Storey, 1994, str. 129) ter Freedmanove in Godwinove (1992; citirano v Storey, 1994, str. 129) odločajo za pravno-organizacijsko obliko podjetja »družba z omejeno odgovornostjo« zaradi signaliziranja večje kredibilnosti in resnosti v očeh investitorjev in posojilodajalcev. Tudi Channon et al. (2001, str. 4) ugotavljajo, da se majhna podjetja odločijo za eno izmed oblik kapitalskih družb raje kot za obliko samostojnega podjetnika posameznika zaradi zaznanega višjega statusa za podjetnike, ki vodijo kapitalsko družbo, in ne samo zaradi ekonomskih prednosti le-te. Dodatne ekonomske koristi kapitalskih družb, ki jih navajajo Channon et al. (2001, str. 13) so poleg omejitve osebne odgovornosti še prestiž in dostop do specifičnih pogodb. Po drugi strani pa tudi omejena odgovornost ne pomeni nujno izključenosti odgovornosti podjetja, saj banke pogosto zahtevajo zavarovanje posojil z lastnim premoženjem lastnika (Storey, 1994, str. 129). Storey (1994, str. 133) je ugotovil, da vrsta pravno-organizacijske

oblike podjetja vpliva na bančno financiranje, saj banke pogosteje financirajo kapitalske družbe (na primer družbe z omejeno odgovornostjo) kot pa samostojne podjetnike, saj slednji ne signalizirajo tolikšne kredibilnosti. Petersen in Rajan (1997, str. 19) sta ugotovila pozitivno povezavo med pravno-organizacijsko obliko podjetja in dobaviteljevimi krediti, saj sta pravno-organizacijsko obliko podjetja vzela kot znak večje kreditne kakovosti in zagotovila plačila dolgov.

Colemanova in Cohn (2000) sta prišla do zaključka, da imajo samostojni podjetniki manjši odstotek dolga kot pravne osebe. Pričakujem, da se bo to pokazalo tudi na slovenskem vzorcu majhnih podjetji, saj je za samostojne podjetnike zadolževanje bolj tvegano kot za podjetja, ker se posojilodajalci zavarujejo pred nevračilom posojila s poroštvom zasebnika. Za samostojne podjetnike je namreč značilno, da za obveznosti odgovarjajo z vsem svojim premoženjem. Zato imajo mnogi samostojni podjetnik ustanovljeno tudi družbo z omejeno odgovornostjo, preko katere zaprosijo za posojilo. Podjetja življenjskega sloga in majhna podjetja brez ambicij po rasti so po navadi tudi oblikovana kot samostojni podjetniki, saj je slednje lažje ustanoviti, poleg tega pa se ne zahteva vplačilo osnovnega kapitala. Iz pregleda literature in navedenih dejstev postavljam sledeči raziskovalni hipotezi:

Hipoteza H8a: Pravno-organizacijska oblika samostojni podjetnik posameznik negativno vpliva na financiranje pri bankah.

Hipoteza H8b: Pravno-organizacijska oblika samostojni podjetnik posameznik negativno vpliva na financiranje pri dobaviteljih.

Pravno-organizacijska oblika podjetja je povezana tudi z življenjskim ciklom podjetja in je tako dodatna spremenljivka poleg starosti in velikosti podjetja, ki opredeljuje fazo razvoja podjetja. Podjetniki, ki začnejo s poslovanjem kot samostojni podjetniki, v nadaljnjih fazah rasti pogosto preoblikujejo podjetja v kapitalske družbe in se s tem izognejo neomejeni odgovornosti (Chawla et al., 2007). Slednje tudi pomeni, da se posojilodajalci tudi pri ročnosti posojil ozirajo na pravno-organizacijsko obliko podjetja, iz česar sledi, da bodo samostojnim podjetnikom redkeje odobrili posojila daljše ročnosti, saj se zaradi zaznane nižje kredibilnosti in sposobnosti spoštovanja posojilnih obvez s strani samostojnih podjetnikov, raje odločijo za dolgoročno financiranje kapitalskih družb. Na podlagi pregleda literature postavljam sledeče raziskovalne hipoteze:

Hipoteza H8c: Pravno-organizacijska oblika samostojni podjetnik posameznik negativno vpliva na kratkoročno financiranje.

Hipoteza H8d: Pravno-organizacijska oblika samostojni podjetnik posameznik negativno vpliva na dolgoročno financiranje.

3.2.2 Vpliv starosti podjetja na način in ročnost financiranja

Posojilodajalci gledajo na mlajšo starost majhnih podjetij kot na približek, s katerim ocenjujejo tveganje podjetij in s tem možnosti propada (Leeth & Scott, 1989, str. 389), kot na približek za manjšo izkušnost mlajših podjetij (Elliehausen & Wolken, 1993, str. 10) in kot na približek za manjši obseg razpoložljivih informacij o kreditni kakovosti podjetja (Cavalluzzo & Cavalluzzo, 1998, str. 779). Banke se zaradi pomanjkanja finančnih in poslovnih informacij o novonastalem in mlajšem podjetju težje odločijo za odobritev posojila (Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Berger & Udell, 1998; Scholtens, 1999; Torre et al., 2008). Starejša podjetja so bolj poznana, imajo daljše in ustaljene odnose s posojilodajalci, zato slednji lažje ocenijo njihovo kreditno sposobnost in jih zato pogosteje financirajo (Avery et al., 1998, str. 1025).

Vendar so mlajša podjetja pogosto tista, ki rastejo in ki za nadaljnji razvoj ne generirajo dovolj sredstev znotraj podjetja ali jih ne morejo pridobiti niti od lastnika, njegove družine ali prijateljev, zato so primorana poiskati zunanje finančne vire in se posledično mlajša podjetja pogosteje zadolžujejo, starejša podjetja pa financirajo poslovanje z notranjimi viri (Michaelas et al., 1999, str. 122; Petersen & Rajan, 1994, str. 8-10). Tako tudi Colemanova in Cohn (2000) razlagata svojo ugotovitev, da je starost podjetja statistično značilno in negativno povezana z zadolževanjem, kar sta dokazala tudi Cavalluzzo in Cavalluzzo (1998, str. 782). Seveda pa bodo zaradi večje tveganosti pri financiranju mlajših podjetij posojilodajalci zahtevali višja zavarovanja posojil, s čimer Leeth in Scott (1989, str. 389) pojasnjujeta negativno povezavo med starostjo in verjetnostjo zahtevkov po zavarovanju posojil. Rahlo negativno povezavo med starostjo podjetja in bančnimi posojili so odkrili tudi Severin, Pascal in Ducret (2004, str. 25).

Petersen in Rajan (1995, str. 439) podajata bolj tvegan pogled na financiranje mlajših podjetij s strani bank. Na podlagi njune raziskave sta ugotovila, da majhna mlada podjetja v koncentriranih trgih pridobijo več finančnih virov kot enaka podjetja v bolj konkurenčnih trgih, medtem ko se financiranje starejših podjetij v zreli fazi življenjskega cikla ne razlikuje glede na značilnost tržne strukture. Banke iz koncentriranih trgov imajo zaupanje v pridobitev pozitivnih prihodnjih donosov mladega podjetja in so jim zato bolj pripravljene posojati kot starejšim podjetjem ter pod milejšimi pogoji in tako kratkoročno manj pridobiti, saj posojajo s pričakovanji, da bodo nadomestile začetne subvencionirane obrestne mere z visoko zaračunanimi obrestnimi merami, ko bodo ta podjetja zrasla. S tem si lahko tudi razlagamo, zakaj se starejša podjetja bolj poslužujejo notranjih virov financiranja.

Povezave med starostjo podjetja in dobaviteljskimi posojili so raziskovali na primer Aaronson et al. (2004). Med starostjo podjetja in dobaviteljskimi posojili po tej raziskavi obstaja negativna statistično značilna povezava. To navaja na dejstvo, da se starejša podjetja manj poslužujejo dobaviteljev pri financiranju njihovega poslovanja in se v

zrelejši fazi poslovanja podjetja obračajo na druge vire financiranja oziroma se ne zadolžujejo.

Elliehausen in Wolken (1993, str. 10) sta na zadolževanje mladih podjetij pri dobaviteljih gledala na podlagi tveganosti in s tem manjše možnosti odobritve posojil pri bankah, saj sta v raziskavi o motivih majhnih podjetij za uporabo dobaviteljevih kreditov potrdila svojo domnevo, da se mlajša podjetja pogosteje poslužujejo dobaviteljevih kreditov, saj so manj izkušena in zato preveč tvegana, da bi jim banke odobrile posojila.

Starejša podjetja običajno nimajo tolikšnih potreb po zunanjem zadolževanju, saj so tekom dolgoletnega poslovanja akumulirala dovolj premoženja za oskrbovanje poslovanja iz notranjih virov. Majhna podjetja pa bodo za aktiviranje poslovanja potrebovala več finančnih virov za nakup osnovnih sredstev in zalog, če gre za proizvodno podjetje. V zgodnjih fazah tudi ne bodo imela dovolj pogajalskih sposobnosti in moči za določanje krajših plačilnih rokov svojim kupcem, dobaviteljem pa bodo nabavljene zaloge morala plačati pred tem, kar bo privedlo do likvidnostnih težav in zato večje potrebe po zadolževanju. Starejša in uveljavljena podjetja se z navedenimi problemi redkeje srečujejo. Zato postavljam naslednji dve hipotezi:

Hipoteza H9a: Višja starost podjetja prispeva k nižjemu zadolževanju pri bankah

Hipoteza H9b: Višja starost podjetja prispeva k nižjemu zadolževanju pri dobaviteljih.

Majhna podjetja bodo iz višje potrebe po finančnih virih in tudi manjše izkušnosti pogosteje povpraševala po kratkoročnih in dolgoročnih posojilih kot starejša podjetja, zato bodo mlajša podjetja izkazovala večje deleže dolga v pasivi, saj bo manj starejših podjetjih v vzorcu, ki bi se zunanje zadolževala tako na kratki kot na dolgi rok. Na podlagi te razprave postavljam sledeči raziskovalni hipotezi:

Hipoteza H9c: Višja starost podjetja prispeva k nižjemu kratkoročnem zadolževanju.

Hipoteza H9d: Višja starost podjetja prispeva k nižjemu dolgoročnem zadolževanju.

3.2.3 Vpliv deleža opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih podjetja na način in ročnost financiranja

Kazalnik delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih sodi med kazalnike stanja investiranja oziroma naložbenja (Slovenski računovodski standard, 2006, str. 533). Sredstva, ki jih podjetje poseduje, so za banko pomemben vir zavarovanja pred nevračilom posojila, zato banke v procesu posojanja boniteto podjetja gledajo tudi preko višine in strukture dolgoročnih sredstev. Hipoteke, lombardi in jamstva so posledično običajen del posojilnih pogodb, s katerim se posojilodajalci izognejo problemu moralnega hazarda in neugodne izbire (Jimenez et al., 2006). Dolg zavarovan z lastnino s poznano vrednostjo namreč odpravlja stroške monitoringa, ki je za majhna podjetja težji in dražji, saj le-ta niso

zavezana k obsežnemu razkrivanju informacij in bi zato bili investitorji soočeni z višjimi stroški pridobivanja le-teh (Michaelas et al., 1999, str. 115). V izogib stroškom monitoringa zaradi moralnega hazarda in neugodne izbire banke zahtevajo zavarovanje dolga (Stiglitz & Weiss, 1981). Tudi podjetja sama, ki imajo več nepremičnin, zemljišč ter strojev in opreme, za katere ocenijo, da jih lahko ponudijo v zavarovanje, bodo pogosteje povpraševala po zunanjih posojilih in tudi izkazovala več obveznosti do posojilodajalcev v pasivi.

Za banko ni bistven samo obseg poslovanja merjen s prihodki od prodaje proizvodov oziroma opravljenih storitev, ampak tudi sredstva in viri, s katerimi je do prodaje sploh prišlo. Zato so Huyghebaert, Van de Gucht in Van Hulle (2007, str. 440) mnenja, da banke raje posojajo podjetjem, katerih likvidacijska vrednost sredstev je večja. Rivaud-Danset, Dubocage in Salais (1998, str. 89) navajajo, da se količina in vrsta zavarovanja razlikuje glede na pravne procedure v posamezni državi, dolgoročnost odnosa med banko in podjetjem, kakovostjo podjetja, vrsto posojila itd. Dietrich (2007, str. 1004, 1005) pravi, da je netransparentnost podjetij povezana s strožjimi zahtevami pri posojanju. Zato sta vrednost in delež sredstev v aktivih podjetja pomembna faktorja za odobritev posojil. Opredmetenost sredstev je za posojilodajalce eksogena spremenljivka, ki odloča o kreditni sposobnosti podjetja.

Tako tudi na sredstvih temelječ pogled na podjetje («The resource-based view – RBV») trdi, da leži temelj primerjalnih prednosti podjetja v uporabi nabora dragocenih in koristnih virov, ki so podjetju na razpolago (Wernerfelt, 1984, str. 172). Za preoblikovanje kratkoročnih konkurenčnih prednosti v trajne konkurenčne prednosti je pomembno, da so ta sredstva heterogena in ne povsem mobilna (Barney, 2001, str. 644; Peteraf, 1993, str. 180). Sredstva s posebnimi karakteristikami pa še dodatno vplivajo na uspešnost podjetja, če so učinkovito uporabljena (Barney, Wright & Ketchen, 2001, str. 625).

Banke se pri odobravanju dolgoročnih kreditov opirajo predvsem na nepremičnine, zemljišča ter opremo, ki jih podjetje izkazuje med opredmetenimi osnovnimi sredstvi. Glavni razlog za pomembnost opredmetenih sredstev za banke je, da ocenijo vrednost sredstev, s katerimi bi dobile poplačilo posojila v primeru propada podjetja. In tako opredmetena sredstva predstavljajo del kreditne sposobnosti podjetja (Dietrich, 2007). De Blasio (2005) v svoji raziskavi o dobaviteljevih kreditih kot substitutih za bančna posojila pravi, da imajo podjetja z več neopredmetenimi sredstvi manjši dostop do bančnih posojil, saj je ta sredstva težje denarno ovrednotiti in jih ne morejo zastaviti kot zavarovanje posojila.

Oguz (1997, str. 539) pri tem dodaja, da na majhna podjetja posojilodajalci gledajo kot na bolj tvegane naložbe, zato od njih zahtevajo znatne količine sredstev, s katerimi se zavarujejo pred morebitnim neplačilom zapadlih obveznosti. Tudi Colemanova in Cohn (2000) se strinjata, da se posojilodajalci izognejo tveganju nevrčila posojila z zahtevo po

zastavi premoženja ali s poroštvi posameznikov. Jimenez, Salas in Saurina (2006, str. 255) so ugotovili negativno povezavo med zastavnim premoženjem in tveganjem posojilodajalca. Nesposobnost podjetja, da ponudi neko garancijo za odplačilo dolga, pomeni oviro za odobritev posojila. To je še posebej težavno za podjetja, katerih pretežen del premoženja sestavljajo neopredmetena sredstva, ki jih ne morejo zastaviti (Rivaud-Danset et al., 1998, str. 95). Višina posojila je pozitivno povezana z višino zahtevanih zavarovanj s strani banke (Leeth & Scott, 1989, str. 389), kar potrjuje dejstvo, da podjetja, ki posedujejo več zastavnega premoženja, izkazujejo višji obseg dolga. Za opredmetena sredstva je bilo tako dokazano, da predstavljajo pomembno determinanto za sposobnost podjetij, da se zunanje financirajo in pod boljšimi pogoji, saj jih podjetje lahko ponudi za zavarovanje posojila (Almeida & Campello, 2007, str. 1429; Berger & Udell, 2006, str. 639; Coleman & Cohn, 2000). Na podlagi zgornje diskusije postavljam naslednjo raziskovalno hipotezo:

Hipoteza H10a: Večji delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih podjetja pozitivno vpliva na bančna posojila

Cunat (2007, str. 524) je ugotovil, da je obseg dobaviteljevih posojil v veliki meri odvisen od zastavnega premoženja, ki ga podjetje poseduje. Večji obseg sredstev, ki jih podjetje lahko ponudi za zavarovanje posojila, pomeni manjše zadolževanje pri dobaviteljih, kar avtor razlaga z dejstvom, da je slednje konsistentno s hipotezo, da bodo podjetja izkoristila vse ostale razpoložljive finančne vire preden se bodo obrnila na dobavitelje za financiranje poslovanja. Na podlagi te ugotovitve postavljam naslednjo raziskovalno hipotezo:

Hipoteza H10b: Večji delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih podjetja negativno vpliva na posojila dobaviteljev.

Daljša ročnost dolga povečuje verjetnost višjih zahtev po zavarovanju posojil (Leeth & Scott, 1989, str. 389). Zato so banke pri dolgoročnem financiranju selektivne in raje financirajo projekte, ki zahtevajo relativno velik obseg kapitala, s katerim se zavarujejo pred morebitnim neplačilom obveznosti (Rivaud-Danset et al., 1998, str. 95). Zavarovan dolg z zastavo premoženja je v pozitivni povezavi z ročnostjo odobrenega posojila (Leeth & Scott, 1989, str. 379). Preživetje podjetja je lahko tudi nepomemben faktor, če predpostavimo, da se banka v primeru propada podjetja ustrezno zavaruje za poplačilo odobrenega kredita (Leeth & Scott, 1989: citirano v Storey 1994, str. 133), vendar je verjetnost neplačila zaradi neizkušenega managementa, visokega vzvoda, velikega poslovnega tveganja, dolgega obdobja do zapadlosti ali ekonomske depresije, povezana z uporabo zavarovanega dolga (Leeth & Scott, 1989, str. 383). Čeprav večje premoženje podjetja, izkazano v bilanci stanja, pomeni večjo možnost odobritve dolgoročnih posojil, pozitivno vpliva tudi na kratkoročno zadolževanje, kar so dokazali tudi Michaelas et al. (1999, str. 121). Omenjeni avtorji so prišli tudi do zanimive ugotovitve, da obstaja petkrat večja verjetnost prošnje za odobritev dolgoročnega posojila kot kratkoročnega, če podjetje

ponudi osnovna sredstva za zavarovanje posojila (Michaelas et al., 1999, str. 120-121). Chittenden, Hall in Hutchinson (1996) ter Van der Wijst in Thurik (1993, str. 62) so nasprotno prišli do spoznanja, da obstaja negativen vpliv strukture sredstev na kratkoročno zadolževanje, vendar pozitiven vpliv na dolgoročni dolg.

Na podlagi zgornje diskusije lahko sklepam, da bodo podjetja, ki posedujejo več opredmetenih osnovnih sredstev z visoko vrednostjo, ki jih lahko zastavijo, lažje dostopala do zunanjih finančnih virov. Večji obseg premoženja za zavarovanje posojil pa pomeni večjo možnost odobritve dolgoročnega posojila. Na drugi strani so raziskovalci ugotovili, da več opredmetenih osnovnih sredstev negativno vpliva na kratkoročno zadolževanje, zato postavljam sledeči raziskovalni hipotezi:

Hipoteza H10c: Večji delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih podjetja negativno vpliva na kratkoročna posojila.

Hipoteza H10d: Večji delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih podjetja pozitivno vpliva na dolgoročna posojila.

3.2.4 Vpliv kazalnika dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog na način in ročnost financiranja

Kazalnik dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog sodi med kazalnike vodoravnega finančnega ustroja (Slovenski računovodski standard, 2006), ki izhajajo iz podatkov na aktivni in pasivni strani bilance stanja in jih medsebojno primerjajo. Dobljene vrednosti nam kažejo plačilno sposobnost podjetja v določenem trenutku.

S koeficientom dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog se prikazuje dolgoročno financiranje dolgoročnih sredstev ter najmanj likvidnih gibljivih sredstev - zalog. Posredno nam kaže usklajenost strukture sredstev in virov sredstev ter presežek dolgoročnih virov nad dolgoročnimi sredstvi. Priporočljiva vrednost kazalnika je večja ali enaka 1, kar pomeni, da gospodarska družba upošteva zlato bilančno pravilo in tako z dolgoročnimi viri, poleg dolgoročnih sredstev, financira tudi tisti delež zalog, ki je nujno potreben za nemoteno delovanje podjetja. Zlato bilančno pravilo je potrebno zasledovati tako kratkoročno kot dolgoročno. V primeru, ko je vrednost kazalnika manjša od 1, je za presojo morebitne plačilne nesposobnosti potrebno upoštevati še dodatne dejavnike, kot so stabilen in zadosten denarni tok, sposobnost pretvarjanja sredstev iz nelikvidne v likvidno obliko ipd. (Pojasnila za gospodarske družbe, 2006; Rudež, 2002, str. 46). Kot dolgoročna sredstva so upoštevana vsa dolgoročna sredstva iz bilance stanja ter zaloge, dolgoročne vire financiranja pa predstavljajo kapital, dolgoročne obveznosti ter rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve. Nizke vrednosti kazalnika so lahko posledica obnovljivih kreditov, ki jih podjetja izkazujejo med kratkoročnimi obveznostmi, a so dejansko dolgoročni krediti.

Ob tem pa naj navedem, da so se o upravičenosti poudarjanja usklajenosti ročnosti sredstev in njihovih virih spraševali tudi raziskovalci financiranja podjetij. Tako je na primer Myers (1977, str. 171) izrazil svoje mnenje, da teorije financiranja ne omenjajo razlogov, zakaj naj podjetje ne bi financiralo dolgoročna sredstva s kratkoročnimi viri ali obratno, kratkoročna sredstva z dolgoročnimi viri. Vseeno pa se zaveda dejstva, da usklajevanje ročnosti pripomore k ustrezni razporeditvi odplačila dolgov glede na zmanjšanje prihodnje vrednosti sredstev v uporabi.

Chittenden in Bragg (1997) trdita, da dolgoročni dolgovi predstavljajo majhen odstotek virov sredstev majhnih podjetij. Posledično so dolgoročna sredstva financirana predvsem iz trajnih virov (lastniški kapital) in kratkoročnih obveznosti. Tudi plačilne roke terjatev podjetja ne bodo podaljševala, če bi morala biti financirana iz dolgoročnih virov. Majhnim podjetjem potemtakem preostanejo kratkoročna bančna posojila ali odlogi plačil pri dobaviteljih. Če podjetje zaloge in dolgoročna sredstva financira z dolgoročnimi viri, kratkoročnih virov za financiranje omenjenega premoženja ne bo potrebovalo, iz česar sklepam, da bo med kazalnikom dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog ter kratkoročnim zadolževanjem negativna povezava. Bi pa podjetje v tem primeru preostala kratkoročna sredstva financiralo s kratkoročnimi sredstvi. Nadaljnje pa predpostavljam tudi negativno povezavo med dobaviteljevimi posojili in kazalnikom dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog, saj so dobaviteljska posojila večinoma kratkoročna, kazalnik pa predpostavlja dolgoročno financiranje dolgoročnega premoženja in zalog, kar posledično izvzema dobaviteljska kratkoročna posojila. Spet pa bi podjetje za financiranje preostalega likvidnega premoženja verjetno uporabilo kratkoročne vire, med drugimi tudi posojila, odobrena pri dobaviteljih. Večje vrednosti kazalnika dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog tudi pomenijo, da bo podjetje v skrajnem primeru vsa sredstva, tudi ostala bolj likvidna sredstva, financiralo z dolgoročnimi viri in s tem izvajalo konservativno politiko financiranja premoženja. V tem primeru se podjetju ne bo potrebno dodatno zadolževati. Zato bo kazalnik dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog negativno vplival na dodatno zadolževanje podjetja. Z vidika posojilodajalcev so višje vrednosti kazalnika dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog dobrodošle, saj presežek dolgoročnih virov nad dolgoročnimi sredstvi in zalogami pomeni le kratkoročne likvidnostne težave, če podjetje z višjimi vrednostmi tega kazalnika zaprosi za posojilo. Odobreno kratkoročno posojilo bo podjetju služilo za premoščanje likvidnostnih težav, ki so se pojavile zaradi daljših povprečnih obratov terjatev v denarno obliko od povprečnih obratov obveznosti do dobaviteljev. Iz navedenega sledijo moje hipoteze:

Hipoteza H11a: Višje vrednosti koeficienta dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog negativno vplivajo na bančno financiranje.

Hipoteza H11b: Višje vrednosti koeficienta dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog negativno vplivajo na dobaviteljsko financiranje.

Hipoteza H11c: Višje vrednosti koeficienta dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog negativno vplivajo na kratkoročno financiranje.

Hipoteza H11d: Višje vrednosti koeficienta dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog negativno vplivajo na dolgoročno financiranje.

3.2.5 Vpliv pospešenega koeficienta na način in ročnost financiranja

Osnova za izračun kazalnikov presoje kratkoročnega finančnega ravnotežja je podbilanca, ki izkazuje kratkoročna gibljiva sredstva in kratkoročne vire. Usklajenost strukture virov in sredstev pa še ne zagotavlja finančne likvidnosti podjetja. Pomembno je stanje denarja in visoko likvidnih sredstev v primerjavi s kratkoročnimi obveznostmi (Rudež, 2002, str. 47). Zato sem analizirala tudi vpliv koeficienta pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti (pospešeni koeficient) na način in ročnost financiranja. Kazalnik kaže, ali so najlikvidnejša sredstva financirana s kratkoročnimi viri sredstev (Pojasnila za gospodarske družbe, 2006), torej ali podjetje zaloge in druga kratkoročna sredstva financira s kratkoročnimi obveznostmi ali tudi dolgoročno. Zaloge so najmanj likvidna oblika kratkoročnih sredstev, kar ima za posledico, da jih je v primeru likvidacije oziroma stečaja najtežje unovčiti (Rudež, 2002, str. 47). Pospešeni koeficient sodi med kazalnike vodoravnega finančnega ustroja (Slovenski računovodski standard, 2006, str. 534)

Če je vrednost tega kazalnika večja od 1, so poleg zalog z dolgoročnimi viri financirana tudi likvidnejša sredstva (Pojasnila za gospodarske družbe, 2006). Kljub temu pa še ni rečeno, da kratkoročne terjatve zapadejo v enakih rokih kot kratkoročni dolgovi in nam tako kazalnik ne kaže nujno realne plačilne sposobnosti podjetja (Bergant, 2000, str. 14-17). Pomembni dejavniki, ki vplivajo na kazalnik, so dejavnost, sezona ter prejeti in dani avansi (Rudež, 2002, str. 47). Zaradi zaznane višje plačilne sposobnosti podjetja pri višjih vrednostih tega kazalnika lahko pričakujemo, da bodo investitorji v večjem obsegu pripravljeni financirati podjetja. Vendar višje vrednosti kazalnika navajajo tudi na to, da podjetja pri višji plačilni sposobnosti nimajo potrebe po dodatnem kratkoročnem zadolževanju ne pri bankah ne pri dobaviteljih, saj imajo priskrbljenih dovolj kratkoročnih virov za financiranje obstoječih kratkoročnih sredstev. Zato sklepam, da bo slednje prevladovalo pri vplivu na financiranje majhnih podjetij in torej pričakujem negativen vpliv pospešenega koeficienta na dodatno zunanje zadolževanje kot tudi na dodatno kratkoročno in dolgoročno financiranje. Iz navedenega sledijo moje hipoteze:

Hipoteza H12a: Višje vrednosti pospešenega koeficienta negativno vplivajo na zadolževanje pri bankah.

Hipoteza H12b: Višje vrednosti pospešenega koeficienta negativno vplivajo na zadolževanje pri dobaviteljih.

Hipoteza H12c: Višje vrednosti pospešenega koeficienta negativno vplivajo na zadolževanje na kratek rok.

Hipoteza H12d: Višje vrednosti pospešenega koeficienta negativno vplivajo na zadolževanje na dolgi rok.

3.2.6 Vpliv stopnje čiste dobičkovnosti prihodkov na način in ročnost financiranja

Stopnja čiste dobičkovnosti prihodkov je kazalnik gospodarnosti. Pri obravnavanju gospodarnosti je v izogib nerazumevanju najprej potrebno opredeliti razliko med učinkovitostjo in uspešnostjo. Učinkovitost je notranja značilnost delovanja, da se izpolni zahtevana naloga v določenem času. Biti uspešen pa pomeni delati prave stvari, kar je zunanja značilnost delovanja, da se izpolni zahtevana naloga v določenem času (Hieng et al., 2007, str. 188). S kazalniki gospodarnosti želimo ugotoviti, koliko smo bili uspešni glede na razpoložljiva sredstva.

Stopnja čiste dobičkovnosti prihodkov ali donosnost prihodkov je eden pomembnejših kazalnikov uspešnosti, saj relativno ovrednoti poslovni izid, in sicer čisti poslovni izid. Pove nam dosežen čisti poslovni izid na denarno enoto doseženih poslovnih prihodkov (Pojasnila za gospodarske družbe, 2006). Pri presoji tega kazalnika je potrebno upoštevati, da je čisti dobiček lahko zmanjšan za znesek izgube iz prejšnjih let, ki povečuje skupne odhodke. V takšnem primeru je potrebno pri izračunu kazalnika upoštevati uspešnost pred takšnim poravnavanjem izgub in po njem. Vrednost kazalnika je smiselno primerjati med podjetji v isti dejavnosti (Rudež, 2002, str. 49). V primeru izkazane čiste izgube poslovnega leta, ima kazalnik negativno vrednost. Če ni izkazane prenesene izgube iz preteklih let, je primerneje upoštevati bilančni dobiček oziroma bilančno izgubo (Pojasnila za gospodarske družbe, 2006).

Večje pozitivne vrednosti tega kazalnika pomenijo uspešnejše poslovanje podjetja (Pojasnila za gospodarske družbe, 2006) in s tem povezano večjo pripravljenost posojilodajalcev financiranja podjetja. Pozitiven vpliv tega kazalnika na financiranje je pričakovati tako na kratki kot na dolgi rok.

Kazalnik čiste dobičkovnosti prihodkov neposredno ni bil predmet analize tujih raziskav. Po temeljitnem pregledu literature pa sem ugotovila, da so raziskovalci analizirali na primer vpliv donosnosti, merjene z različnimi kazalniki, ter ustvarjenega dobička na način in ročnost financiranja pri majhnih podjetjih, kar vzamem za približek pri nadaljnji razpravi.

Michaelas et al. (1999, str. 120, 122) so donosnost merili z razmerjem med dobičkom pred davki in celotnimi sredstvi in ugotovili, da imajo podjetja, ki ustvarijo večji obseg dobička, tudi več notranjih virov in bodo zato imela manjše potrebe po zunanjem zadolževanju, kar potrjuje Myersovo hierarhično teorijo izbire (Myers, 1984), ki pravi da bodo podjetja pod vplivom asimetričnih informacij najprej izbrala notranje financiranje, če je le-to seveda na razpolago. Do podobnih ugotovitev so prišli tudi Jordan et al. (1998, str. 11), ki so donosnost merili z razmerjem med povprečnim dobičkom pred obrestmi in davki ter povprečnimi prihodki od prodaje, ter Van der Wijst in Thurik (1993, str. 61), ki sta merila donosnost investicij (ROI).

Donosnost vpliva tudi na ročno strukturo zadolževanja. Michaelas et al. (1999, str. 122) so pokazali, da se bolj donosna podjetja na splošno manj zadolžujejo, omenjena negativna povezava pa je večja pri dolgoročnem zadolževanju kot pri kratkoročnem za šestkrat, kar nakazuje na to, da bodo podjetja najprej nadomestila dolgoročen dolg z notranjimi viri, ko le-ti postanejo razpoložljivi.

Kreditno kvaliteto podjetja sta Petersen in Rajan (1997, str. 19) med drugim merila tudi z donosnostjo sredstev (čisti dobiček/sredstva) in ugotovila statistično značilno pozitivno povezavo med razmerjem čisti dobiček/sredstva in ponujenimi nakupi z odlogi plačil pri dobaviteljih. Negativna povezava pa se je izkazala med donosnostjo sredstev in povpraševanjem po dobaviteljevih kreditih s strani podjetij (Petersen & Rajan, 1997, str. 25), kar pomeni, da dobavitelji raje ponujajo kakovostnim podjetjem posojila, podjetja pa običajno povprašujejo po kreditih, ko so v stiski. Severin et al. (2004, str. 25) so tudi potrdili domnevo, da dobavitelji raje financirajo dobra podjetja – statistično značilno pozitivno povezavo so odkrili med višjim dobičkom in ponujenimi krediti pri dobaviteljih.

Tuji raziskovalci so večinoma odkrili negativne povezave med donosnostjo in zadolževanjem, kar so razlagali z dejstvom, da imajo boljša in bolj donosna podjetja manjše potrebe po zadolževanju. Zato tudi sama sklepam o negativni povezavi svoje mere donosnosti – čiste dobičkovnosti prihodkov. Podjetjem, ki bodo izkazovala višje vrednosti tega kazalnika, bodo po drugi strani v večji meri dostopni zunanji finančni viri, četudi jih zaradi bolj gospodarnega poslovanja ne bodo toliko potrebovala. Višji zneski ustvarjenega dobička namreč pomenijo večji obseg notranje generiranih sredstev, ki jih bi podjetja potrebovala za financiranje poslovanja. Iz te razprave sledijo moje nadaljnje štiri hipoteze:

Hipoteza H13a: Večje vrednosti stopnje čiste dobičkovnosti prihodkov negativno vplivajo na financiranje pri bankah.

Hipoteza H13b: Večje vrednosti stopnje čiste dobičkovnosti prihodkov negativno vplivajo na financiranje pri dobaviteljih.

Hipoteza H13c: Večje vrednosti stopnje čiste dobičkovnosti prihodkov negativno vplivajo na financiranje na kratek rok.

Hipoteza H13d: Večje vrednosti stopnje čiste dobičkovnosti prihodkov negativno vplivajo na financiranje na dolgi rok.

3.2.7 Vpliv denarnega toka na način in ročnost financiranja

Denarni tok predstavlja notranji vir financiranja podjetij (Rivaud-Danset et al., 1998, str. 22). Glavna naloga lastnih virov podjetja je zagotavljanje solventnosti podjetja, t.j. spoštovanje finančnih obvez podjetja. Služijo torej kot varnostna rezerva za podjetje in njegove predstavnike v primeru krize, po drugi strani pa predstavljajo možnost za investiranje. Dodatno je njihova prednost v tem, da v primeru nezmožnosti poravnave

celotnih obveznosti iz zunanjih virov lahko z razpoložljivim denarnim tokom poplačajo preostali del obveznosti. S tem podjetje sporoča svojo trdnost in finančno zdravje (Rivaud-Danset et al., 1998, str. 91).

Myersova hierarhična teorija financiranja predpostavlja, da bodo podjetja svoja poslovanja financirala v hierarhičnem zaporedju. Tako bodo najprej uporabila notranje generirana ali drugače razpoložljiva sredstva, nato se bodo zunanje dolžniško zadolževala in šele v skrajnem primeru bodo uporabila zunanje lastniško zadolževanje (Myers, 1984). Izbira načina financiranja je pogojevana z njihovimi pripadajočimi stroški. Za majhna podjetja je najdražje izdajanje lastniškega kapitala, ki ima še dodatno slabost izgube popolnega nadzora nad podjetjem (Stiglitz & Weiss, 1981). Najugodnejše za majhna podjetja je posledično financiranje svojih potreb z notranjimi viri podjetja (Michaelas et al., 1999, str. 116). Tako podjetja, ki ustvarijo dovolj virov znotraj podjetja za nadaljnje financiranje sredstev, nimajo tolikšne potrebe po dodatnem zunanjem zadolževanju, iz česar lahko sklepam, da višji denarni tok podjetja negativno vpliva na povpraševanje po financiranju pri bankah in dobaviteljih. To domnevo so potrdili tudi že Jordan et al. (1998, str. 20), saj so podjetja z višjim denarnim tokom v njihovem vzorcu posedovala manjši obseg dolga.

Seveda pa banke raje posojajo dobrim podjetjem, pri katerih je verjetnost vračila posojila večja. Huyghebaert et al. (2007, str. 439) tako pravijo, da bodo podjetja, ki so sposobna ustvariti relativno višji denarni tok, lažje odplačevala posojila. Dietrich (2007, str. 1005) v svoji raziskavi ugotavlja, da denarni tok, ki ga podjetje ustvari s svojim poslovanjem in ga nato plasira za investicije v osnovna sredstva, pozitivno vpliva na izposojanje, saj za banke ta sredstva lahko pomenijo dodatno zavarovanje in zaupanje v podjetje pri odobritvi posojila. Oblikovan denarni tok sporoča banki tudi ročnost zmožnosti odplačila posojila – večji kot je denarni tok, potencialno daljša bo ročnost posojila.

Podjetja, ki oblikujejo le majhen obseg denarnega toka, pa bodo po ugotovitvah Huyghebaert et al. (2007, str. 439) pogosteje uporabljala dobaviteljska posojila kot bančna, saj bo banka v primeru nezmožnosti vračila bančnega posojila skušala izterjati vračilo ali se bo poplačala iz zavarovanja posojila. Pri dobaviteljih pa ima podjetje več možnosti za pogajanja o podaljšanju plačilnih rokov in odložitvi plačila v prihodnost. Tudi v primeru zadolževanja pri dobaviteljih velja, da večji denarni tok pomeni večjo možnost sklepanja daljših odlogov plačil.

Investitorji torej posojajo podjetjem, za katera pričakujejo nadaljevanje poslovanja tudi v prihodnosti. Če torej izračunani kazalniki pokažejo na slabo finančno stanje podjetja, se posojilodajalci ne bodo odločili za odobritev posojila. Avtorji, ki so raziskovali napovedno vrednost denarnega toka za verjetnost propada ali preživetja podjetja in s tem odločitev investitorjev o (ne)posojanju podjetjem, so prišli do različnih rezultatov. Casey in Bartczak (1985, str. 384) sta svojo raziskavo o denarnem toku začela z ugotovitvijo, da iz predhodnih raziskav po eni strani izhaja pozitivna povezava med denarnim tokom in

uspešnostjo podjetja – večji prihodnji obseg denarnega toka, generiran iz poslovanja, pomeni večjo sposobnost podjetja kljubovanja spremembam poslovanja. Navajata pa, da so predhodni raziskovalci po drugi strani pokazali le omejeno povezavo med denarnim tokom in finančno krizo in da imajo ti podatki posledično omejeno sporočilno moč pri ločevanju zdravih podjetij od podjetij v težavah, kar je delno posledica uporabljene metodologije (Casey & Bartczak, 1985, str. 386; Gombola & Ketz, 1983, str. 114). Tudi sama sta prišla do zaključka, da podatki o denarnem toku ne prispevajo k dodatni napovedni moči kazalnikov uspešnosti podjetja (Casey & Bartczak, 1985, str. 395). Mensah (1984, str. 388) je nadaljnje ugotovil statistično značilno negativno povezavo med generiranim denarnim tokom in bankrotom podjetja.

Kljub temu da podjetja z obsežnim denarnim tokom lažje dostopajo do posojil pri dobaviteljih pri bankah ter tudi do posojil daljših ročnosti, ker signalizirajo večjo varnost, moč in zdravje podjetja v očeh posojilodajalcev, pa sem mnenja, da se bodo podjetja z večjo finančno močjo manj posluževala zunanjega zadolževanja, saj generirajo dovolj virov sredstev že znotraj podjetja. Na podlagi navedenega sklepanja postavljam sledeče hipoteze:

Hipoteza H14a: Višji denarni tok negativno vpliva na financiranje pri bankah.

Hipoteza H14b: Višji denarni tok negativno vpliva na financiranje pri dobaviteljih.

Hipoteza H14c: Višji denarni tok negativno vpliva na financiranje na kratek rok.

Hipoteza H14d: Višji denarni tok negativno vpliva na financiranje na dolgi rok.

3.3 Vpliv načina in ročnosti financiranja na inovativnost in rast

V nadaljevanju diplomskega dela preučujem vpliv načina in ročnosti financiranja na inovativnost in rast podjetij. Podjetja za povečanje obsega poslovanja in s tem povezano rastjo potrebujejo veliko več finančnih virov kot stagnantna podjetja. Prav tako so investicije v raziskave in razvoj novih izdelkov ali storitev, izboljševanje kakovosti izdelkov ali storitev, vstopanje na nove trge ter optimiranje procesov nabave, proizvodnje in prodaje, povezane z večjo potrebo po virih financiranja. Pri tem pa se pojavlja vprašanje, kako različni viri financiranja in njihova ročnost vplivajo na inovativnost in rast podjetij. Zato sledi pregled literature s pripadajočimi hipotezami o vplivu načina in ročnosti financiranja na inovativnost in rast podjetij.

3.3.1 Vpliv načina in ročnosti financiranja na inovativnost

Inovativnost je vodilo konkurenčnosti, hkrati pa je tudi ključni dejavnik donosnosti podjetja in nacionalne gospodarske rasti (Bardos, Planes, Avouyi-Dovi & Sevestre, 2002, str. 25). Investicije v inovacije se precej razlikujejo od investicij v ostale dele poslovanja, saj pogosto generirajo neotipljivo novo znanje, ki lahko kot nov (otipljiv) tržni proizvod, prinaša velike donose. Časovno je te donose težje opredeliti kot pri proizvodih, tudi

njihova verjetnost je manj jasna (Committee on the financing of industrial innovation: final report, 1991, str. 1).

Številne raziskave so pokazale, da so stroški inovacij (Galia & Legros, 2004, str. 1188; Mendonca, 2004, str. 34; Mohnen & Rosa, 1999, str. 43), ekonomsko tveganje (Galia & Legros, 2004, str. 1188; Mohnen & Rosa, 1999, str. 43), pomanjkanje ustreznih virov financiranja (Mendonca, 2004, str. 34; Mohnen & Röller, 2005, str. 1449; Mohnen & Rosa, 1999, str. 43) in pomanjkanje kvalificiranih kadrov (Mendonca, 2004, str. 34) pomembne ovire za inovativnost. Iz mednarodne raziskave CIS3 (ang. Third Community Innovation Survey) izhaja, da so visoki stroški inoviranja ter pomanjkanje primernih finančnih virov dva najpomembnejša faktorja, ki omejujeta inovativnost podjetij iz preučevanih evropskih držav (Lucking, 2004, str. 18). Delmas (2002, str. 33) pa je na podlagi prve CIS raziskave ugotovil pozitivno povezavo med pomanjkanjem primernih virov financiranja in inovativnostjo, kar pomeni, da pomanjkanje ustreznih finančnih virov omejuje inovativnost.

Dobrim inovativnim podjetjem zdrava finančna pozicija omogoča lažji dostop do zunanjih posojil in pod milejšimi pogoji (Bardos et al., 2002, str. 25). Nadalje pa dolgoročnejši odnos z banko omogoča lažji dostop do bančnih posojil za podjetja, ki se odločijo inovirati procese ali proizvode, kar pomeni pozitiven vpliv bančnih posojil na inovativnost podjetij, ki je izrazitejši pri produktnih kot pri procesnih inovacijah (Herrera & Minetti, 2007, str. 264). Bardos et al. (2002, str. 30) ugotavljajo, da so inovativna podjetja nekoliko bolj kratkoročno zadolžena kot neinovativna podjetja.

Običajna predpostavka v literaturi o inovacijah in uspešnosti podjetja je, da je sposobnost inoviranja najpomembnejši faktor uspešnosti podjetja (Cho & Pucik, 2005, str. 555; Mone, McKinley & Barker III, 1998, str. 126), kar je potrdilo veliko raziskovalcev. Cho in Pucik (2005) sta na podlagi Fortune Reputation Survey (anketiranci so bili direktorji, managerji in finančni analitiki iz več kot 40 držav iz 1000 podjetij revije Fortune) odkrila značilno pozitivno povezavo med inovativnostjo in rastjo podjetja ter donosnostjo. Hult, Hurley in Knight (2004, str. 436) so na podlagi analize velikih ameriških podjetij ugotovili, da je obseg inovativnosti pozitivno povezan z uspešnostjo podjetij z vidika donosnosti, rasti prodaje in tržnega deleža. Podobno je Thornhill (2006, str. 688) odkril pozitivno in značilno povezanost inovativnosti in rasti prihodkov kanadskih proizvodnih podjetij z manj kot 500 zaposlenimi. Tudi Deshpande, Farley in Webster (1993), ki so izvedli raziskavo na japonskih delniških podjetjih, potrjujejo hipotezo, da večji obseg inovativnosti pomeni večjo uspešnost podjetij. Omenjene raziskave o vplivu inovativnosti na uspešnost in rast podjetij so osredotočene na podjetja iz razvitih držav. Antončič, Prodan, Hisrich in Scarlet (2007) pa so hipotezo o pozitivnem vplivu inovativnosti na rast podjetij potrdili tudi za razvijajoči se državi, Slovenijo in Romunijo. Mansury in Love (2008, str. 52) ugotavljata, da inovacije na področju storitev prav tako pozitivno vplivajo na rast.

Glede na to da so raziskovalci ugotovili, da financiranje pozitivno vpliva na rast (Beck et al., 2005, str. 145; Campello, 2006, str. 168; Petersen & Rajan, 1997, str. 22) ter da inovativnost vpliva na rast (Antončič et al., 2007; Cho & Pucik, 2005, str. 555; Deshpande et al., 1993; Hult et al., 2004, str. 436; Mansury & Love, 2008, str. 52; Mone et al., 1998, str. 126; Patterson, 1998, str. 390; Thornhill, 2006, str. 688), lahko sklepam, da tudi financiranje vpliva na inovativnost. Dodatno pa ob ugotovitvah avtorjev (Delmas, 2002; Galia & Legros, 2004; Lucking, 2004; Mendonca, 2004; Mohnen & Röller, 2005; Mohnen & Rosa, 1999), navedenih v drugem odstavku tega odseka, ki so pokazali, da pomanjkanje ustreznih finančnih virov ovira inovativnost, postavljam sledeče hipoteze:

Hipoteza H15a: Bančna posojila pozitivno prispevajo k inovativnost podjetij z vidika produktnih inovacij.

Hipoteza H15b: Bančna posojila pozitivno prispevajo k inovativnost podjetij z vidika organizacijskih sprememb.

Hipoteza H15c: Zadolževanje pri dobaviteljih pozitivno vpliva na inovativnost podjetij z vidika produktnih inovacij.

Hipoteza H15d: Zadolževanje pri dobaviteljih pozitivno vpliva na inovativnost podjetij z vidika organizacijskih sprememb.

Hipoteza H15e: Kratkoročna posojila imajo pozitiven vpliv na inovativnost podjetij z vidika produktnih inovacij.

Hipoteza H15f: Kratkoročna posojila imajo pozitiven vpliv na inovativnost podjetij z vidika organizacijskih sprememb.

Hipoteza H15g: Dolgoročna posojila imajo pozitiven vpliv na inovativnost podjetij z vidika produktnih inovacij.

Hipoteza H15h: Dolgoročna posojila imajo pozitiven vpliv na inovativnost podjetij z vidika organizacijskih sprememb.

3.3.2 Vpliv načina in ročnosti financiranja na rast

Tako v razvijajočem kot v razvitem svetu se majhna podjetja soočajo z oteženim dostopom do zunanjih virov financiranja, kar rezultira v pomanjkanju virov za financiranje poslovanja in posledično omejujoče vpliva na rast podjetij (Berger & Udell, 1998, str. 618), saj majhna podjetja običajno generirajo premalo notranjih virov za financiranje svoje rasti (Coleman & Cohn, 2000). Od majhnih podjetij se pričakuje, da bodo pospešeno rasla, vendar je ta rast otežena zaradi finančne vrzeli, s katero se majhna podjetja predvsem zaradi asimetrije informacij soočajo (Vos et al., 2007, str. 2650). Beck et al. (2005, str. 145, 153) so pokazali, da so ovire rasti za majhna podjetja veliko bolj prisotne v državah z manj razvitim pravnim in finančnim sistemom ter v državah z manjšo stopnjo rasti BDP.

Tudi na področju financiranja rasti podjetja je opazna Myersova hierarhična teorija financiranja (Vos et al., 2007, str. 2650), saj bodo podjetja višji obseg poslovanja, na primer večji obseg zalog, terjatev, investicij v osnovna sredstva, poskušala najprej

financirati iz notranjih virov podjetja (začetni podjetnikov vložek, posojila lastnika in zadržani dobički) in šele ob pomanjkanju slednjih bodo povpraševala po zunanjih virih – pri teh pa bodo raje izbrale dolžniško kot lastniško financiranje.

Manjši obseg zunanjih finančnih virov zaradi oteženega dostopa pomeni manjšo rast majhnih podjetij (Beck et al., 2005, str. 145). Zaračunane višje obrestne mere in višje zahteve po zavarovanju posojil s strani bank pomenijo za majhna podjetja manjši obseg zadolževanja pri bankah in s tem statistično značilen negativen vpliv na rast podjetij (Beck et al., 2005, str. 154). Domnevamo lahko, da je odločitev banke, ali bo odobrila posojilo podjetju ali ne, odvisna od pričakovane vrednosti donosa investicije, za katero je podjetje zaprosilo za posojilo. Ključna elementa pri tem sta pričakovana stopnja neuspeha ter pričakovana stopnja rasti podjetja, saj so hitro rastoča podjetja večji uporabniki bančnega financiranja kot pa počasi rastoči tekmeči (Storey, 1994). Wu et al. (2007, str. 315) so pokazali, da bančna posojila prispevajo k večji možnosti preživetja novega majhnega podjetja. Navajajo pa tudi statistično potrjeno dejstvo, da tudi drugi viri financiranja prispevajo k preživetju in s tem na rast podjetja.

Na sredstvih temelječ pogled na podjetje poudarja pomen osnovnih sredstev za podjetje. Učinkovita uporaba sredstev je temelj za uspešnost podjetja in konkuriranje na trgu s proizvodi ali storitvami (Wernerfelt, 1984, str. 171). Tako je tudi Galbreath (2005, str. 984, 985) v svoji raziskavi o vplivu neopredmetenih in opredmetenih sredstev na uspešnost in rast podjetja pokazal, da opredmetena sredstva igrajo relativno pomembno vlogo pri uspešnem poslovanju in s tem na rast podjetja. Uspešnost podjetja je po mnenju Anandarajan et al. (2007, str. 1) (med drugim) funkcija opredmetenih in neopredmetenih sredstev, ki jih poseduje podjetje in jih uporablja za maksimiranje vrednosti. Iz navedenega lahko sklepam, da odobritev posojil s strani investitorjev za vlaganje v osnovna sredstva pripomore k rasti podjetja. Tudi dobavitelji podpirajo hitro rastoča podjetja, kar sta potrdila Petersen in Rajan (1997, str. 22). Dobavitelji od podjetij z visoko stopnjo rasti namreč pričakujejo povečanje nabav in s tem povečanje njihovih prihodkov.

Podjetja iz WBES raziskave so navedla omejen dostop do dolgoročnih finančnih virov kot pomembno oviro za rast podjetja. Campello (2006, str. 168) je prišel do ugotovitve, da dolgoročna zadolženost podjetju do neke mere pomaga pri rasti prodaje, po tej točki pa dodatno zadolževanje lahko pomeni tudi oviro za nadaljnjo rast.

Na podlagi pregleda literature postavljam naslednje hipoteze:

Hipoteza H16a: Bančna posojila pozitivno vplivajo na rast podjetij z vidika rasti celotnih sredstev.

Hipoteza H16b: Bančna posojila pozitivno vplivajo na rast podjetij z vidika rasti prihodkov od prodaje.

Hipoteza H16c: Zadolževanje pri dobaviteljih pozitivno vpliva na rast podjetij z vidika rasti celotnih sredstev.

Hipoteza H16d: Zadolževanje pri dobaviteljih pozitivno vpliva na rast podjetij z vidika rasti prihodkov od prodaje.

Hipoteza H16e: Kratkoročna posojila pozitivno vplivajo na rast podjetij z vidika rasti celotnih sredstev.

Hipoteza H16f: Kratkoročna posojila pozitivno vplivajo na rast podjetij z vidika rasti prihodkov od prodaje.

Hipoteza H16g: Dolgoročna posojila pozitivno vplivajo na rast podjetij z vidika rasti celotnih sredstev.

Hipoteza H16h: Dolgoročna posojila pozitivno vplivajo na rast podjetij z vidika rasti prihodkov od prodaje.

3.4 Sumarni pregled raziskovalnih hipotez

Zaradi obsežnosti strukturnih modelov in večjega pregleda nad celotno strukturo so v Tabeli 1 na strani 50 in v Tabeli 2 na strani 51 predstavljene vse raziskovalne hipoteze, oblikovane na podlagi pregleda literature in logičnih razmislekov. Vseh 72 hipotez bom preverila v empiričnem delu diplomskega dela.

Tabela 1: Pregled raziskovalnih hipotez za konceptualni model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih

Hipoteza	Neodvisna spremenljivka	Pričakovani vpliv	Odvisna spremenljivka
H1a	starost podjetnika	-	BAN_P
H1b		-	DOB_P
H2a	stopnja izobrazbe	+	BAN_P
H2b		+	DOB_P
H3a	leta izkušenj	+	BAN_P
H3b		+	DOB_P
H4a	spol	+	BAN_P
H4b		+	DOB_P
H5a	močne socialne vezi	-	BAN_P
H5b		-	DOB_P
H6a	šibke socialne vezi	+	BAN_P
H6b		+	DOB_P
H7a	podjetniška samoučinkovitost	+	BAN_P
H7b		+	DOB_P
H8a	pravno-organizacijska oblika (samostojni podjetnik)	-	BAN_P
H8b		-	DOB_P
H9a	starost podjetja	-	BAN_P
H9b		-	DOB_P
H10a	delež osnovnih sredstev v sredstvih	+	BAN_P
H10b		-	DOB_P
H11a	dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev in zalog	-	BAN_P
H11b		-	DOB_P
H12a	pospešeni koeficient	-	BAN_P
H12b		-	DOB_P
H13a	čista dobičkovnost prihodkov	-	BAN_P
H13b		-	DOB_P
H14a	denarni tok	-	BAN_P
H14b		-	DOB_P
H15a	bančna posojila	+	produktne inovacije
H15b		+	organiz. spremembe
H15c	dobaviteljeva posojila	+	produktne inovacije
H15d		+	organiz. spremembe
H16a	bančna posojila	+	rast celotnih sredstev
H16b		+	rast prih. od prod.
H16c	dobaviteljeva posojila	+	rast celotnih sredstev
H16d		+	rast prih. od prod.

Legenda: BAN_P pomeni bančna posojila.

DOB_P pomeni dobaviteljska posojila.

Vir: Lasten prikaz.

Tabela 2: Pregled raziskovalnih hipotez za konceptualni model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij

Hipoteza	Neodvisna spremenljivka	Pričakovani vpliv	Odvisna spremenljivka
H1c	starost podjetnika	-	KR_P
H1d		-	DR_P
H2c	stopnja izobrazbe	+	KR_P
H2d		+	DR_P
H3c	leta izkušenj	+	KR_P
H3d		+	DR_P
H4c	spol	+	KR_P
H4d		+	DR_P
H5c	močne socialne vezi	-	KR_P
H5d		-	DR_P
H6c	šibke socialne vezi	+	KR_P
H6d		+	DR_P
H7c	podjetniška	+	KR_P
H7d	samoučinkovitost	+	DR_P
H8c	pravno-organizacijska oblika (samostojni podjetnik)	-	KR_P
H8d		-	DR_P
H9c	starost podjetja	-	KR_P
H9d		-	DR_P
H10c	delež osnovnih sredstev v sredstvih	-	KR_P
H10d		+	DR_P
H11c	dolgoročna pokritost	-	KR_P
H11d	dolgoročnih sredstev in zalog	-	DR_P
H12c	pospešeni koeficient	-	KR_P
H12d		-	DR_P
H13c	čista dobičkovnost prihodkov	-	KR_P
H13d		-	DR_P
H14c	denarni tok	-	KR_P
H14d		-	DR_P
H15e	kratkoročna posojila	+	produktne inovacije
H15f		+	organiz. spremembe
H15g	dolgoročna posojila	+	produktne inovacije
H15h		+	organiz. spremembe
H16e	kratkoročna posojila	+	rast celotnih sredstev
H16f		+	rast prih. od prod.
H16g	dolgoročna posojila	+	rast celotnih sredstev
H16h		+	rast prih. od prod.

Legenda: KR_P pomeni kratkoročna posojila.

DR_P pomeni dolgoročna posojila.

Vir: Lasten prikaz.

4 RAZISKOVALNA METODA

V tem poglavju bom predstavila uporabljene raziskovalne metode. Najprej bom obravnavala vzorčne podatke, nato sledi opis merjenja odvisnih in neodvisnih spremenljivk. Zaključujem pa s predstavitvijo statističnih metod, uporabljenih v empiričnem delu raziskave.

4.1 Vzorčni podatki

Podatki o podjetnikovih lastnostih so bili zbrani z anketnim vprašalnikom, ki ga je za širšo raziskavo v zvezi z majhnimi podjetji v Sloveniji izvedel mentor. Za ciljno skupino anketirancev so bili izbrani podjetniki oziroma odgovorne osebe podjetij, katerih podjetja delujejo v predelovalni dejavnosti (dejavnost D). Baza za vzorčenje je bila sestavljena na podlagi Poslovnega registra Republike Slovenije 2007. Naključno je bilo izbranih 2200 podjetnikov, katerih podjetja imajo od 5 do 49 zaposlenih. Po Zakonu o gospodarskih družbah (ZGD-1) (2006) so tako vključena vsa majhna podjetja (od 10 do 49 zaposlenih) ter del mikro podjetij (od 5 do 9 zaposlenih), saj v svetu prevladuje opredelitev mikro podjetij z enim do vključno štirimi zaposlenimi. Podjetja z do vključno štirimi zaposlenimi so bila izključena iz analize. Velik del takih mikro podjetij je namreč t.i. spečih podjetij, podjetij življenjskega sloga ter družinskih podjetij, ki večinoma nimajo dostopa do zunanjega financiranja, nimajo ambicij po rasti, ki jo analiziram v strukturnem modelu, in se zaradi majhnega obsega poslovanja oziroma želje po ohranjanju enakega obsega poslovanja in želje po ohranjanju lastništva zunanjega financiranja niti ne poslužujejo.

Podatke o podjetnikovih lastnostih sem dopolnila s pripadajočimi podatki o podjetjih, katerih lastniki so obravnavani podjetniki z bazo podatkov iz zaključnih računov, ki sem jih za leta od 2003 do 2006 dobila na GVIN.com. Podatke za triletno obdobje sem potrebovala zaradi analize vpliva financiranja različnih vrst in ročnosti na rast podjetij v tem obdobju. Sprememba računovodskih standardov v letu 2006 ni vplivala na analizo podatkov, saj se analizirana podatka o celotnih sredstvih ter prihodkih od prodaje nista vsebinsko spremenila.

Zaradi neskladnosti podatkov iz obeh baz ali zaradi prevelikega deleža (več kot 20%) manjkajočih potrebnih podatkov je bilo nekaj enot opazovanja (podjetij) odstranjenih. Za analizo je bilo tako uporabljenih skupaj 497 odgovorov na vprašalnik, ki so bili z zaključnimi računi podjetij združeni v programu Microsoft Office Excel 2007 na podlagi matičnih števil podjetij.

4.2 Merski instrumenti

V nadaljevanju bom predstavila vse uporabljene teoretične spremenljivke, od katerih sem nekatere merila neposredno s podatki iz bilanc stanja in izkazov poslovnega izida, druge pa sem operacionalizirala z merljivimi spremenljivkami.

4.2.1 Odvisne spremenljivke

V diplomskem delu obravnavam dva strukturna modela. V prvem modelu preučujem vpliv značilnosti podjetja in podjetnika na način financiranja majhnih podjetij, t.j. preko bank in preko dobaviteljev, ter vpliv načina financiranja majhnih podjetij na inovativnost in rast majhnih podjetij. Drugi model zajema analizo vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na ročnost financiranja majhnih podjetij, t.j. na kratki in dolgi rok. V drugem delu tega modela pa sem preučevala vpliv ročnosti financiranja majhnih podjetij na inovativnost in rast majhnih podjetij. Inovativnost majhnih podjetij sem v obeh modelih preučevala z vidika produktnih inovacij in organizacijskih sprememb, rast pa z vidika rasti celotnih sredstev in rasti prihodkov od prodaje.

Prve štiri odvisne spremenljivke iz prvega dela obeh modelov so vzete neposredno iz bilanc stanja proučevanih majhnih podjetij. Te spremenljivke so:

- **obveznosti do bank**, ki so sestavljene iz dolgoročnih finančnih obveznosti do bank (AOP078) in kratkoročnih finančnih obveznosti do bank (AOP089),
- **obveznosti do dobaviteljev**, ki so sestavljene iz dolgoročnih poslovnih obveznosti do dobaviteljev (AOP082) in kratkoročnih poslovnih obveznosti do dobaviteljev (AOP093),
- **kratkoročne obveznosti** (AOP85), ki zajemajo vse kratkoročne obveznosti, izkazane na pasivi bilance stanja ter
- **dolgoročne obveznosti** (AOP75), ki zajemajo vse dolgoročne obveznosti, izkazane na pasivi bilance stanja.

V drugem delu modelov sem preučevala vpliv načina in ročnosti financiranja na sledeče odvisne spremenljivke: produktne inovacije, organizacijske spremembe, rast celotnih sredstev in rast prihodkov od prodaje.

Produktne inovacije so bile merjene s sedmimi trditvami na petstopenjski merski lestvici, pri čemer je vrednost 1 pomenila, da se vprašani s trditvijo močno ne strinjajo, vrednost 5 pa da se trditvijo močno strinjajo. Trditve so bile naslednje:

1. Naše podjetje je v zadnjih treh letih namenilo za raziskave in razvoj veliko sredstev (več kot je povprečje v vaši panogi).
2. Naše podjetje je v zadnjih treh letih na trg vpeljalo veliko število novih proizvodov ali storitev.

3. Naše podjetje je v zadnjih treh letih pridobilo večje število patentov kot naši glavni konkurenti.
4. Naše podjetje je v zadnjih treh letih vodilo razvoj ključnih inovacij v panogi.
5. Naše podjetje je v zadnjih treh letih namenjalo sredstva za razvoj novih proizvodov ali storitev.
6. Naše podjetje je v zadnjih treh letih vstopilo na nove trge.
7. Naše podjetje je v zadnjih treh letih našlo nove tržne niše na sedanjih trgih.

Organizacijske spremembe so bile merjene s tremi trditvami na petstopenjski merski lestvici, pri čemer je vrednost 1 pomenila, da se vprašani s trditvijo močno ne strinjajo, vrednost 5 pa da se trditvijo močno strinjajo. Trditve so bile naslednje:

1. Naše podjetje je v zadnjih treh letih ustanovilo nova podjetja.
2. Naše podjetje je v zadnjih treh letih financiralo začetne podjetniške aktivnosti.
3. Naše podjetje je v zadnjih treh letih opustilo neprofitne poslovne enote.

Rast prihodkov od prodaje (AOP110) v obdobju od leta 2003 do 2006 sem izračunala s sledečo enačbo:

$$\text{Rast prihodkov od prodaje} = \frac{\frac{AOP110_{06} - AOP110_{05}}{AOP110_{05}} + \frac{AOP110_{05} - AOP110_{04}}{AOP110_{04}} + \frac{AOP110_{04} - AOP110_{03}}{AOP110_{03}}}{3} \quad (1)$$

Rast celotnih sredstev (AOP001) v obdobju od leta 2003 do 2006 sem izračunala z enačbo:

$$\text{Rast celotnih sredstev} = \frac{\frac{AOP001_{06} - AOP001_{05}}{AOP001_{05}} + \frac{AOP001_{05} - AOP001_{04}}{AOP001_{04}} + \frac{AOP001_{04} - AOP001_{03}}{AOP001_{03}}}{3} \quad (2)$$

4.2.2 Neodvisne spremenljivke

V študijo sem vključila skupaj 14 neodvisnih spremenljivk, od tega sedem značilnosti podjetja in sedem značilnosti podjetnika.

Starost podjetnika je bila merjena s številom let od rojstva podjetnika do leta 2007. Stopnja izobrazbe je bila merjena z dihotomno spremenljivko, pri čemer je vrednost 0 pripadala tistim podjetnikom, ki imajo končano srednjo šolo ali manj, vrednost 1 pa je pripadala tistim podjetnikom, ki imajo končano vsaj višjo šolo. Leta izkušenj so bila merjena s številom let delovne dobe podjetnika do leta 2007. Spol pa je bil merjen z dihotomno spremenljivko, pri čemer so moški zavzeli vrednost 1, ženske pa vrednost 0.

Močne socialne vezi so bile merjene s številom družinskih članov (partner/ka, starši, bratje ali sestre, otroci) in prijateljev (osebe, s katerimi podjetnik preživlja svoj prosti čas - kosila,

večerje, pijače, obiskovanje drug drugega, športne aktivnosti, obiskovanje družabnih dogodkov), s katerimi se je vprašani pogovarjal o pomembnih zadevah v zadnjih treh mesecih. Anketiranci so bili povprašani po tem, da navedejo, s koliko osebami, ki jih štejejo za družinske člane oziroma prijatelje so se pogovarjali o pomembnih zadevah v zadnjih treh mesecih. Šibke socialne vezi pa so bile merjene s številom svetovalcev in sodelavcev, s katerimi se je vprašani pogovarjal o pomembnih zadevah v zadnjih treh mesecih. Anketiranci so bili povprašani po tem, da navedejo, s koliko osebami, ki jih štejejo za svetovalce oziroma sodelavce, so se pogovarjali o pomembnih zadevah v zadnjih treh mesecih.

Povsem neraziskan je vpliv podjetniške samoučinkovitosti na način in ročnost financiranja majhnih podjetij. Podjetniška samoučinkovitost je bila merjena z desetimi trditvami, pri čemer so vprašani na 5 stopenjski lestvici (od 1- popolnoma neprepričan do 5- popolnoma prepričan) odgovorili, kako močno so prepričani, da so sposobni izvršiti opisano nalogo. Trditve so bile sledeče:

1. Sposoben sem izvajati analize trga.
2. Sposoben sem širiti podjetje.
3. Sposoben sem poiskati nove trge.
4. Sposoben sem narediti strateški načrt.
5. Sposoben sem sprejemati odločitve v negotovih in tveganih situacijah.
6. Sposoben sem izvajati finančne analize.
7. Sposoben sem določiti in dosegati ciljne dobičke.
8. Sposoben sem določiti in dosegati prodajne cilje.
9. Sposoben sem prevzeti preračunana tveganja.
10. Sposoben sem prevzeti odgovornost za ideje in odločitve.

V znanstvenih raziskavah o vplivu značilnosti podjetja na financiranje majhnih podjetij sta bili med drugimi običajno preučevanimi spremenljivkami tudi pravno-organizacijska oblika in starost podjetja. V moji študiji je pri pravno-organizacijski obliki samostojni podjetnik zavzemal vrednost 1, ostale pravno-organizacijske oblike pa vrednost 0. Starost podjetja sem merila s številom let od ustanovitve podjetja pa do leta 2007.

Analizi pa sem dodala še pet kazalnikov. Delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih sem izračunala po formuli (Slovenski računovodski standard, 2006, str. 533)¹:

$$\text{Delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih} = \frac{AOP010}{AOP001} \quad (3)$$

¹ Legenda: AOP010 – opredmetena osnovna sredstva
AOP001 – sredstva

Koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog sem izračunala s formulo (Slovenski računovodski standard, 2006, str. 534)²:

$$\text{Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev in zalog} = \frac{AOP056 + AOP072 + AOP075}{AOP002 + AOP032} \quad (4)$$

Pospešeni koeficient sem izračunala po formuli (Pojasnila za gospodarske družbe, 2006)³:

$$\text{Pospešeni koeficient} = \frac{AOP034 - AOP032}{AOP085} \quad (5)$$

Čisto dobičkovnost prihodkov sem izračunala s formulo (Pojasnila za gospodarske družbe, 2006)⁴:

$$\text{Čista dobičkovnost prihodkov} = \frac{AOP186 - AOP187}{AOP126 + AOP153 + AOP178} \quad (6)$$

Denarni tok sem merila s seštevkom čistega dobička ali čiste izgube in amortizacije (GVIN razlaga kazalnikov, 2008), seštevek pa delila z vrednostjo celotnih sredstev podjetja, ki predstavljajo eno od meril velikosti podjetja⁵.

$$\text{Denarni tok} = \frac{(AOP186 - AOP187) + AOP145}{AOP001} \quad (7)$$

² Legenda: AOP056 – kapital
AOP072 – rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitev
AOP075 – dolgoročne obveznosti
AOP002 – dolgoročna sredstva
AOP032 – zaloge

³ Legenda: AOP034 – kratkoročna sredstva
AOP032 – zaloge
AOP085 – kratkoročne obveznosti

⁴ Legenda: AOP186-AOP187 – čisti dobiček ali čista izguba
AOP126 – kosmati donos iz poslovanja
AOP153 – finančni prihodki
AOP178 – drugi prihodki

⁵ Legenda: AOP186-AOP187 – čisti dobiček ali čista izguba
AOP145 – amortizacija
AOP001 – sredstva

4.3 Statistične metode

Osnovno analizo podatkov in eksploratorno faktorsko analizo sem izvedla v Statističnem paketu za družbene vede (ang. Statistical package for the social sciences - SPSS), različica 16.0 za Windows, v katerem sem uporabila deskriptivne statistike, Pearsonove korelacije, analize zanesljivosti (Chronbach alfa) in eksploratorno faktorsko analizo. Testiranje predlaganih strukturnih modelov sem izvedla s pomočjo »EQS Multivariate Software«. Vse spremenljivke sem standardizirala.

Za oceno konsistentnosti analize sem uporabila mere zanesljivosti, s katerimi se ugotavlja, ali pri posamezni enoti z uporabo različnih mer oziroma pri različnih enotah z uporabo iste mere dobimo enake rezultate (Carmines & Zeller, 1979; Hair, Anderson, Tatham & Black, 1998, str. 118). Z zanesljivostjo merimo kakovost raziskave, saj, kot pravijo Ferligojeva, Leskoškova in Kogovškova (1995, str. 11), pomeni zanesljivost merjenja dopustno stopnjo slučajnih napak pri opazovanju. Ocena zanesljivosti je bila za vse tiste lestvice, ki so sestavljene iz več spremenljivk, merjena z uporabo Cronbachovega alfa koeficienta (Cronbach, 1951), s katerim ocenjujemo interno konsistentnost mere. Splošno sprejeta spodnja meja za Cronbachov alfa koeficient je 0,70 (Hair et al., 1998, str. 118). Z veljavnostjo pa sem ocenjevala, kolikšen obseg tistega koncepta, ki ga želim meriti, v resnici meri uporabljen merski instrument (Carmines & Zeller, 1979; Hair et al., 1998, str. 118).

Multikolinearnost sem proučevala z VIF koeficientom (variančni inflacijski faktor). Analiza multikolinearnosti se uporablja za merjenje moči med numeričnimi spremenljivkami in se pojavi, ko med dvema ali več spremenljivkami v modelu obstaja popolna linearna odvisnost oziroma kolinearnost (Neter & Wasserman, 1983; Pfajfar, 1998, str. 56). Če je izračunani VIF manjši od vrednosti 10, lahko trdimo, da multikolinearnost ni prisotna (Der & Everitt, 2002; Hair et al., 1998, str. 193). Najvišja vrednost VIF koeficienta v tej raziskavi je 4,23, večina spremenljivk pa ima VIF koeficient med 1 in 2, zato lahko zaključim, da multikolinearnost ni prisotna.

S faktorsko analizo sem proučevala povezave v množici opazovanih spremenljivk. Opazovane spremenljivke, med katerimi obstajajo korelacije, združimo v faktorje oziroma latentne spremenljivke, ki pojasnjujejo korelacije med spremenljivkami (Sharma, 1995). Eksploratorna faktorska analiza je bila izvedena z ekstrapolacijo po metodi največjega verjetja in z metodo oblamin za poševnokotne rotacije s Kaiserjevo normalizacijo. Slednja je bila izbrana zaradi predpostavke, da med faktorji ne obstaja pravi kot, saj niso nujno med seboj neodvisni, ampak so zaradi faktorja višjega reda v medsebojni korelaciji. Poševnokotne rotacije z razliko od pravokotnih dopuščajo medsebojno odvisnost faktorjev (Floyd & Widaman, 1995; Pedhasur & Schmelkin Pedhazur, 1991). Z Bartlettovim testom in Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) testom sem v prvem koraku faktorske analize najprej ugotavljala, ali so podatki sploh primerni za izvedbo faktorske analize (Craig & Douglas,

2005, str. 398). O optimalni primernosti podatkov govorimo, ko vrednosti KMO testa presegajo 0,80, pri vrednostih nad 0,70 so podatki povprečno primerni, nad 0,60 zadovoljivo primerni, od 0,50 do 0,60 pa še sprejemljivo primerni. Vrednosti KMO testa pod 0,50 pomenijo neprimernost podatkov za faktorsko analizo (Hair et al., 1998, str. 99).

Za oceno teoretičnega modela, predstavljenega v diplomskem delu, sem uporabila model strukturnih enačb (ang. structural equation modeling). To je statistična metoda, ki na konfirmatoren način, t.j. s testiranjem hipotez, pristopa k analizi strukturne teorije o nekem pojavu in predstavlja vzročne procese z več spremenljivkami (Byrne, 2006, str. 3). Osnovni strukturni model je razdeljen na dva dela: merski model in strukturni model. Merski model določa odnose med opazovanimi spremenljivkami in faktorji, dodatno pa še vzorec, po katerem vsaka mera teži k določenemu faktorju; strukturni model pa določa odnose med faktorji in s tem način, kako določen faktor neposredno ali posredno vpliva na spremembe vrednosti nekega drugega faktorja (Byrne, 2006, str. 12).

Skladnost modela s podatki lahko ocenimo na več načinov, vendar je priporočljivo, da se ne zanašamo samo na en kriterij prileganja modela podatkom, temveč jih uporabimo več (Breckler, 1990, str. 261). Ustreznost mere prileganja s podatki pomeni, da so predpostavljeni odnosi med spremenljivkami verjetni. Če pa mera prileganja ni ustrezna, verjetnost takih odnosov zavrnilo (Byrne, 2006, str. 3). Za oceno prileganja modela s podatki sem v svoji raziskavi uporabila sledeče kazalce:

- Chi-kvadrat in stopinje prostosti (ang. degrees of freedom – df), ki se navajajo v vsakem modelu. Chi-kvadrat je zelo občutljiv na velikost vzorca in število spremenljivk, zato mu nisem posvečala velike pozornosti (Bentler & Bonett, 1980, str. 591).
- NFI («normed fit index») (Bentler & Bonett, 1980) meri proporcionalno izboljšanje prileganja s primerjavo med predlaganim modelom in bolj omejenim osnovnim modelom (Byrne, 2006, str. 97). Pomanjkljivost NFI kazalca se kaže v podcenjevanju prileganja pri majhnih vzorcih in je prav tako torej odvisen od velikosti vzorca (Bentler, 1990). Vrednosti NFI nad 0,90 kažejo na dobro prileganje vzorca (Hair et al., 1998, str. 659).
- NNFI («non-normed fit index») (Tucker & Lewis, 1973) je osnovan na Tucker-Lewisovem koeficientu, ki v indeks združuje mero parsimoničnosti⁶ (Hair et al., 1998, str. 582) in primerja predlagani in ničelni model (Hair et al., 1998, str. 657). Glavni prednosti NNFI kazalca sta upoštevanje kompleksnosti modela (Byrne, 2006, str. 98) in prileganje modela pri vseh velikostih vzorcev (Bentler, 2006, str. 361). Dobro prileganje modela naj bi nakazovale vrednosti kazalca NNFI višje od 0,90 (Hair et al., 1998, str. 657).

⁶ Parsimoničnost predstavlja stopnjo, do katere je prileganje modela dobro, in sicer za vsak posamezen koeficient (Hair et al., 1998, str. 582).

- CFI («comparative fit index») temelji na primerjavi med predpostavljenim modelom in ničelnim modelom (Byrne, 2006) ter ni občutljiv na velikosti vzorca (Bentler, 1990). Dobro se prilegajoč model pomenijo vrednosti CFI nad 0,90 (Hair et al., 1998, str. 659).
- GFI («goodness of fit index») je kazalec, s katerim merimo relativno količino variance in kovariance v vzorčnih podatkih, ki je pojasnjena s predpostavljenim modelom. Vrednosti GFI kazalca, večje od 0,90, kažejo na dobro prileganje modela (Byrne, 2006, str. 99).
- SRMR («standardized root mean square residual») pomeni povprečne vrednosti vseh standardiziranih rezidualov (Byrne, 2006, str. 99). Vrednosti SRMR manjše od 0,08 predstavljajo sprejemljivo prileganje modela (Hu & Bentler, 1999).
- RMSEA («root mean square error of approximation») je mera absolutnega prileganja, s katero ugotavljamo, kako bi se model z neznanimi, a optimalno izbranimi vrednostmi parametra, prilegal kovariančni matriki populacije, če bi le-ta bila na razpolago (Browne & Cudeck, 1992). Dobro prileganje modela sta Brown in Cudeck (Browne & Cudeck, 1992, str. 239) označila z vrednostmi pod 0,05, z vrednostmi do 0,08 pa zmerno prileganje. Po mnenju MacCalluma, Brownea in Sugawara (1996, str. 134) pa predstavljajo vrednosti RMSEA med 0,08 in 0,10 zadovoljivo prileganje, vrednosti nad 0,10 pa slabo prileganje.

Za analizo normalne porazdelitve podatkov sem v SPSS-u izračunala z-vrednosti za sploščenost (ang. skeweness) in z-vrednosti za koničavost (ang. kurtosis). Spremenljivke, katerih absolutne vrednosti indeksa sploščenosti znašajo več kot 3,0, so ekstremno sploščene, za spremenljivke z absolutno vrednostjo indeksa koničavosti večjo od 10,0 pa pravimo, da so ekstremno koničave (Kline, 2005, str. 50). Izkazalo se je, da so odvisne spremenljivke obveznosti do bank, obveznosti do dobaviteljev, kratkoročne obveznosti in dolgoročne obveznosti ekstremno koničave ali ekstremno sploščene in so bile zato transformirane s korensko transformacijo, saj se je ta izkazala za najprimernejšo. Za podatke, ki so bili do neke mere nenormalno porazdeljeni, sem uporabila ERLS metodo ocenjevanja (ang. Elliptical reweighted least square), ki je ekvivalentna metodi največjega verjetja (ang. maximum likelihood), uporabni pri normalni porazdelitvi podatkov, vendar ERLS zagotavlja pri nenormalno porazdeljenih podatkih boljše rezultate kot ostale metode ocenjevanja (Sharma, 1995, str. 220).

5 REZULTATI

V tem poglavju bom predstavila rezultate empirične raziskave. V prvem delu bom predstavila rezultate o empiričnem testiranju merskih lestvic s pomočjo eksploratorne faktorске analize in testa notranje konsistentnosti. V drugem in tretjem delu tega poglavja pa sem testirala modela, ki proučujeta vpliv značilnosti podjetja in podjetnika z vidika načina ter ročnosti financiranja in njun vpliv na rast podjetja z vidika rasti celotnih sredstev ter rasti prihodkov od prodaje in pa njun vpliv na inovativnost podjetja z vidika produktnih inovacij in organizacijskih sprememb.

5.1 Empirično preverjanje merskih lestvic

Za preučevanje strukture merskih lestvic sem uporabila eksploratorno faktorško analizo in test notranje konsistentnosti. Z eksploratorno faktorško analizo sem ugotavljala, kakšna je faktorška struktura. Tovrstna analiza je primerna le, ko imamo več kot tri spremenljivke, ki sestavljajo en faktor (Sharma, 1995). Uporabljeni faktorji ta pogoj v preizkušeni strukturalni modelih izpolnjujejo. Test notranje konsistentnosti in oceno zanesljivosti sem izvedla s standardiziranim Cronbachovim alfa koeficientom. Skupno sem v diplomskem delu oblikovala in preverjala dva faktorja – podjetniško samoučinkovitost ter inovativnost z vidika produktnih inovacij in organizacijskih sprememb.

5.1.1 Podjetniška samoučinkovitost

Podjetniška samoučinkovitost je bila merjena z desetimi trditvami, ki so prikazane v Tabeli 3 na strani 61. Anketiranci so pri vsaki trditvi na petstopenjski lestvici označili ustrezno stopnjo strinjanja s trditvijo. Primernost podatkov za faktorško analizo je potrdil izračun KMO (Kaiser-Meyer-Olkin) testa. Test ustreznosti je pozitiven, saj je vrednost KMO koeficienta 0,90. S faktorjem podjetniške samoučinkovitosti je pojasnjene 43,01% skupne variance. Signifikantnost Bartlettsovega testa je manjša od 0,05, zato lahko rečem, da so podatki ustrezni. Zanesljivost mere konstrukta sem potrdila s Cronbach alpha testom, ki meri korelacijo med trditvami znotraj posameznih konstruktov (sklopov vprašanj). Izračunani koeficient presega splošno sprejeto spodnjo mejo sprejemljivosti in znaša 0,88.

Tabela 3: Eksploratorna faktorska analiza konstrukta podjetniške samoučinkovitosti

Spremenljivka	Faktorske uteži
Sposoben sem izvajati analize trga	0,64
Sposoben sem širiti podjetje	0,56
Sposoben sem poiskati nove trge	0,63
Sposoben sem narediti strateški načrt	0,71
Sposoben sem sprejemati odločitve v negotovih in tveganih situacijah	0,72
Sposoben sem izvajati finančne analize	0,61
Sposoben sem določiti in dosegati ciljne dobičke	0,67
Sposoben sem določiti in dosegati prodajne cilje	0,67
Sposoben sem prevzeti preračunana tveganja	0,73
Sposoben sem prevzeti odgovornost za ideje in odločitve	0,62

Metoda ekstrakcije: metoda največjega verjetja ("maximum likelihood"). Ker je bil ekstrahiran zgolj en faktor, rešitve ni možno rotirati. $N=497$. Bartlettov test: χ^2 -kvadrat = 1997,345; 6 stopinj prostosti; stopnja značilnosti 0,000. Kaiser-Meyer-Olkinova mera (KMO) = 0,90. Pojasnjena varianca = 43,01%.

Vir: Lasten izračun.

5.1.2 Inovativnost

Inovativnost je bila merjena z vidika produktnih inovacij in organizacijskih sprememb z desetimi trditvami. Anketiranci so za vsako trditev na petstopenjski lestvici označili ustrezno stopnjo strinjanja s posamezno trditvijo. Faktorska analiza je potrdila obstoj dveh faktorjev. V Tabeli 4 na strani 62 so prikazane posamezne spremenljivke, ki so vključene v posamezni faktor. Keiser-Meyer-Olkinova (KMO) mera primernosti vzorca za faktorsko analizo znaša 0,86. Podatki so torej primerni za faktorsko analizo. Z dvema faktorjema je pojasnjene 47,52% skupne variance. Bartlettov test sferičnosti je značilen. Cronbach alpha test je pokazal zanesljivost podatkov za obe meri inovativnosti, saj presega splošno mejo sprejemljivosti - Cronbach alpha test za inovativnost z vidika produktnih inovacij znaša 0,85, Cronbach alpha za inovativnost z vidika organizacijskih sprememb pa 0,71.

Tabela 4: Eksploratorna faktoriska analiza konstrukta inovacij

Konstrukt / Spremenljivka	Faktorske uteži	
	Inovativnost – produktne inovacije	Inovativnost – organizacijske spremembe
<i>Inovativnost – produktne inovacije</i>		
namenjanje sredstev za raziskave in razvoj	0,73	
vpeljava novih proizvodov oz. storitev	0,86	
pridobivanje patentov	0,57	
razvoj ključnih inovacij	0,62	
namenjanje sredstev za razvoj novih proizvodov oz. storitev	0,79	
vstop na nove trge	0,47	
tržne niše	0,50	
<i>Inovativnost – organizacijske spremembe</i>		
ustanavljanje novih podjetij		0,74
financiranje začetnih podjetniških aktivnosti		0,79
opuščanje neprofitnih poslovnih enot		0,47

Metoda ekstrakcije: metoda največjega verjetja ("maximum likelihood"). Rotacija: Oblimin s Kaiser normalizacijo (prikazane so faktorске uteži, ki so enake ali večje kot 0,20). N=497. Bartlettov test: chi-kvadrat=1852,091; 45 stopinj prostosti; stopnja značilnosti 0,000. Kaiser-Meyer-Olkinova mera (KMO)=0,86. Pojasnjena varianca=47,5%.

Vir: Lasten izračun.

5.2 Rezultati za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih

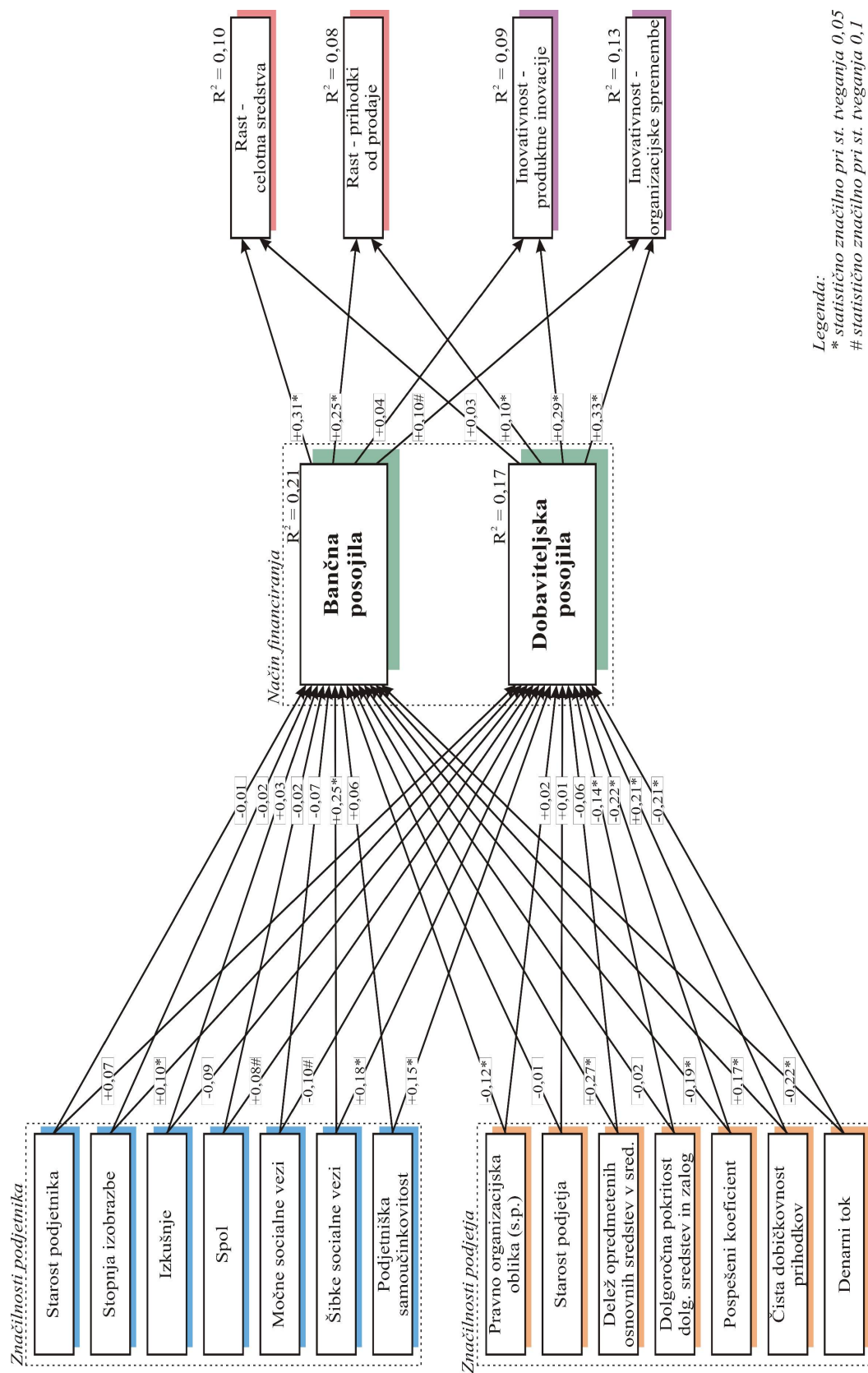
V tem delu bom predstavila rezultate empiričnega preverjanja modela o vplivu značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih ter vpliv financiranja pri bankah in dobaviteljih na inovativnost majhnih podjetij z vidika produktnih inovacij in organizacijskih sprememb ter na rast majhnih podjetij z vidika rasti celotnih sredstev in prihodkov od prodaje.

Strukturne odnose v modelu sem preverjala z uporabo programa EQS 6.1. Ker so bili podatki nekoliko nenormalno porazdeljeni, sem uporabila metodo ERLS. EQS ni javil nobenih posebnih problemov med optimizacijo modela. Prvi strukturni model o načinu financiranja je prikazan na Sliki 7 na strani 64, pripadajoče strukturne enačbe modela pa v Tabeli 5 na strani 65. Prileganje modela je relativno dobro - chi-kvadrat znaša 1213,917, stopnje prostosti = 559, stopnja značilnosti = 0,000, NFI = 0,89, NNFI = 0,93, CFI = 0,94, GFI = 0,87, SRMR = 0,09, RMSEA = 0,05. Pojasnjena varianca v strukturnem modelu za bančna posojila znaša 21%, za dobaviteljska posojila pa 17%.

S testiranjem predlaganega modela sem potrdila 18 hipotez pri 5% stopnji značilnosti oziroma 21 hipotez pri 10% stopnji značilnosti od 36 postavljenih. Največ potrjenih

hipotez v zvezi z bančnim financiranjem podjetij je bilo pri značilnostih podjetja (pet od sedmih postavljenih), le eno hipotezo v povezavi z bančnim financiranjem podjetij pa sem potrdila v zvezi z značilnostmi podjetnika. Vse potrjene hipoteze so bile značilne pri 5% stopnji značilnosti. Pri dobaviteljskih posojilih pa je slika nekoliko drugačna, saj na financiranje pri dobaviteljih statistično značilno vpliva pet od sedmih spremenljivk o značilnostih podjetnika, ki sem jih vključila med hipoteze (od tega so tri hipoteze sprejete pri 5% stopnji značilnosti, dve pa pri 10% stopnji značilnosti). Pri značilnostih podjetja pa so bile sprejete štiri od sedmih postavljenih hipotez (vse pri 5% stopnji značilnosti). V drugem delu modela o vplivu načina financiranja na inovativnost in rast majhnih podjetij sem potrdila tri hipoteze (eno od teh pri 10% stopnji značilnosti, ostali dve pa pri 5% stopnji značilnosti) za bančna posojila in tri hipoteze pri dobaviteljskih posojilih (vse pri 5% stopnji značilnosti).

Slika 7: Rezultati za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih



Legenda:
 * statistično značilno pri st. tveganja 0,05
 # statistično značilno pri st. tveganja 0,1

Vir: Lasten prikaz.

Tabela 5: Strukturne enačbe za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih

Neodvisne spremenljivke	Odvisne spremenljivke					
	Bančna posojila	Dobaviteljska posojila	Rast		Inovativnost	
			Celotna sredstva	Prihodki	Prod. inovacije	Org. spremembe
<i>Značilnosti podjetnika</i>						
Starost podjetnika	-0,01	+0,07				
Stopnja izobrazbe	-0,02	+0,10*				
Izkušnje	+0,03	-0,09				
Spol	-0,02	+0,08 [#]				
Močne socialne vezi	-0,07	-0,10 [#]				
Šibke socialne vezi	+0,25*	+0,18*				
Podjetniška samoučinkovitost	+0,06	+0,15*				
<i>Značilnosti podjetja</i>						
Pravno-organizacijska oblika (samostojni podjetnik)	-0,12*	+0,02				
Starost podjetja	-0,01	+0,01				
Delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih	+0,27*	-0,06				
Dolg. pokritost dolg. sred. in zalog	-0,02	-0,14*				
Pospešeni koeficient	-0,19*	-0,22*				
Čista dobičkovnost prihodkov	+0,17*	+0,21*				
Denarni tok	-0,22*	-0,21*				
Bančna posojila			+0,31*	+0,25*	+0,04	+0,10 [#]
Dobaviteljska posojila			+0,03	+0,10*	+0,29*	+0,33*
<i>Error</i>	<i>0,89</i>	<i>0,91</i>	<i>0,95</i>	<i>0,96</i>	<i>0,96</i>	<i>0,93</i>
<i>R kvadrat</i>	<i>0,21</i>	<i>0,17</i>	<i>0,10</i>	<i>0,08</i>	<i>0,09</i>	<i>0,13</i>

Legenda: * Statistično značilno pri st. tveganja 0,05. # Statistično značilno pri st. tveganja 0,1.

Vir: Lasten izračun.

Hipotezi **H1a** in **H1b** predpostavljata, da starost podjetnika negativno vpliva na izposojanje pri bankah oziroma pri dobaviteljih. Kot je razvidno iz Slike 7 na strani 64 in Tabele 5 na strani 65, sta regresijska koeficienta zanemarljive velikosti in neznačilna. Na podlagi teh rezultatov hipotez H1a in H1b ne morem sprejeti.

S hipotezama **H2a** in **H2b** sem preučevala odnos med stopnjo izobrazbe podjetnika in bančnim ter dobaviteljskim zadolževanjem. Rezultati za hipotezo H2a kažejo na to, da stopnja izobrazbe podjetnika nima vpliva na financiranje pri bankah, zato hipoteze H2a, ki je predpostavljala pozitiven vpliv stopnje izobrazbe na bančna posojila, ne morem sprejeti. Nasprotno pa se je statistično značilen in pozitiven standardiziran koeficient izkazal pri hipotezi H2b, s katero sem predpostavila pozitiven vpliv podjetnikove stopnje izobrazbe na

posojila, odobrena pri dobaviteljih. Na podlagi statistično značilnega regresijskega koeficienta, ki znaša 0,10, lahko hipotezo H2b sprejmem.

Hipotezi **H3a** in **H3b** preučujeta povezanost med številom let izkušenj podjetnika in načinom financiranja majhnih podjetij. Hipoteza H3a predpostavlja pozitiven vpliv let izkušenj podjetnika na zadolževanje pri bankah, hipoteza H3b pa predpostavlja pozitiven vpliv let izkušenj na zadolževanje pri dobaviteljih. Na podlagi rezultatov iz Slike 7 na strani 64 in Tabele 5 na strani 65 ne morem trditi, da obstaja kakršnakoli povezanost med leti izkušenj podjetnika in načinom financiranja, saj sta standardizirana koeficienta neznačilna in zanemarljive velikosti. Hipotez H3a in H3b torej ne morem sprejeti.

Vpliv spola na bančna in dobaviteljska posojila sem preučevala s hipotezama **H4a** in **H4b** in pri obeh predpostavila, da se moški pogosteje zadolžujejo tako pri bankah kot pri dobaviteljih. Rezultati niso potrdili te povezave pri bančnih posojilih, saj je standardiziran koeficient zanemarljive velikosti in ni statistično značilen, na podlagi česar hipoteze H4a ne morem sprejeti. Med spolom in dobaviteljskimi posojili pa se je pokazala statistično značilna povezava pri 10% stopnji značilnosti, kar pomeni, da izkazujejo majhna moško vodena podjetja večje deleže obveznosti do dobaviteljev v pasivi bilance stanja kot majhna žensko vodena podjetja. Regresijski koeficient znaša 0,08. Pri 5% stopnji značilnosti hipoteze H4b ne morem sprejeti, sprejmem pa jo lahko pri 10% stopnji značilnosti.

Hipotezi **H5a** in **H5b** predpostavljata negativen vpliv močnih socialnih vezi na bančna oziroma dobaviteljska posojila. Na podlagi rezultatov hipoteze H5a ne morem sprejeti, saj koeficient ni statistično značilen. Močne socialne vezi torej nimajo vpliva na bančno financiranje majhnih podjetij. Močne socialne vezi pa statistično značilno in negativno vplivajo na izposojanje pri dobaviteljih, vendar le pri 10% stopnji značilnosti (pripadajoči regresijski koeficient znaša -0,10). Hipotezo H5b torej pri 5% stopnji značilnosti ne morem sprejeti, lahko pa jo sprejmem pri 10% stopnji značilnosti.

Hipotezi **H6a** in **H6b** predvidevata pozitiven odnos med šibkimi socialnimi vezmi in bančnimi ter dobaviteljskimi posojili. Izračunana regresijska koeficienta sta visoka (0,25 oziroma 0,18), pozitivna in statistično značilna, na podlagi česar sprejmem tako hipotezo H6a kot hipotezo H6b.

Pozitiven vpliv podjetniške samoučinkovitosti na izposojanje pri bankah oziroma pri dobaviteljih sem predpostavila s hipotezama **H7a** in **H7b**. Izkazalo se je, da višja podjetniška samoučinkovitost nima vpliva na izposojanje pri bankah, saj je standardiziran koeficient neznačilen in nizek. Podjetniška samoučinkovitost pa statistično značilno in pozitivno vpliva na izposojanje pri dobaviteljih, saj pripadajoči regresijski koeficient znaša 0,15. Hipotezo H7b torej sprejmem.

Vpliv pravno-organizacijske oblike na način financiranja majhnih podjetij sem preučevala s hipotezama **H8a** in **H8b**. Predpostavila sem, da samostojni podjetniki posamezniki izkazujejo manjše deleže dolga (tako bančnega kot dobaviteljskega) v pasivi kot pravne oblike podjetij, kot so na primer družbe z omejeno odgovornostjo. Rezultati iz Slike 7 na strani 64 in Tabele 5 na strani 65 kažejo, da se samostojni podjetniki manj zadolžujejo pri bankah, saj je povezava negativna in značilna, pripadajoči regresijski koeficient pa znaša -0,12. To pomeni, da hipotezo H8a sprejemem. Statistično neznačilen vpliv pa se kaže med samostojnim podjetnikom in dobaviteljskimi posojili, standardiziran koeficient je majhen. Zato hipoteze H8b ne sprejemem.

Hipotezi **H9a** in **H9b** predpostavljata negativen vpliv starosti podjetja na bančno oziroma dobaviteljsko financiranje majhnih podjetij. Glede na rezultate pa hipotez ne morem sprejeti, saj sta standardizirana koeficienta zanemarljivo majhna in neznačilna.

S hipotezama **H10a** in **H10b** sem preučevala vpliv deleža opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih na financiranje majhnih podjetij. Hipoteza H10a predpostavlja pozitivno povezavo med deležem opredmetenih osnovnih sredstev v vseh sredstvih in bančnim zadolževanjem, kar se je na podlagi izračunov tudi izkazalo. Regresijski koeficient je namreč statistično značilen in znaša 0,27, kar pomeni, da hipotezo H10a sprejemem. Negativna predpostavka o vplivu deleža opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih na dobaviteljska posojila se ni izkazala za statistično značilno, standardiziran koeficient je nizek in negativen. Hipoteze H10b torej ne morem sprejeti.

Hipotezi **H11a** in **H11b** predpostavljata negativen vpliv koeficienta dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog na zadolževanje pri bankah oziroma dobaviteljnih. Na podlagi rezultatov iz Slike 7 na strani 64 in Tabele 5 na strani 65 hipoteze H11a ne morem sprejeti, saj je standardiziran koeficient zanemarljiv in neznačilen. Rezultati pa kažejo statistično značilen negativen vpliv koeficienta dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog na zadolževanje pri dobaviteljnih, pripadajoči regresijski koeficient namreč znaša -0,14. Hipotezo H11b sprejemem.

Negativen vpliv pospešenega koeficienta na bančna in dobaviteljska posojila sem predpostavila s hipotezama **H12a** in **H12b**. Izkazalo se je, da pospešeni koeficient statistično negativno vpliva na bančna posojila, saj pripadajoči regresijski koeficient znaša -0,19. Negativno statistično značilna pa je tudi povezava med pospešenim koeficientom in dobaviteljskimi posojili, regresijski koeficient znaša -0,22. Na podlagi rezultatov torej sprejemem obe hipotezi - H12a in H12b.

Hipotezi **H13a** in **H13b** predpostavljata negativno povezavo med stopnjo čiste dobičkovnosti prihodkov in zadolževanjem pri bankah oziroma dobaviteljnih. Na podlagi statistično značilnih pozitivnih regresijskih koeficientov (regresijski koeficient za bančno

financiranje znaša 0,17, za dobaviteljsko financiranje pa 0,21) zavrnem obe hipotezi H13a in H13b, saj so statistično značilni rezultati v nasprotni smeri kot sem pričakovala.

S hipotezama **H14a** in **H14b** sem predpostavila, da bo višji znesek denarnega toka podjetja negativno vplival na izposojanje pri bankah in pri dobaviteljih. Rezultati iz Slike 7 na strani 64 in Tabele 5 na strani 65 kažejo, da sta izračunana regresijska koeficienta visoka, negativna in statistično značilna. Regresijski koeficient pri bančnem financiranju znaša -0,22, medtem ko pri dobaviteljskem financiranju znaša -0,21. Hipotezi H14a in H14b torej sprejemem.

Hipotezi **H15a** in **H15b** sta preučevali vpliv bančnih posojil na inovativnost podjetij z vidika produktnih inovacij oziroma organizacijskih sprememb. Rezultati kažejo, da bančna posojila nimajo vpliva na produktne inovacije, saj je pripadajoči koeficient nizek in statistično neznačilen. Bančna posojila pa statistično značilno in pozitivno vplivajo na organizacijske spremembe, saj znaša pripadajoči statistično značilni regresijski koeficient 0,10, vendar je hipoteza značilna le pri 10% stopnji značilnosti. Hipotezo H15a torej zavrnem, medtem ko hipotezo H15b ne morem sprejeti pri 5% stopnji značilnosti, lahko pa jo sprejemem pri 10% stopnji značilnosti. V tem modelu sem preverjala tudi vpliv bančnih posojil na rast majhnih podjetij z vidika rasti celotnih sredstev (**H16a**) in z vidika rasti prihodkov od prodaje (**H16b**). Izkazalo se je, da večji obseg bančnih posojil pozitivno vpliva na inovativnost podjetja z obeh obravnavanih vidikov. Regresijski koeficient za rast celotnih sredstev, ki znaša 0,31, je visok, pozitiven in statistično značilen. Regresijski koeficient za rast prihodkov od prodaje je prav tako pozitiven, statistično značilen in znaša 0,25. Na podlagi izračunov sprejemem obe hipotezi - H16a in H16b.

Končno sem preučevala tudi vpliv dobaviteljskih posojil na inovativnost in rast majhnih podjetij. Hipotezi **H15c** in **H15d** sta predpostavljali pozitiven vpliv posojil dobaviteljev na inovativnost majhnih podjetij z vidika produktnih inovacij oziroma organizacijskih sprememb. Rezultati so potrdili moje domneve. Regresijski koeficient za vpliv dobaviteljskih posojil na inovativnost z vidika produktnih inovacij je značilen, pozitiven in znaša 0,29, regresijski koeficient za vpliv dobaviteljskih posojil na inovativnost z vidika organizacijskih sprememb pa je prav tako visok, pozitiven in statistično značilen ter znaša 0,33. S hipotezama **H16c** in **H16d** pa sem preučevala vpliv dobaviteljskih posojil na rast majhnih podjetij z vidika rasti celotnih sredstev in z vidika rasti prihodkov od prodaje. Pozitivna značilna povezava se je izkazala le pri rasti podjetja z vidika rasti prihodkov od prodaje, saj je pripadajoči regresijski koeficient statistično značilen in pozitiven ter znaša 0,10. Regresijski koeficient za rast celotnih sredstev pa je neznačilen in zanemarljive velikosti. Na podlagi rezultatov torej sprejemem hipoteze H15c, 15d in H16d, zavrnem pa hipotezo H16c.

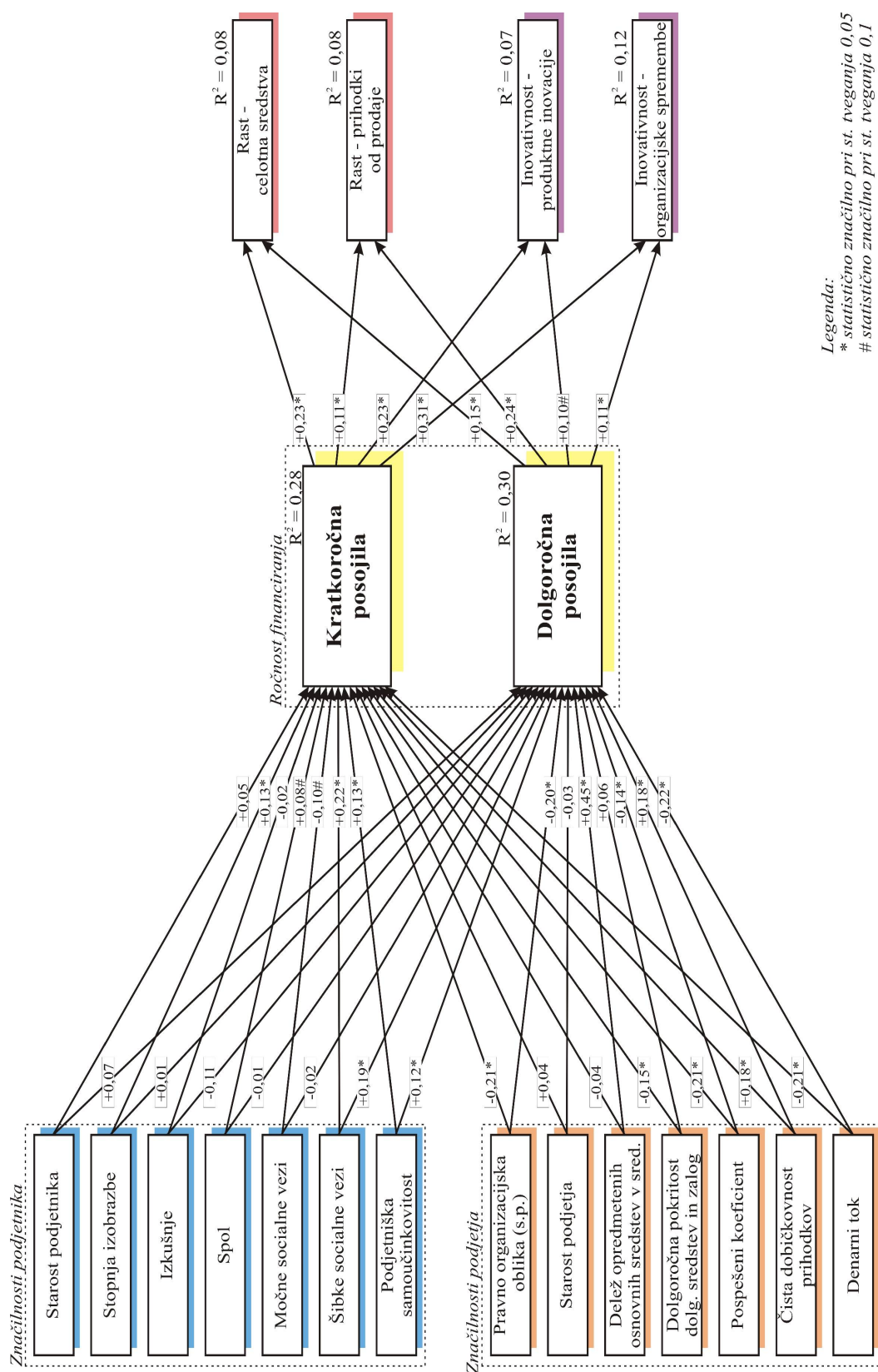
5.3 Rezultati za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij

V tem podpoglavju bom predstavila drugi testirani strukturni model, in sicer model o vplivu značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij ter vpliv financiranja na kratki in dolgi rok na inovativnost majhnih podjetij z vidika produktivnih inovacij in organizacijskih sprememb ter na rast majhnih podjetij z vidika rasti celotnih sredstev in prihodkov od prodaje. Strukturne odnose sem tudi za ta model preverjala z uporabo programa EQS 6.1. Ker so bili podatki nekoliko nenormalno porazdeljeni, sem uporabila metodo ERLS. EQS ni javil nobenih posebnih problemov med optimizacijo modela.

Strukturni model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij je prikazan na Sliki 8 na strani 70, strukturne enačbe pa v Tabeli 6 na strani 71. Prileganje modela je razmeroma dobro - chi-kvadrat znaša 1198,730, stopinje prostosti = 559, stopnja značilnosti = 0,000, NFI = 0,89, NNFI = 0,93, CFI = 0,94, GFI = 0,87, SRMR = 0,09, RMSEA = 0,05. Pojasnjena varianca v strukturnem modelu za kratkoročna posojila znaša 28%, medtem ko za dolgoročna posojila znaša 30%.

S testiranjem drugega modela sem potrdila 22 hipotez pri 5% stopnji značilnosti oziroma 25 hipotez pri 10% stopnji značilnosti od 36 postavljenih hipotez. Največ potrjenih hipotez, kar 10 od 14-ih, je v zvezi s kratkoročnimi posojili - pet pri značilnostih podjetja (tri pri 5% in dve pri 10% stopnji značilnosti) ter pet pri značilnostih podjetnika. Pri dolgoročnih posojilih pa so se značilnosti podjetnika izkazale za manj pomembne, saj sta bili sprejeti le dve od sedmin postavljenih hipotez. Kar pet od sedmih hipotez pa je bilo sprejetih pri značilnostih podjetja. Vse potrjene hipoteze so bile sprejete pri 5% stopnji značilnosti. Izračuni za drugi del modela o vplivu ročnosti financiranja na inovativnost in rast majhnih podjetij pa je potrdil vseh osem postavljenih hipotez, le ena od teh je bila sprejeta le pri 10% stopnji značilnosti, ostale so bile sprejete pri 5% stopnji značilnosti.

Slika 8: Rezultati za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij



Legenda:
 * statistično značilno pri st. tveganja 0,05
 # statistično značilno pri st. tveganja 0,1

Vir: Lasten prikaz.

Tabela 6: Strukturne enačbe za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij

Neodvisne spremenljivke	Odvisne spremenljivke					
	Kratko- ročna posojila	Dolgo- ročna posojila	Rast		Inovativnost	
			Celotna sredstva	Prihodki	Prod. inov- acije	Org. spreme- mbe
<i>Značilnosti podjetnika</i>						
Starost podjetnika	+0,05	+0,07				
Stopnja izobrazbe	+0,13*	+0,01				
Izkušnje	-0,02	-0,11				
Spol	+0,08 [#]	-0,01				
Močne socialne vezi	-0,10 [#]	-0,02				
Šibke socialne vezi	+0,22*	+0,19*				
Podjetniška samoučinkovitost	+0,13*	+0,12*				
<i>Značilnosti podjetja</i>						
Pravno-organizacijska oblika (samostojni podjetnik)	-0,21*	-0,20*				
Starost podjetja	+0,04	-0,03				
Delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih	-0,04	+0,45*				
Dolg. pokritost dolg. sred. in zalog	-0,15*	+0,06				
Pospešeni koeficient	-0,21*	-0,14*				
Čista dobičkovnost prihodkov	+0,18*	+0,18*				
Denarni tok	-0,21*	-0,22*				
Kratkoročna posojila			+0,23*	+0,11*	+0,23*	+0,31*
Dolgoročna posojila			+0,15*	+0,24*	+0,10 [#]	+0,11*
<i>Error</i>	<i>0,85</i>	<i>0,84</i>	<i>0,96</i>	<i>0,96</i>	<i>0,96</i>	<i>0,94</i>
<i>R kvadrat</i>	<i>0,28</i>	<i>0,30</i>	<i>0,08</i>	<i>0,08</i>	<i>0,07</i>	<i>0,12</i>

Legenda: * Statistično značilno pri st. tveganja 0,05. # Statistično značilno pri st. tveganja 0,1.

Vir: Lasten izračun.

S hipotezama **H1c** in **H1d** sem preučevala odnos med starostjo podjetnika in kratkoročnim oziroma dolgoročnim zadolževanjem. Na podlagi rezultatov iz Slike 8 na strani 70 in Tabele 6 na strani 71 ne morem trditi, da obstaja kakršnakoli povezanost med starostjo podjetnika in načinom financiranja, standardizirana koeficienta sta namreč neznačilna in zanemarljive velikosti. Hipotez H1c in H1d torej ne morem sprejeti.

Vpliv stopnje izobrazbe podjetnika na kratkoročno in dolgoročno zadolževanje sem preučevala s hipotezama **H2c** in **H2d** in predpostavila, da se višje izobraženi podjetniki

pogosteje zadolžujejo tako na kratki rok kot na dolgi rok. Izkazalo se je, da ima stopnja izobrazbe pozitiven vpliv na kratkoročno zadolževanje, saj znaša pripadajoči statistično značilni in pozitivni regresijski koeficient 0,13. Za dolgoročno zadolževanje se ni izkazala statistično značilna povezava s stopnjo izobrazbe. Na podlagi rezultatov torej hipotezo H2c sprejemem, medtem ko hipoteze H2d ne morem sprejeti.

Hipotezi **H3c** in **H3d** sta preučevali vpliv let izkušenj podjetnika na ročnost financiranja majhnih podjetij in predpostavljali pozitiven vpliv let izkušen na kratkoročno in dolgoročno zadolževanje. Izkazalo se je, da leta izkušenj ne vplivajo na ročnost zadolževanja majhnih podjetij, zato hipotez H3c in H3d ne morem sprejeti.

Hipotezi **H4c** in **H4d** predpostavljata, da se moški pogosteje zadolžujejo tako na kratki kot na dolgi rok. Statistično značilna pozitivna povezava se je pokazala med moškimi podjetniki in kratkoročnim zadolževanjem, vendar le pri 10% stopnji značilnosti, kar pomeni, da moški podjetniki izkazujejo višje deleže kratkoročnega dolga v pasivi bilance stanja kot ženske podjetnice. Pripadajoči regresijski koeficient znaša 0,08 in je statistično značilen, zato lahko hipotezo H4c sprejemem, vendar le pri 10% stopnji značilnosti, pri 5% stopnji značilnosti hipoteze ne morem sprejeti. Za neznačilno pa se je pokazala povezava med spolom in dolgoročnim zadolževanjem. Standardizirani koeficient je nizek in neznačilen. Hipotezo H4d posledično zavrnem.

Negativen vpliv močnih socialnih vezi na kratkoročna in dolgoročna posojila majhnim podjetjem sem preučevala s hipotezama **H5c** in **H5d**. Izračuni so potrdili negativno povezavo med močnimi socialnimi vezmi in kratkoročnimi posojili, vendar pri 10% stopnji značilnosti, medtem ko povezava med močnimi socialnimi vezmi in dolgoročnimi posojili ni bila značilna, pripadajoči standardizirani koeficient pa zanemarljiv. Regresijski koeficient v povezavi s hipotezo H5c je značilen in negativen ter znaša -0,10. Na podlagi podatkov iz Slike 8 na strani 70 in Tabele 6 na strani 71 torej hipotezo H5c sprejemem pri 10% stopnji značilnosti, medtem ko jo pri 5% stopnji značilnosti ne morem sprejeti. Hipotezo H5d zavrnem.

Hipotezi **H6c** in **H6d** predpostavljata pozitiven vpliv šibkih socialnih vezi na kratkoročna oziroma dolgoročna posojila. Izračuni so hipotezi potrdili. Regresijska koeficienta sta statistično značilna, pozitivna in znašata 0,22 za kratkoročna posojila in 0,19 za dolgoročna posojila. Iz tega sledi, da obe hipotezi H6c in H6d sprejemem.

S hipotezama **H7c** in **H7b** sem preučevala vpliv podjetniške samoučinkovitosti na kratkoročno in dolgoročno izposojanje. Izkazalo se je, da podjetniška samoučinkovitost statistično značilno pozitivno vpliva na ročnost zadolževanja. Pozitiven regresijski koeficient za kratkoročna posojila namreč znaša 0,13, za dolgoročna pa 0,12. Hipotezi H7c in H7d potrjujem.

Vpliv pravno-organizacijske oblike na kratkoročna in dolgoročna posojila sem preučevala s hipotezama **H8c** in **H8d**. Predpostavila sem, da se samostojni podjetniki posamezniki manj zadolžujejo tako na kratki kot na dolgi rok kot pa ostale oblike podjetij. Rezultati iz Slike 8 na strani 70 in Tabele 6 na strani 71 potrjujejo moje domneve. Regresijski koeficient, ki je meril zadolževanje samostojnih podjetnikov na kratki rok, je statistično značilen in negativen ter znaša -0,21. Prav tako je regresijski koeficient za dolgoročna posojila statistično značilen, negativen in znaša -0,20. Na podlagi teh rezultatov hipotezi H8c in H8d sprejemem.

Hipotezi **H9a** in **H9b** predpostavljata negativen vpliv starosti podjetja na kratkoročno oziroma dolgoročno financiranje majhnih podjetij. Glede na rezultate iz Slike 8 na strani 70 in Tabele 6 na strani 71 hipotezi H9c in H9d ne morem sprejeti, saj sta standardizirana koeficienta neznačilna in zanemarljivo majhna.

Hipotezi **H10c** in **H10d** preučujeta vpliv deleža opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih na ročnost posojil. Predpostavila sem, da bo med večjim obsegom osnovnih sredstev v sredstvih in kratkoročnimi posojili negativna povezava, vendar se med njima ni izkazala statistično značilna povezava, regresijski koeficient pa je majhen. Na podlagi navedenega hipotezo H10c zavrem. S hipotezo H10d pa sem predpostavila pozitiven vpliv deleža opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih na dolgoročna posojila, kar se je po izračunih tudi dejansko izkazalo. Regresijski koeficient je namreč pozitiven, značilen in znaša 0,45. Hipotezo H10d torej sprejemem.

Negativen vpliv koeficienta dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog na ročnost financiranja majhnih podjetij sem predvidevala s hipotezama **H11c** in **H11d**. Rezultati iz Slike 8 na strani 70 in Tabele 6 na strani 71 kažejo, da je povezava med koeficientom dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog statistično značilna in negativna, pripadajoči regresijski koeficient pa znaša -0,15. Hipotezo H11c sprejemem. Rezultati pa niso potrdili pričakovanj o negativnem vplivu koeficienta dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog na dolgoročno financiranje, saj je povezava neznačilna. Hipoteze H11d ne morem sprejeti.

Hipotezi **H12c** in **H12d** predvidevata negativen odnos med pospešenim koeficientom in kratkoročnim oziroma dolgoročnim zadolževanjem. Izračunana regresijska koeficienta sta visoka (za H12c -0,21 in za H12d -0,14), negativna in statistično značilna, na podlagi česar sprejemem tako hipotezo H12c kot hipotezo H12d.

Hipotezi **H13c** in **H13d** predpostavljata negativen vpliv koeficienta čiste dobičkovnosti prihodkov na kratkoročna in dolgoročna posojila. Na podlagi rezultatov iz Slike 8 na strani 70 in Tabele 6 na strani 71 obe hipotezi zavračam, saj sta pripadajoča regresijska koeficienta statistično značilna in pozitivna (vrednosti za oba 0,18), kar je v nasprotju s postavljenimi hipotezami.

S hipotezama **H14c** in **H14d** sem predpostavila, da večji obseg denarnega toka podjetja negativno vpliva na kratkoročno in dolgoročno izposojanje. Rezultati iz Slike 8 na strani 70 in Tabele 6 na strani 71 kažejo, da sta izračunana regresijska koeficienta visoka, negativna in statistično značilna. Regresijski koeficient za kratkoročna posojila znaša -0,21, za dolgoročna posojila pa -0,22. Hipotezi H14c in H14d torej sprejemem.

Hipotezi **H15e** in **H15f** sta predpostavljali pozitiven vpliv kratkoročnih posojil na inovativnost podjetij z vidika produktnih inovacij oziroma organizacijskih sprememb. Rezultati so potrdili obe hipotezi, saj sta regresijska koeficienta visoka, pozitivna, statistično značilna in znašata 0,23 za kratkoročna posojila ter 0,31 za dolgoročna posojila. V tem modelu sem preverjala tudi vpliv kratkoročnih posojil na rast majhnih podjetij z vidika rasti celotnih sredstev (**H16e**) in z vidika rasti prihodkov od prodaje (**H16f**). Rezultati kažejo, da večji obseg kratkoročnih posojil pozitivno vpliva na rast podjetja z obeh obravnavanih vidikov. Regresijski koeficient za rast celotnih sredstev, ki znaša 0,23, je visok, pozitiven in statistično značilen. Regresijski koeficient za rast prihodkov od prodaje je prav tako pozitiven, statistično značilen in znaša 0,11. Na podlagi izračunov torej sprejemem vse štiri hipoteze H15e, H15f, H16e in H16f.

Strukturni model zaključujem s pregledom hipotez o vplivu dolgoročnih posojil na inovativnost z vidika produktnih inovacij (**H15g**) in organizacijskih sprememb (**H15h**) ter rast majhnih podjetij z vidika rasti celotnih sredstev (**H16g**) in z vidika rasti prihodkov od prodaje (**H16h**). Rezultati kažejo predvsem na močno povezanost dolgoročnih posojil in rastjo majhnih podjetij, saj sta regresijska koeficienta visoka, pozitivna in statistično značilna (za rast celotnih sredstev 0,15, za rast prihodkov od prodaje pa 0,24). Statistično značilen, vendar nekoliko manjši kot pri rasti, se je pokazal tudi vpliv dolgoročnih posojil na inovativnost majhnih podjetij z vidika organizacijskih sprememb. Regresijski koeficient za organizacijske spremembe je statistično značilen, pozitiven in znaša 0,11. Regresijski koeficient za produktne inovacije pa je pozitiven (0,10) in statistično značilen, vendar le pri 10% stopnji tveganja. Na podlagi izračunov torej sprejemem hipoteze H15h, H16g in H16h. Hipotezo H15g pa pri 5% stopnji značilnosti ne morem sprejeti, sprejemem pa jo pri 10% stopnji tveganja.

5.4 Sumarni pregled testiranja raziskovalnih hipotez

Pregledu rezultatov testiranja modelov sledi še sumarni pregled testiranja raziskovalnih hipotez v Tabeli 7 na strani 75 in v Tabeli 8 na strani 76.

Tabela 7: Pregled rezultatov preverjanja hipotez za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij pri bankah in dobaviteljih

Hipoteza	Neodvisna spremenljivka	Pričakovani vpliv	Odvisna spremenljivka	Rezultat
H1a	starost podjetnika	-	BAN_P	☒
H1b		-	DOB_P	☒
H2a	stopnja izobrazbe	+	BAN_P	☒
H2b		+	DOB_P	☑
H3a	leta izkušenj	+	BAN_P	☒
H3b		+	DOB_P	☒
H4a	spol	+	BAN_P	☒
H4b		+	DOB_P	☑*
H5a	močne socialne vezi	-	BAN_P	☒
H5b		-	DOB_P	☑*
H6a	šibke socialne vezi	+	BAN_P	☑
H6b		+	DOB_P	☑
H7a	podjetniška samoučinkovitost	+	BAN_P	☒
H7b		+	DOB_P	☑
H8a	Pravno-organizacijska oblika (samostojni podjetnik)	-	BAN_P	☑
H8b		-	DOB_P	☒
H9a	starost podjetja	-	BAN_P	☒
H9b		-	DOB_P	☒
H10a	delež osnovnih sredstev v sredstvih	+	BAN_P	☑
H10b		-	DOB_P	☒
H11a	dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev in zalog	-	BAN_P	☒
H11b		-	DOB_P	☑
H12a	pospešeni koeficient	-	BAN_P	☑
H12b		-	DOB_P	☑
H13a	čista dobičkovnost prihodkov	-	BAN_P	☒
H13b		-	DOB_P	☒
H14a	denarni tok	-	BAN_P	☑
H14b		-	DOB_P	☑
H15a	bančna posojila	+	produktne inovacije	☒
H15b		+	organiz. spremembe	☑*
H15c	dobaviteljeva posojila	+	produktne inovacije	☑
H15d		+	organiz. spremembe	☑
H16a	bančna posojila	+	rast celotnih sredstev	☑
H16b		+	rast prih. od prod.	☑
H16c	dobaviteljeva posojila	+	rast celotnih sredstev	☒
H16d		+	rast prih. od prod.	☑

Legenda: KR_P pomeni kratkoročna posojila. DR_P pomeni dolgoročna posojila.

- ☑ Hipoteza je sprejeta pri 5% stopnji značilnosti.
- ☑* Hipoteza je sprejeta pri 10% stopnji značilnosti.
- ☒ Hipoteza je zavrnjena.

Vir: Lasten prikaz.

Tabela 8: Pregled rezultatov preverjanja hipotez za model vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na kratkoročno in dolgoročno financiranje majhnih podjetij

Hipoteza	Neodvisna spremenljivka	Pričakovani vpliv	Odvisna spremenljivka	Rezultat
H1c	starost podjetnika	-	KR_P	☒
H1d		-	DR_P	☒
H2c	stopnja izobrazbe	+	KR_P	☑
H2d		+	DR_P	☒
H3c	leta izkušenj	+	KR_P	☒
H3d		+	DR_P	☒
H4c	spol	+	KR_P	☑*
H4d		+	DR_P	☒
H5c	močne socialne vezi	-	KR_P	☑*
H5d		-	DR_P	☒
H6c	šibke socialne vezi	+	KR_P	☑
H6d		+	DR_P	☑
H7c	podjetniška samoučinkovitost	+	KR_P	☑
H7d		+	DR_P	☑
H8c	Pravno-organizacijska oblika (samostojni podjetnik)	-	KR_P	☑
H8d		-	DR_P	☑
H9c	starost podjetja	-	KR_P	☒
H9d		-	DR_P	☒
H10c	delež osnovnih sredstev v sredstvih	-	KR_P	☒
H10d		+	DR_P	☑
H11c	dolgoročna pokritost	-	KR_P	☑
H11d	dolgoročnih sredstev in zalog	-	DR_P	☒
H12c	pospešeni koeficient	-	KR_P	☑
H12d		-	DR_P	☑
H13c	čista dobičkovnost prihodkov	-	KR_P	☒
H13d		-	DR_P	☒
H14c	čisti denarni tok	-	KR_P	☑
H14d		-	DR_P	☑
H15e	kratkoročna posojila	+	produktne inovacije	☑
H15f		+	organiz. spremembe	☑
H15g	dolgoročna posojila	+	produktne inovacije	☑*
H15h		+	organiz. spremembe	☑
H16e	kratkoročna posojila	+	rast celotnih sredstev	☑
H16f		+	rast prih. od prod.	☑
H16g	dolgoročna posojila	+	rast celotnih sredstev	☑
H16h		+	rast prih. od prod.	☑

Legenda: KR_P pomeni kratkoročna posojila. DR_P pomeni dolgoročna posojila.

☑ Hipoteza je sprejeta pri 5% stopnji značilnosti.

☑* Hipoteza je sprejeta pri 10% stopnji značilnosti.

☒ Hipoteza je zavrnjena.

Vir: Lasten prikaz.

SKLEP

Diplomsko delo zaključujem s pregledom glavnih ugotovitev in diskusijo rezultatov predlaganih modelov ter podajam omejitve in priporočila za nadaljnje raziskovalno delo.

Diskusija in glavne ugotovitve diplomskega dela

S predlaganima strukturnima modeloma sem raziskovala, katere značilnosti podjetnika in podjetja vplivajo na način oziroma ročnost financiranja majhnih slovenskih podjetij. V modela sem vključila širok nabor značilnosti podjetnika in podjetja, ki so jih raziskovalci proučevali v povezavi s financiranjem podjetij, pri čemer pa praviloma niso proučevali razlik v povezavi z načinom (bančno oziroma dobaviteljsko financiranje) in ročnostjo financiranja (kratkoročno oziroma dolgoročno financiranje), kot sem to storila v diplomskem delu. Poleg teh spremenljivk sem v strukturna modela vključila tudi nekatere spremenljivke, ki še niso bile empirično proučevane niti v povezavi s financiranjem na splošno, še manj pa ne v povezavi z načinom in ročnostjo financiranja. Dodatno proučevane značilnosti podjetnika so bile: močne in šibke socialne vezi ter podjetniška samoučinkovitost, dodatno proučevane značilnosti podjetja pa so bile: koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog, pospešeni koeficient in koeficient čiste dobičkovnosti prihodkov. Rezultati so pokazali, da te spremenljivke pomembno vplivajo na način in/ali ročnost financiranja majhnih slovenskih podjetij. Vse te spremenljivke so imele pričakovan vpliv na način oziroma ročnost financiranja, razen v primeru koeficienta čiste dobičkovnosti prihodkov, kjer sem predpostavila negativen vpliv na način in ročnost financiranja, izkazalo pa se je, da koeficient čiste dobičkovnosti prihodkov statistično značilno pozitivno vpliva na bančna, dobaviteljska, kratkoročna in dolgoročna posojila.

Podjetnikove značilnosti so se pokazale kot pomembne predvsem pri dobaviteljskih in kratkoročnih posojilih, kjer so posojila nekoliko manj regulirana z merili in postopki kot pri bančnih in dolgoročnih posojilih, kjer veljajo stroga pravila pri odobravanju teh posojil. Pri determinantah bančnih in dolgoročnih posojil so se zato izkazale za bolj pomembne predvsem značilnosti podjetja, med podjetnikovimi značilnostmi pa so vplivale le šibke vezi in podjetniška samoučinkovitost (slednja le pri dolgoročnih posojilih). Podjetnik lahko torej svoje značilnosti izkoristi predvsem pri pridobivanju kratkoročnih in dobaviteljskih posojil, medtem ko je pri pridobivanju bančnih in dolgoročnih posojil potrebno aktivnosti podjetja usmerjati v izpolnjevanje kriterijev, ki so pomembni za bančna in dolgoročna posojila. S testiranjem predlaganih dveh modelov sem skupno potrdila 36 hipotez pri 5% stopnji značilnosti oziroma 42 hipotez pri 10% stopnji značilnosti od 72 postavljenih.

Na bančno financiranje glede na rezultate in na absolutno vrednost regresijskih koeficientov statistično značilno najbolj vpliva delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih, sledijo pa mu šibke socialne vezi in denarni tok. Za značilne so se po vrstnem

redu pokazale še sledeče značilnosti: pospešeni koeficient, čista dobičkovnost prihodkov in pravno-organizacijska oblika. Pri dobaviteljskih posojilih je vrstni red nekoliko drugačen, saj se je tu izkazalo za značilnih kar pet podjetnikovih značilnosti poleg štirih značilnosti podjetja, ki se tudi nekoliko razlikujejo od statistično značilnih spremenljivk pri bančnih posojilih. Te značilnosti so (po padajočem vrstnem redu glede na absolutno vrednost regresijskega koeficienta): pospešeni koeficient, nato čista dobičkovnost prihodkov in denarni tok z isto vrednostjo regresijskega koeficienta, vendar z nasprotnima predznakoma, šibke socialne vezi, podjetniška samoučinkovitost, koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog, stopnja izobrazbe, močne socialne vezi ter spol. Zadnji dve lastnosti podjetnika sta značilni pri 10% stopnji značilnosti. Bančna posojila nadalje vplivajo na rast celotnih sredstev in rast prihodkov od prodaje, pri 10% stopnji značilnosti pa tudi na organizacijske spremembe. Za posojila pri dobaviteljih pa je situacija obratna – najbolj vplivajo na organizacijske spremembe, nato na produktne inovacije in šele nato na rast prihodkov od prodaje.

Pri kratkoročnih posojilih sem potrdila kar 10 od 14-ih predlaganih hipotez – pet v povezavi s podjetnikom in pet v povezavi s podjetjem. Iste značilnosti sem zanimivo potrdila pri posojilih dobaviteljev, le v nekoliko spremenjenem vrstnem redu. Pri kratkoročnih posojilih tako najbolj izstopajo šibke socialne vezi, katerim sledijo tri značilnosti z isto vrednostjo in predznakom regresijskega koeficienta, in sicer pravno-organizacijska oblika, pospešeni koeficient in denarni tok. Ostale potrjene hipoteze se nanašajo še na čisto dobičkovnost prihodkov, koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog, podjetniško samoučinkovitost, močne socialne vezi in spol. Zadnji dve značilnosti podjetnika sta bili potrjeni pri 10% stopnji značilnosti. Pri dolgoročnih posojilih sem potrdila polovico predlaganih hipotez. Ponovno je pri tem zanimivo, da so izračuni potrdili istih šest predlaganih hipotez kot pri bančnih posojilih z istimi predznaki, le v nekoliko drugačnem vrstnem redu. Še vedno pa so med prvimi tremi zastopane iste značilnosti, in sicer: delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih, denarni tok ter šibke socialne vezi. Naslednje tri pa so pravno-organizacijska oblika, pospešeni koeficient in čista dobičkovnost prihodkov. Dodatno sem pri dolgoročnih posojilih potrdila le še podjetniško samoučinkovitost, ki se pri bančnih posojilih ni izkazala za značilno in je bila pri dolgoročnih posojilih na sedmem mestu. Vpliv kratkoročnih in dolgoročnih posojil se je izkazal kot značilna determinanta rasti celotnih sredstev, rasti prihodkov od prodaje, produktnih inovacij in organizacijskih sprememb.

Najbolj presenetljivi rezultati so se izkazali pri značilnostih podjetnika, saj so se pri bančnih in dolgoročnih posojilih (z izjemo ene značilnosti) ter pri dobaviteljskih in kratkoročnih posojilih izkazale za statistično (in v enaki smeri) značilne iste značilnosti podjetnika. Po regresijskih koeficientih najbolj izstopajo **šibke socialne vezi**, ki pomembno pozitivno vplivajo na vse obravnavane vrste posojil. Rezultat je po svoje presenetljiv, saj šibke vezi niso bile neposreden predmet raziskav o načinu oziroma ročnosti financiranja majhnih podjetij, kljub temu da so se v mojem modelu in na vzorcu

slovenskih podjetij izkazale za najpomembnejšo determinanto podjetnikovih značilnosti. Iz rezultatov lahko sklepam, da večja kot je socialna mreža znancev podjetnika, lažje podjetje dostopa do posojil tako pri bankah kot pri dobaviteljih ter na kratki in dolgi rok. Večji krog znancev predstavlja podjetniku večji obseg koristnih informacij o potencialnih posojilodajalcih, o ugodnih posojilnih pogojih in o različnih možnostih zadolževanja. S širjenjem socialne mreže si podjetnik omogoča zagotovitev potrebnih finančnih virov za zagon podjetja, za rast ali obuditev ustaljenega ali stagnantnega podjetja. Močan in pozitiven vpliv šibkih socialnih vezi na način in ročnost financiranja je izjemno pomembna ugotovitev, saj tega avtorji v različnih študijah še niso neposredno preučevali. S svojo študijo pa delno zapolnujem to vrzel v znanosti, saj sem na vzorcu slovenskih podjetij pokazala, da šibke socialne vezi pomembno vplivajo na zadolževanje majhnih podjetij. Če torej želijo podjetniki v večji meri dostopati do posojil, predlagam, da se udeležujejo dogodkov, kjer lahko pridobijo širok nabor informacij o potencialnih posojilodajalcih ter navežejo stike z ljudmi, ki te posojilodajalce poznajo oziroma navežejo stik neposredno s posojilodajalci. Taki dogodki so na primer razni seminarji, druženja podjetnikov, članstvo v Lions klubu ali Rotery klubu, območni zbornici, obrtni zbornici oziroma v podobnih združenjih.

Precej manjši vpliv na način in ročnost financiranja pa so imele v mojih modelih **močne socialne vezi**. Močne socialne vezi so bile predvsem raziskane v povezavi z bančnimi posojili (e.g. Petersen & Rajan, 1994), medtem ko je bilo neposrednih študij o vplivu močnih socialnih vezi na posojila, odobrena pri dobaviteljih, manj. Neraziskan pa je bil tudi vpliv močnih socialnih vezi podjetnika na ročnost financiranja majhnih podjetij. Vpliv močnih socialnih vezi na dobaviteljska posojila in kratkoročno financiranje majhnih podjetij je bil negativen. Rezultat utemeljujem z dejstvom, da bo družina nenaklonjena (prekomernemu) zadolževanju svojega družinskega člana – podjetnika, saj bi podjetnik v zavarovanje za pridobitev posojila morebiti ponudil nepremičnino ali drugo premočno premoženje, ki je v lasti družine in ki družini predstavlja nujo za bivanje. Ob neuspehah podjetnikovih projektih in ob podjetnikovi nezmožnosti vračanja posojila bi družina ostala brez skupnega premoženja. Zato bodo družina, sorodniki in prijatelji podjetniku pomagali pri zbiranju potrebnih sredstev za zagon ali nadaljnje poslovanje podjetja in bo potemtakem vpliv močnih socialnih vezi na zadolževanje majhnega podjetja negativen.

Naslednja zelo pomembna determinanta podjetnika, ki pomembno vpliva na način in ročnost financiranja majhnih podjetij je še v tem kontekstu neraziskana **podjetniška samoučinkovitost**. Podjetniška samoučinkovitost pomeni posameznikovo mnenje o lastnih možnostih motivacije, prepoznavanja in obvladovanja dogodkov v življenju (Wood & Bandura, 1989, str. 364) oziroma sposobnost uspešnega opravljanja določenih nalog (Chen et al., 1998, str. 301). Izračuni so pokazali, da podjetniška samoučinkovitost pozitivno vpliva na kratkoročna in dolgoročna posojila ter zadolževanja pri dobaviteljih, medtem ko na bančna posojila podjetniška samoučinkovitost nima statistično značilnega vpliva. Slednje lahko razložim z dejstvom, da v bankah veljajo pravila za odobravanje naložb, ki

se jih komercialisti in analitiki morajo držati, zato tudi večja samoučinkovitost podjetnika ne bo pomembno vplivala na ustaljene vzorce odobravanja posojil. Pri dobaviteljih vseh teh postopkov in pravil ni. To posledično pomeni, da lahko podjetnik z visoko podjetniško samoučinkovitostjo uspešnejše predstavi dobaviteljem svoje projekte, motiviranost, željo po uspehu itd. in si s tem omogoči lažjo pot do posojil ter se bolj učinkovito pogaja o posojilnih pogojih. S pozitivno statistično značilnimi rezultati o vplivu podjetniške samoučinkovitosti ponovno zapolnjujem vrzel v znanstveni literaturi, saj se raziskovalci po temeljitem pregledu znanstvene literature še niso ukvarjali z vplivom podjetniške samoučinkovitosti na financiranje majhnih podjetij, četudi se je izkazal za pomembnega. Podjetniki z višjo podjetniško samoučinkovitostjo bodo torej v večji meri najemali posojila (dobaviteljska, kratkoročna in dolgoročna posojila), kar pomeni, da morajo tisti podjetniki, ki morebiti zaradi neugodnih značilnosti podjetja ne morejo najeti bančnih posojil (na primer zelo mlada podjetja ali hitro rastoča podjetja), veliko pozornost posvečati povečanju svoje podjetniške samoučinkovitosti. Glede na to da je podjetniško samoučinkovitost možno povečati s podjetniškim izobraževanjem (Chen et al., 1998; Zhao, Seibert & Hills, 2005), predlagam, da se podjetniki udeležujejo različnih podjetniških izobraževanj. Zaradi enakega razloga oblikovalcem politik predlagam, da podjetniško izobraževanje vključijo v vse programe tehniških srednjih šol in dodiplomskih tehniških šol, od koder v veliki meri izhajajo podjetniki, ki so bili proučevani v mojem diplomskem delu. Potrebno bi bilo podjetniško izobraževati tudi brezposelne osebe. Vse našete skupine potencialnih podjetnikov bodo z višjo podjetniško samoučinkovitostjo lažje dostopale do ustreznih finančnih virov.

Zanimivi in nekoliko presenetljivi so se izkazali rezultati za ostale preučevane značilnosti podjetnika. Izkazalo se je namreč, da imajo značilnosti podjetnika, ki so jih v tujih študijah množično preučevali in jih označevali kot večji človeški kapital in s tem zmanjšanje tveganja nevrčila posojila, različen vpliv na zadolževanje majhnih slovenskih podjetij kot ga imajo na podjetja, obravnavana v tujih študijah. Med običajno preučevanimi značilnostmi podjetnika – starost, stopnja izobrazbe in izkušnje (e.g. Bates, 1990; Storey, 1994; Vos et al., 2007; Wu et al., 2007) – ima le **stopnja izobrazbe** po mojih izračunih značilen vpliv na zadolževanje majhnih podjetij. Pozitiven vpliv stopnje izobrazbe pa se je izkazal samo pri dobaviteljskih in kratkoročnih posojilih, pri katerih se lahko podjetniki z višjo stopnjo izobrazbe učinkoviteje pogajajo za odloge plačil dobaviteljem ter se na podlagi pridobljenega znanja tekom študija raje izognejo običajnim – bančnim – posojilom, saj so seznanjeni tudi z drugimi in alternativnimi finančnimi viri. Med podjetnikovimi lastnostmi sem preučevala tudi vpliv **spola** na financiranje majhnih podjetij. Rezultati so pokazali, da se moški podjetniki značilno več zadolžujejo kot ženske pri dobaviteljih in na kratki rok (vendar je povezava značilna le pri 10% stopnji značilnosti), medtem ko na bančna in dolgoročna posojila spol nima vpliva.

Tudi rezultati o značilnostih podjetja so dali pomembne iztočnice za diskusijo. Najvišji regresijski koeficient na sploh, vendar statistično značilen le pri dolgoročnih in bančnih

posojilih, je izkazoval **delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih**. Ta rezultat je povsem logičen in pričakovan, saj se bodo podjetja, ki imajo večji obseg premoženja (na primer zemljišč, zgradb in strojev), ki ga lahko ponudijo v zavarovanje posojil pri bankah, posledično tudi pogosteje zadolževala. To je skladno z razlagami različnih avtorjev, ki so prav tako potrdili pozitivno povezavo med obsegom opredmetenih osnovnih sredstev in bančnimi posojili (Almeida & Campello, 2007; Berger & Udell, 2006; Leeth & Scott, 1989; Rivaud-Danset et al., 1998). Tudi banke bodo taka podjetja lažje financirala, saj je tveganje nevrčila posojila poplačano z zastavno pravico na premoženju, kar zmanjšuje moralni hazard (Jimenez et al., 2006). Za banke so posledično naložbe v podjetja, ki posedujejo več zastavnega premoženja, manj tvegane (Coleman & Cohn, 2000; Oguz, 1997). Nasprotno pa rezultati kažejo neznačilno povezavo med posojili, odobrenimi pri dobaviteljih, in deležem opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih. Tudi ta rezultat je razumljiv, saj dobavitelji običajno ne zahtevajo zastave premoženja pri odobravanju odlogov plačil. Kvečjemu bi za dobavitelje predstavljale zaloge potencialno poplačilo posojil, saj lahko dobavitelj ob neplačilu obveznosti s strani podjetja zahteva dobavljen material, surovine ali blago nazaj. Petersen in Rajan (1997, str. 22) pa pri tem poudarjata, da je pomembno, v kakšni obliki so zaloge. Za dobavitelje je namreč ugodnejše, če so zaloge v takšni obliki, kot jih je dobavil podjetju, saj jih lahko dobavitelj lažje proda naprej, kot če jih je podjetje predelalo v nedokončane ali že dokončane proizvode. Delež opredmetenih osnovnih sredstev v sredstvih ima tudi največji vpliv na dolgoročna posojila. Ta rezultat je skladen z mojimi pričakovanji, saj so dolgoročna posojila večinoma povezana z zahtevo po zavarovanju posojila z nepremičnino (stavbe, zemljišča), medtem ko se pri kratkoročnih posojilih ne zahteva zastava premoženja. Dodatno pa so kratkoročna posojila povezana s potrebami po financiranju obratnega premoženja (terjatev do kupcev in večjih količin nabav) ter s premoščanjem kratkoročnih likvidnostnih težav, zato niso neposredno povezana z opredmetenimi osnovnimi sredstvi in je neznačilna povezava povsem utemeljena.

Tudi **čisti denarni tok** se je izkazal za zelo pomemben dejavnik financiranja majhnih podjetij in je bil po pričakovanjih statistično negativen. To pomeni, da se podjetja z večjim obsegom znotraj podjetja generiranih virov za financiranje poslovanja manj zadolžujejo. Denarni tok jim omogoča sprotno financiranje investicij v osnovna sredstva ali pa na primer obveznosti do dobaviteljev in zato majhna podjetja nimajo potrebe po pogajanju za daljše plačilne roke za dobavljeno blago. Podjetja z večjim obsegom denarnega toka, ki bi se vseeno odločila za zadolževanje pri zunanjih virih, bodo lažje odplačevala svoje obveznosti. Po drugi strani pa bodo tudi posojilodajalci bolj pripravljeni financirati taka podjetja. Rezultati moje študije so skladni z večino študij o vplivu denarnega toka na financiranje podjetij (e.g. Casey & Bartczak, 1985; Dietrich, 2007; Huyghebaert et al., 2007).

Najbolj pa me je presenetil statistično značilen pozitiven vpliv **čiste dobičkovnosti prihodkov** na vse odvisne spremenljivke prvega dela obeh modelov – bančna,

dobaviteljska, kratkoročna in dolgoročna posojila. Pričakovala sem namreč, da se bodo podjetja z višjim koeficientom čiste dobičkovnosti prihodkov manj zadolževala. Čista dobičkovnost prihodkov je merjena z razmerjem med čistim dobičkom oziroma čisto izgubo in celotnimi prihodki. Višje vrednosti tega kazalnika pomenijo, da podjetje posluje bolj gospodarno, saj s poslovanjem ustvari višji čisti dobiček, podjetje tudi optimira svoje poslovanje ter učinkovito organizira nabavo, proizvodnjo in prodajo. Na podlagi tega sem pričakovala, da se bodo taka podjetja manj zadolževala, saj lahko nove projekte financirajo iz zadržanih dobičkov preteklih let. Glede na to da se je vpliv denarnega toka na financiranje majhnih podjetij izkazal za negativnega, je očitno, da amortizacija, ki je zajeta v denarnem toku, igra pri majhnih podjetjih zelo pomembno vlogo. Majhna podjetja pogosto težijo k čim nižjemu izkazovanju dobička, da se izognejo večjih plačil davka od dobička. Nižji poslovni rezultat lahko majhna podjetja dosežejo tudi z visokimi stroški amortizacije, ki je lahko posledica vlaganj v osnovna sredstva. Vsa osnovna sredstva pa niso nujno potrebna za opravljanje dejavnosti podjetja, saj lahko podjetnik kupi na primer dodatne računalnike, prevozna sredstva in podobna osnovna sredstva, ki jih uporabi za osebni namen (navedeno je še posebej značilno za majhna podjetja). Amortizacija manjša poslovni rezultat tako dobrim kot slabim podjetjem, zato lahko dobro podjetje zaradi ne nujno potrebnih investicij v osnovna sredstva in posledično višje izkazane amortizacije ustvari enako raven dobička kot neko slabše podjetje, katerega nižji poslovni rezultat izvira iz drugačnih razlogov. Dobra podjetja običajno ustvarijo večji obseg prihodkov, slabša pa manjši, vendar bo kazalnik čiste dobičkovnosti prihodkov pri manjših prihodkih (v primeru, da imajo podjetja nizek dobiček) posledično višji (prihodek je v imenovalcu kazalnika). Na podlagi tega lahko sklepam, da je do nesprejetja hipotez H13a, H13b, H13c in H13d prišlo, ker majhna podjetja skrivajo dobiček na način, da si povečujejo stroške, ki se odražajo v višjih zneskih amortizacije. Obravnavani kazalnik posledično ni najbolj primeren, saj se bodo slabša podjetja še vedno več zadolževala, ker bodo ob enakem dobičku, kot ga imajo dobra podjetja, ustvarila manjše obsege prihodkov. Pri uporabi tega kazalnika je torej potrebna previdnost in upoštevanje tudi drugih kazalnikov, splošnega stanja podjetja in okoliščin, ki so privedle do doseženih vrednosti posameznih kategorij, ki sestavljajo ta kazalnik.

Preverjala sem tudi vpliv **koeficienta dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog** ter **pospešenega koeficienta** na način in ročnost financiranja. Oba koeficienta skupaj zavzemata vse postavke iz bilance stanje - koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog zavzema dolgoročen del aktive in pasive ter najmanj likviden del aktive (t.j. zaloge), medtem ko pospešeni koeficient zavzema kratkoročne obveznosti in preostala kratkoročna sredstva brez zalog. Oba koeficienta torej delujeta v isti smeri glede zadolževanja – višje vrednosti koeficientov pomenijo manjše potrebe po zadolževanju. V primeru koeficienta dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog bo v skrajnem primeru podjetje z dolgoročnimi viri financiralo tudi kratkoročna sredstva, v primeru pospešenega koeficienta pa bo podjetje v skrajnem in zgolj teoretičnem primeru financiralo tudi vse dolgoročno premoženje. Rezultati so hipoteze tudi potrdili. Pospešeni koeficient je

bil statistično značilno negativen pri vseh štirih tipih zadolževanja, koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog pa je bil negativno značilen pri dobaviteljskih in kratkoročnih posojilih.

Kot zadnjo statistično značilno determinanto zadolževanja majhnih podjetij navajam še **pravno-organizacijsko obliko** družbe. Rezultati so pokazali, da se samostojni podjetniki manj zadolžujejo pri bankah ter na dolgi in kratki rok. Razlago lahko poiščem v dejstvu, da samostojni podjetniki težje signalizirajo kredibilnost in resnost pri posojilodajalcih. Če torej samostojni podjetnik potrebuje zunanje finančne vire, predlagam, da se preoblikuje v eno od oblik gospodarskih družb, na primer v družbo z omejeno odgovornostjo, saj bo tako pridobilo podjetje več možnosti odobritve posojila. Preoblikovanje samostojnega podjetnika v eno od oblik kapitalskih družb, to je d.o.o., d.d. ali k.d.d. ureja ZGD-1 v določbah od 667. do 673. člena. Novoustanovljena družba je pravni naslednik vseh pravnih razmerij samostojnega podjetnika. **Starost podjetja** je imela kljub značilnemu vplivu na financiranje majhnih podjetij iz tujih študij (Cavalluzzo & Cavalluzzo, 1998; Coleman & Cohn, 2000; Petersen & Rajan, 1995; Severin et al., 2004) neznačilen vpliv na financiranje majhnih slovenskih podjetij.

V drugem delu predlaganih modelov sem analizirala vpliv bančnih, dobaviteljskih, kratkoročnih in dolgoročnih posojil na **inovativnost majhnih podjetij z vidika produktnih inovacij in organizacijskih sprememb** ter na **rast majhnih podjetij z vidika rasti celotnih sredstev in rasti prihodkov od prodaje**. Financiranje pri dobaviteljskih in na kratki rok izrazito pozitivno vplivata na produktne inovacije in organizacijske spremembe, medtem ko dolgoročna posojila vplivajo predvsem na organizacijske spremembe, saj je bila pri produktnih inovacijah povezava statistično značilna le pri 10% stopnji značilnosti. Pozitiven vpliv financiranja na inovativnost majhnih podjetij tako pomeni, da bodo podjetja z večjim obsegom dobaviteljskih posojil in kratkoročnih ter tudi dolgoročnih posojil bolj dejavna na področju produktnih inovacij, saj bodo namenila več sredstev za raziskave in razvoj, na trg bodo vpeljala več novih proizvodov in storitev, pridobivala več patentov, razvijala ključne inovacije, vstopala na nove trge in odkrila več tržnih niš. Poleg tega bodo z večjim obsegom posojil lahko v večji meri izvajala organizacijske spremembe – ustanavljala bodo nova podjetja in opuščala neprofitne poslovne enote ter bodo v večjem obsegu financirala začetne podjetniške aktivnosti. Na podlagi rezultatov zato predlagam, da se podjetja, ki težijo k produktnim inovacijam in organizacijskim spremembam, v večji meri zadolžujejo (predvsem pri dobaviteljskih in na kratki rok). Za organizacijske spremembe, ki zahtevajo daljšo dobo vpeljave, pa priporočam, da se podjetja tudi dolgoročno zadolžujejo. Podjetja, ki želijo rasti ter tako povečati obseg celotnih sredstev in ustvariti večji obseg poslovanja, merjen s prihodki od prodaje, potrebujejo večji obseg finančnih virov. Pozitiven vpliv bančnih in dobaviteljskih posojil ter kratkoročnih in dolgoročnih posojil na rast celotnih sredstev in rast prihodkov od prodaje pa nakazuje na to, da lahko podjetja svojo rast financirajo tudi s predlaganimi tipi financiranja.

Omejitve in priporočila za nadaljnje raziskovalno delo

Raziskava, ki sem jo izvedla v okviru mojega diplomskega dela, ima kot vsaka druga raziskava določene omejitve. Prva omejitev se nanaša na model, ki ni vseobsegajoč. Upoštevala sem namreč samo nekatere značilnosti podjetja in podjetnika in ne vseh, ki bi bile možne, saj ni bilo na voljo dovolj podatkov. Predvsem niso zajete nekatere bolj mehke značilnosti podjetja povezane s kulturo in klimo v podjetju, ki bi jih bilo možno zajeti le s kvalitativnimi študijami primerov ali prilagojenimi vprašalniki tej tematiki.

Naslednja omejitev izhaja iz podatkov, ki niso bili zbrani posebej za namen moje raziskave, ampak so del obsežnejše mentorjeve raziskave, kar pomeni, da je raziskava omejena glede poglobitve v zeleno smer. Za odgovore na vprašanja, ki so po raziskavi ostala odprta, bi v prihodnje morali izvesti raziskavo, s katero bi zbrali podatke posebej za ta namen.

Kljub temu da je bila študija izvedena na vzorcu majhnih podjetij, kar predstavlja nadaljnjo omejitev, so lahko po drugi strani nekatere ugotovitve raziskave tudi univerzalne, zato bi jih bilo potrebno v prihodnjih raziskavah preveriti tudi na srednjih in velikih podjetjih.

Preučevana strukturna modela dodatno ne vključujeta dejavnikov na makro nivoju, ki prav tako vplivajo na financiranje majhnih podjetij. Kljub zavedanju o tej omejitvi v raziskavo teh dejavnikov ni bilo mogoče vključiti, ker podatki niso bili dostopni. Vzorec, na podlagi katerega sem izvedla raziskavo, sestavljajo le majhna slovenska podjetja, zato bi bilo zanimivo preverjanje vpliva značilnosti podjetja in podjetnika na način in ročnost financiranja majhnih podjetij tudi v kateri drugi evropski državi in v ZDA. Poleg tega vključuje vzorec le podjetja iz predelovalne (D) dejavnosti, zato bi bilo ponovno zanimivo izvesti študijo o vplivu značilnosti podjetja in podjetnika na način in ročnost financiranja majhnih podjetij tudi v drugih dejavnostih.

Omejitev predstavlja tudi dejstvo, da temelji raziskava na presečnih podatkih, s katerimi kljub predpostavljeni vzročnosti med spremenljivkami na podlagi temeljitega pregleda literature, ne morem dokazati vzročnosti, temveč lahko le potrdim predpostavljene hipoteze (Kline, 2005). Zato ne izključujem možnosti, da vzročnost dejansko poteka v nasprotni smeri. Smer vzročnosti je mogoče določiti z longitudinalno študijo, kar predstavlja dodatno priložnost za nadaljnje raziskave.

Glede na to da se je koeficient čiste dobičkovnosti prihodkov v nasprotju z mojimi pričakovanji izkazal za statistično značilno negativnega, predlagam, da se to področje še dodatno razišče in se poda dodatne razloge za tak rezultat.

Menim, da je kljub navedenim omejitvam raziskave izbrana metodologija primerna za dosego ciljev diplomskega dela.

LITERATURA IN VIRI

1. Aaronson, D., Bostic, R. W., Huck, P. & Townsend, R. (2004). Supplier relationships and small business use of trade credit. *Journal of Urban Economics*, 55 (1), 46-67.
2. Abdel-Khalik, A. R. (1973). The effect of aggregating accounting reports on the quality of the lending decision: an empirical investigation. *Journal of Accounting Research*, 11 (3), 104-138.
3. Allen, W. D. (2000). Social networks and self-employment. *Journal of Socio-Economics*, 29 (5), 487-501.
4. Almeida, H. & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20 (5), 1429-1460.
5. Almus, M. & Nerlinger, E. A. (1999). Growth of new technology-based firms: which factors matter? *Small Business Economics*, 13 (2), 141-154.
6. Anandarajan, A., Chin, C.-L., Chi, H.-Y. & Lee, P. (2007). The effect of innovative activity on firm performance: the experience of Taiwan. *Advances in Accounting*, 23 (1), 1-30.
7. Antončič, B., Prodan, I., Hisrich, R. D. & Scarlat, C. (2007). Technological innovativeness and firm performance in Slovenia and Romania. *Post-Communist Economies*, 19 (3), 281-298.
8. Astebro, T. & Bernhardt, I. (2003). Start-up financing, owner characteristics, and survival. *Journal of Economics and Business*, 55 (4), 303-319.
9. Avery, R. B., Bostic, R. W. & Samolyk, K. A. (1998). The role of personal wealth in small business finance. *Journal of Banking & Finance*, 22 (6-8), 1019-1061.
10. Ayyagari, M., Beck, T. & Demirguc-Kunt, A. (2007). Small and medium enterprises across the globe. *Small Business Economics*, 29 (4), 415-434.
11. Baldwin, J. R., Gellatly, G. & Gaudreault, V. (2002). *Financing innovation in new small firms: new evidence from Canada*. Ottawa: Statistics Canada.
12. Bardos, M., Planes, B., Avouyi-Dovi, S. & Sevestre, P. (2002). *Financing innovative industrial firms: risk and financial constraints*. Paris: Banque de France Bulletin Digest.
13. Barney, J. (2001). Resource-based theories of competitive advantage: a ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal of Management*, 27 (6), 643-650.
14. Barney, J., Wright, M. & Ketchen, D. J. (2001). The resource-based view of the firm: ten years after 1991. *Journal of Management*, 27 (6), 625-641.
15. Bates, T. (1990). Entrepreneur human capital inputs and small business longevity. *Review of Economics & Statistics*, 72 (4), 551-559.
16. Batstone, S. (1993). *The legal status of smaller firms: an agency approach with application to business service firms in the UK*. Warwick: University of Warwick.
17. Baum, R. J. & Locke, E. A. (2004). The relationship of entrepreneurial traits, skill, and motivation to subsequent venture growth. *Journal of Applied Psychology*, 89 (4), 587-598.

18. Beck, T. & Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, 30 (11), 2931-2943.
19. Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L. & Maksimovic, V. (2006). The determinants of financing obstacles. *Journal of International Money and Finance*, 25 (6), 932-952.
20. Beck, T., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2004). *Financing patterns around the world: are small firms different?* Washington: World Bank.
21. Beck, T., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to firm growth: does size matter? *The Journal of Finance*, 60 (1), 137-177.
22. Beck, T., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2006). The influence of financial and legal institutions on firm size. *Journal of Banking & Finance*, 30 (11), 2995-3015.
23. Bentler, P. M. (1990). Comparative fit indexes in structural models. *Psychological Bulletin*, 107 (2), 238-246.
24. Bentler, P. M. (2006). *EQS 6 structural equations program manual*. Encino: Multivariate Software, Inc.
25. Bentler, P. M. & Bonett, D. G. (1980). Significance tests and goodness of fit in the analysis of covariance structures. *Psychological Bulletin*, 88 (3), 588-606.
26. Bergant, Ž. (2000). Izrazna moč kratkoročnega koeficienta. *Bančni vestnik*, 49 (7-8), 13-17.
27. Berger, A. N. & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22 (6-8), 613-673.
28. Berger, A. N. & Udell, G. F. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking & Finance*, 30 (11), 2945-2966.
29. Biais, B. & Gollier, C. (1997). Trade credit and credit rationing. *Review of Financial Studies*, 10 (4), 903-957.
30. Breckler, S. J. (1990). Applications of covariance structure modeling in psychology. *Psychological Bulletin*, 107 (2), 260-273.
31. Brockhaus, R. H. & Horwitz, P. S. (1986). *The psychology of the entrepreneur*. Cambridge, Massachusetts: Ballinger Publishing Company.
32. Browne, M. W. & Cudeck, R. (1992). Alternative ways of assessing model fit. *Sociological Methods Research*, 21 (2), 230-258.
33. Burns, P. & Dewhurst, J. (1996). *Small business and entrepreneurship*. London: Macmillan Press Ltd.
34. Byrne, B. M. (2006). *Structural equation modeling with EQS: basic concepts, applications, and programming*. (2nd ed.) Mahwah (N.J.): Lawrence Erlbaum Associates.
35. Campello, M. (2006). Debt financing: does it boost or hurt firm performance in product markets? *Journal of Financial Economics*, 82 (1), 135-172.
36. Carmines, E. G. & Zeller, R. A. (1979). *Reliability and validity assessment*. Iowa: Sage Publications.

37. Carpenter, R. E. & Petersen, B. C. (2002). Is the growth of small firms constrained by internal finance? *Review of Economics & Statistics*, 84 (2), 298-309.
38. Casey, C. (1980). The usefulness of accounting ratios for subjects' predictions of corporate failure: replication and extensions. *Journal of Accounting Research*, 18 (2), 603-613.
39. Casey, C. & Bartczak, N. (1985). Using operating cash flow data to predict financial distress: some extensions. *Journal of Accounting Research*, 23 (1), 384-401.
40. Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19 (2), 261-283.
41. Cavalluzzo, K. S. & Cavalluzzo, L. C. (1998). Market structure and discrimination: the case of small businesses. *Journal of Money, Credit & Banking*, 30 (4), 771-792.
42. Cavalluzzo, K. S., Cavalluzzo, L. C. & Wolken, J. D. (2002). Competition, small business financing, and discrimination: evidence from a new survey. *Journal of Business*, 75 (4), 641-679.
43. Channon, G., Edwards, A. & James, S. (2001). *The economic, legal and taxation effects of disincorporation*. Exeter: University of Exeter.
44. Chawla, S. K., Hazeldine, M. F., Jackson, R. E. & Lawrence, R. J. (2007). Small business critical success factors and the legal form of the firm. *Journal of Business and Entrepreneurship*, 19 (2).
45. Chen, C. C., Greene, P. G. & Crick, A. (1998). Does entrepreneurial self-efficacy distinguish entrepreneurs from managers? *Journal of Business Venturing*, 13 (4), 295-316.
46. Chittenden, F. & Bragg, R. (1997). Trade credit, cash-flow and SMEs in the UK, Germany and France. *International Small Business Journal*, 16 (1), 22-36.
47. Chittenden, F., Hall, G. & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*, 8 (1), 59-67.
48. Cho, H.-J. & Pucik, V. (2005). Relationship between innovativeness, quality, growth, profitability, and market value. *Strategic Management Journal*, 26 (6), 555-575.
49. Cole, R. A. (2008). *Who needs credit and who gets credit? Evidence from the surveys of small business finances*. Washington: World Bank.
50. Coleman, S. (2000). Access to capital and terms of credit: a comparison of men- and women-owned small businesses. *Journal of Small Business Management*, 38 (3), 37-52.
51. Coleman, S. & Cohn, R. (2000). Small firms' use of financial leverage: evidence from the 1993 national survey of small business finances. *Journal of Business and Entrepreneurship*, 12 (3), 87-130.
52. *Committee on the financing of industrial innovation: final report*. (1991). Ottawa: National Advisory Board on Science and Technology.
53. Craig, C. S. & Douglas, S. (2005). *International marketing research*. (3rd ed.) Chichester: John Wiley.

54. Cronbach, L. J. (1951). Coefficient alpha and the internal structure of tests. *Psychometrika*, 16 (3), 297-334.
55. Cunat, V. (2007). Trade credit: suppliers as debt collectors and insurance providers. *The Review of Financial Studies*, 20 (2), 491-527.
56. Davies, L. G., Newman, D. L. & Osteryoung, J. S. (1997). *Small firm finance*. Forth Worth (TX): The Dryden Press Harcourt Brace College Publisher.
57. Davila, A., Foster, G. & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18 (6), 689-708.
58. de Blasio, G. (2005). Does trade credit substitute bank credit? Evidence from firm-level data. *Economic Notes*, 34 (1), 85-112.
59. Delmas, M. A. (2002). Innovating against European rigidities: institutional environment and dynamic capabilities. *The Journal of High Technology Management Research*, 13 (1), 19-43.
60. Der, G. & Everitt, B. (2002). *A handbook of statistical analyses using SAS*. Boca Raton: Chapman & Hall/CRC, cop.
61. Deshpande, R., Farley, J. U. & Webster, F. E. (1993). Corporate culture, customer orientation, and innovativeness in Japanese firms: a quadrad analysis. *Journal of Marketing*, 57 (1), 23-47.
62. Dietrich, D. (2007). Asset tangibility and capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 13 (5), 995-1007.
63. Djankov, S., La Porta, R., Lopez de Silanes, F. & Shleifer, A. (2001). *The regulation of entry*. London: Centre of Economic Policy Research.
64. *Dopolnjen program ukrepov za spodbujanje podjetništva in konkurenčnosti za obdobje 2007 – 2013*. (2007). Ljubljana: Ministrstvo za gospodarstvo RS.
65. Ebben, J. & Johnson, A. (2006). Bootstrapping in small firms: an empirical analysis of change over time. *Journal of Business Venturing*, 21 (6), 851-865.
66. Elliehausen, G. E. & Wolken, J. D. (1993). *The demand for trade credit: an investigation of motives for trade credit use by small businesses*. Washington.
67. Ferligoj, A., Leskošek, K. & Kogovšek, T. (1995). *Zanesljivost in veljavnost merjenja*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
68. Floyd, F. J. & Widaman, K. F. (1995). Factor analysis in the development and refinement of clinical assessment instruments. *Psychological Assessment*, 7 (3), 286-299.
69. Freedman, J. (2000). Limited liability: large company theory and small firms. *Modern Law Review*, 63 (3), 317-354.
70. Freedman, J. & Godwin, M. (1992). *Legal form, tax and the micro business*. London: Paul Chapman Publishing.
71. Galbreath, J. (2005). Which resources matter the most to firm success? An exploratory study of resource-based theory. *Technovation*, 25 (9), 979-987.
72. Galia, F. & Legros, D. (2004). Complementarities between obstacles to innovation: evidence from France. *Research Policy*, 33 (8), 1185-1199.

73. Garcia-Appendini, E. (2007). *Soft information in small business lending*. Prispevek predstavljen na konferenci EFA 2007. Najdeno 12. maja 2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=968178.
74. García-Appendini, E. (2008). *Financing small firms: relationships between bank loans and trade credit*. Prispevek predstavljen na konferenci CREDIT 2008. Najdeno 7. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.econ.upf.es/eng/graduates/gpem/jmwps/ab-garcia.pdf>.
75. Gatewood, E. J., Shaver, K. G. & Gartner, W. B. (1995). A longitudinal study of cognitive factors influencing start-up behaviors and success at venture creation. *Journal of Business Venturing*, 10 (5), 371-391.
76. Glas, M. & Drnovšek, M. (2003). Small business in Slovenia: expectations and accomplishments. V D. A. Kirby & A. Watson (ur.), *Small firms and economic development in developed and transition economies* (str. 131-151). Aldershot; Burlington (USA): Ashgate.
77. Gombola, M. J. & Ketz, J. E. (1983). A note on cash flow and classification patterns of financial ratios. *Accounting Review*, 58 (1), 105-114.
78. Granovetter, M. S. (1973). The strength of weak ties. *American Journal of Sociology*, 78 (6), 1360-1380.
79. Greve, A. & Salaff, J. W. (2003). Social networks and entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28 (1), 1-22.
80. *GVIN razlaga kazalnikov*. (2008). GVIN.com. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/FinancniPodatki/GvaopPomoc.aspx?Gvaop=433v>.
81. Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L. & Black, W. C. (1998). *Multivariate data analysis* (5th ed.) Upper Saddle River (N.J.): Prentice-Hall.
82. Hallberg, K. (2000). *A market-oriented strategy for small and medium scale enterprises*. Washington: International Finance Corporation.
83. Haynes, G. W. & Haynes, D. C. (1999). The debt structure of small businesses owned by women in 1987 and 1993. *Journal of Small Business Management*, 37 (2), 1-19.
84. Herrera, A. M. & Minetti, R. (2007). Informed finance and technological change: evidence from credit relationships. *Journal of Financial Economics*, 83 (1), 223-269.
85. Heyman, D., Deloof, M. & Ooghe, H. (2008). The financial structure of private held Belgian firms. *Small Business Economics*, 30 (3), 301-313.
86. Hieng, R. et al. (2007). *Slovenski računovodski standardi, gradivo za izobraževanje, predmet računovodstvo*.
87. Hoang, H. & Antončič, B. (2003). Network-based research in entrepreneurship: a critical review. *Journal of Business Venturing*, 18 (2), 165-187.
88. Houghton, K. A. (1984). Accounting data and the prediction of business failure: the setting of priors and the age of data. *Journal of Accounting Research*, 22 (1), 361-368.
89. Hu, L. & Bentler, P. M. (1999). Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: conventional criteria versus new alternatives. *Structural Equation Modeling*, 6 (1), 1-55.

90. Hult, G. T. M., Hurley, R. F. & Knight, G. A. (2004). Innovativeness: its antecedents and impact on business performance. *Industrial Marketing Management*, 33 (5), 429-438.
91. Hutchinson, R. W. (1995). The capital structure and investment decisions of the small owner-managed firm: some exploratory issues. *Small Business Economics*, 7 (3), 231-239.
92. Huyghebaert, N., Van de Gucht, L. & Van Hulle, C. (2007). The choice between bank debt and trade credit in business start-ups. *Small Business Economics*, 29 (4), 435-452.
93. Hyytinen, A. & Vaananen, L. (2006). Where do financial constraints originate from? An empirical analysis of adverse selection and moral hazard in capital markets. *Small Business Economics*, 27 (4), 323-348.
94. *Izbira ustrezne pravno-organizacijske oblike družbe.* (2007). Gospodarska zbornica Slovenije. Najdeno 25. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.gzs.si/slo/storitve/poslovne_informacije/pravna_podrocja_in_predpisi/statusno_pravo/izbira_ustrezne_pravno_organizacijske_oblike_druzbe.
95. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
96. Jimenez, G., Salas, V. & Saurina, J. (2006). Determinants of collateral. *Journal of Financial Economics*, 81 (2), 255-281.
97. Jo, H. & Lee, J. (1996). The relationship between an entrepreneur's background and performance in a new venture. *Technovation*, 16 (4), 161-171.
98. Jordan, J., Lowe, J. & Taylor, P. (1998). Strategy and financial policy in UK small firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 (1/2), 1-27.
99. Kennedy, H. A. (1975). A behavioral study of the usefulness of four financial ratios. *Journal of Accounting Research*, 13 (1), 97-116.
100. Ketz, J. E. (1978). The effect of general price-level adjustments on the predictive ability of financial ratios. *Journal of Accounting Research*, 16 (Suppl.), 273-284.
101. *Key contributions of women-led businesses.* (2007). Washington: National Women's Business Council.
102. Kline, R. B. (2005). *Principles and practice of structural equation modeling: methodology in the social sciences.* (2nd ed.) New York: Guilford Press.
103. Kraljič, P. (2008, 09. maj). Tečemo kot Ljubljana, morali bi kot Soča. *Primorske novice*, str. 14-15,
104. Lechner, C., Dowling, M. & Welp, I. (2006). Firm networks and firm development: the role of the relational mix. *Journal of Business Venturing*, 21 (4), 514-540.
105. Leeth, J. D. & Scott, J. A. (1989). The incidence of secured debt: evidence from the small business community. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 24 (3), 379-394.
106. Libby, R. (1975). Accounting ratios and the prediction of failure: some behavioral evidence. *Journal of Accounting Research*, 13 (1), 150-161.

107. Lucking, B. (2004). *International comparisons of the third Community Innovation Survey (CIS3)*. London: Department of Trade and Industry.
108. MacCallum, R. C., Browne, M. W. & Sugawara, H. M. (1996). Power analysis and determination of sample size for covariance structure modeling. *Psychological Methods*, 1 (2), 130-149.
109. Mansury, M. A. & Love, J. H. (2008). Innovation, productivity and growth in US business services: a firm-level analysis. *Technovation*, 28 (1-2), 52-62.
110. Marc, U. (2005). *Velikost in produktivnost v tranziciji: empirična analiza slovenske trgovske panoge* [diplomsko delo]. Ekonomska fakulteta, Ljubljana.
111. Mendonca, J. S. d. L. (2004). *Determinants of innovation in the Portuguese chemical Industry*. Lisboa: Instituto superior tecnico.
112. Mensah, Y. M. (1984). An examination of the stationarity of multivariate bankruptcy prediction models: a methodological study. *Journal of Accounting Research*, 22 (1), 380-395.
113. Michaelas, N., Chittenden, F. & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12 (2), 113-130.
114. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
115. Mohnen, P. & Röller, L.-H. (2005). Complementarities in innovation policy. *European Economic Review*, 49 (6), 1431-1450.
116. Mohnen, P. & Rosa, J. (1999). *Barriers to innovation in services industries in Canada*. Ottawa: Statistics Canada.
117. Mone, M. A., McKinley, W. & Barker III, V. L. (1998). Organizational decline and innovation: a contingency framework. *Academy of Management Review*, 23 (1), 115-132.
118. Morris, J. R. (1976). On corporate debt maturity strategies. *Journal of Finance*, 31 (1), 29-37.
119. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
120. Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147-175.
121. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.
122. Neter, J. & Wasserman, W. (1983). *Applied linear regression models*. Homewood: Irwin.
123. Nicolaou, N. & Birley, S. (2003a). Academic networks in a trichotomous categorisation of university spinouts. *Journal of Business Venturing*, 18 (3), 333-359.
124. Nicolaou, N. & Birley, S. (2003b). Social networks in organizational emergence: the university spinout phenomenon. *Management Science*, 49 (12), 1702-1725.
125. Oguz, G. (1997). Book review: finance and the small firm. *Small Business Economics*, 9 (6), 539-541.

126. Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18 (1), 109-131.
127. Ozgen, E. (2003). *Entrepreneurial opportunity recognition: information flow, social and cognitive perspectives*. New York: Rensselaer Polytechnic Institute.
128. Ozgen, E. & Baron, R. A. (2007). Social sources of information in opportunity recognition: effects of mentors, industry networks, and professional forums. *Journal of Business Venturing*, 22 (2), 174-192.
129. Patterson, M. L. (1998). From experience: linking product innovation to business growth. *Journal of Product Innovation Management*, 15 (5), 390-402.
130. Pedhasur, E. J. & Schmelkin Pedhazur, L. (1991). *Measurement, design, and analysis: an integrated approach*. Hillsdale: Lawrence Erlbaum Associates.
131. Peteraf, M. A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. *Strategic Management Journal*, 14 (3), 179-191.
132. Petersen, M. A. & Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: evidence from small business data. *Journal of Finance*, 49 (1), 3-37.
133. Petersen, M. A. & Rajan, R. G. (1995). The effect of credit market competition on lending relationships. *Quarterly Journal of Economics*, 110 (2), 407-443.
134. Petersen, M. A. & Rajan, R. G. (1997). Trade credit: theories and evidence. *Review of Financial Studies*, 10 (3), 661-691.
135. Pfajfar, L. (1998). *Ekonometrija - zapiski predavanj*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
136. *Pojasnila za gospodarske družbe, zadruge in podjetnike*. (2006). Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. Najdeno 01. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/fipo/Pojasnila_za_gd_2006.asp.
137. *Policy and progress: supporting the growth of women's business enterprise*. (2004). Washington: National Women's Business Council.
138. Prodan, I. (2007). *Technological entrepreneurship: technology transfer from academia to new firms* [doctoral dissertation]. Ekonomska fakulteta, Ljubljana.
139. Rangan Insead, S. (2000). The problem of search and deliberation in economic action: when social networks really matter. *Academy of Management Review*, 25 (4), 813-828.
140. Rivaud-Danset, D., Dubocage, E. & Salais, R. (1998). *Comparison between the financial structure of SME versus large enterprise using the BACH data base*. Cachan: Institutions et Dynamiques Historiques de l' Economie.
141. Roberts, E. B. (1991). *Entrepreneurs in high technology: lessons from MIT and beyond*. New York: Oxford University Press.
142. Rudež, M. (2002). *Ocenjevanje bonitete podjetij kot komitentov poslovne banke v primeru povezanih oseb* [magistrsko delo]. Ekonomska fakulteta, Ljubljana.
143. Scherr, F. C., Sugrue, T. F. & Ward, J. B. (1993). Financing the small firm startup: determinants for debt use. *Journal of small business finance*, 3 (1), 17-36.
144. Schiffer, M. & Weder, B. (2001). *Firm size and the business environment: worldwide survey results*. Washington: International Finance Corporation.

145. Scholtens, B. (1999). Analytical issues in external financing alternatives for SBEs. *Small Business Economics*, 12 (2), 137-148.
146. Severin, E., Alphonse, P. & Ducret, J. (2004). *When trade credit facilitates access to bank finance: evidence from US small business data*. Basel: European Financial Management Association.
147. Shane Scott, A. (2002). Executive forum: university technology transfer to entrepreneurial companies. *Journal of Business Venturing*, 17 (6), 537-552.
148. Sharma, S. (1995). *Applied multivariate techniques*. New York: John Wiley & Sons.
149. Shyam-Sunder, L. & Myers, C. S. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51 (2), 219-244.
150. Singh, R. P. (1998). *Entrepreneurial opportunity recognition through social networks*. Illinois: University of Illinois at Chicago.
151. Slovenski računovodski standard. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 118/2005, 27. december 2005).
152. Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71 (3), 393-410.
153. Storey, D. J. (1994). The role of legal status in influencing bank financing and new firm growth. *Applied Economics*, 26 (2), 129-136.
154. Storey, D. J. (2004). Racial and gender discrimination in the micro firms credit market? Evidence from Trinidad and Tobago. *Small Business Economics*, 23 (5), 401-422.
155. *The SME financing gap: Theory and evidence*. (2006). Paris: OECD Publishing.
156. Thornhill, S. (2006). Knowledge, innovation and firm performance in high- and low-technology regimes. *Journal of Business Venturing*, 21 (5), 687-703.
157. Torre, A. d. I., Martinez Peria, M. S. & Schmukler, S. L. (2008). *Bank involvement with SMEs: beyond relationship lending*. Washington: International Financial Corporatio.
158. Tucker, L. R. & Lewis, C. (1973). A reliability coefficient for maximum likelihood factor analysis. *Psychometrika*, 38 (1), 1-10.
159. Urh, P. (2001). Naj cveti tisoč agencij. *Gospodarski Vestnik* (43), 70.
160. Uzzi, B. (1999). Embeddedness in the making of financial capital: how social relations and networks benefit firms seeking financing. *American Sociological Review*, 64 (4), 481-505.
161. Vahčić, A. (1994). Podjetništvo in mala podjetja. V M. Stane (ur.), *Management* (str. 886-937). Radovljica: Didakta.
162. Van de Ven, A. H., Hudson, R. & Schroeder, D. M. (1984). Designing new business startups: entrepreneurial, organizational and ecological considerations. *Journal of Management Science*, 10 (1), 87-107.
163. van der Wijst, N. & Thurik, R. (1993). Determinants of small firm debt ratios: an analysis of retail panel data. *Small Business Economics*, 5 (1), 55-65.
164. Vos, E., Yeh, A. J.-Y., Carter, S. & Tagg, S. (2007). The happy story of small business financing. *Journal of Banking & Finance*, 31 (9), 2648-2672.

165. Walker, K. N., MacBride, A. & Vachon, M. L. S. (1977). Social support networks and the crisis of bereavement. *Social Science & Medicine*, 11 (1), 35-41.
166. Walter, A., Auer, M. & Ritter, T. (2006). The impact of network capabilities and entrepreneurial orientation on university spin-off performance. *Journal of Business Venturing*, 21 (4), 541-567.
167. Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5 (2), 171-180.
168. Wilbon, A. D. (2000). Executive technology education and firm performance. *Technology Management: Strategies and Applications*, 5 (1), 103-109.
169. Winborg, J. & Landstrom, H. (2001). Financial bootstrapping in small businesses: examining small business managers' resource acquisition behaviors. *Journal of Business Venturing*, 16 (3), 235-254.
170. Wood, R. & Bandura, A. (1989). Social cognitive theory of organizational management. *The Academy of Management Review*, 14 (3), 361-384.
171. Wu, Z., Chua, J. H. & Chrisman, J. J. (2007). Effects of family ownership and management on small business equity financing. *Journal of Business Venturing*, 22 (6), 875-895.
172. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). (2006). *Uradni list RS*. (Št. 42/2006, 19. april 2006).
173. Zhao, H., Seibert, S. E. & Hills, G. E. (2005). The mediating role of self-efficacy in the development of entrepreneurial intentions. *Journal of Applied Psychology*, 90 (6), 1265-1272.
174. Zimmer, I. A. N. (1980). A lens study of the prediction of corporate failure by bank loan officers. *Journal of Accounting Research*, 18 (2), 629-636.
175. Žnidar, T. (2003). *Viri financiranja malih podjetij v Sloveniji* [magistrsko delo]. Ekonomska fakulteta, Ljubljana.

PRILOGA: SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC

AOP001	Sredstva
AOP002	Dolgoročna sredstva
AOP010	Opredmetena osnovna sredstva
AOP032	Zaloge
AOP034	Kratkoročna sredstva
AOP056	Kapital
AOP072	Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitev
AOP075	Dolgoročne obveznosti
AOP078	Dolgoročne finančne obveznosti do bank
AOP082	Dolgoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev
AOP085	Kratkoročne obveznosti
AOP089	Kratkoročne finančne obveznosti do bank
AOP093	Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev
AOP126	Kosmati donos iz poslovanja
AOP153	Finančni prihodki
AOP178	Drugi prihodki
AOP186-AOP187	Čisti dobiček ali čista izguba
BAN_P	Bančna posojila
BDP	Bruto domači proizvod
CFI	Comparative fix index (kazalnik parsimoničnosti)
CIS	Community Innovation Survey (raziskava o inovacijski dejavnosti)
D.D.	Delniška družba
D.N.O.	Družba z neomejeno odgovornostjo
D.O.O.	Družba z omejeno odgovornostjo
DOB_P	Dobaviteljska posojila
DR_P	Dolgoročna posojila
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Evropska banka za obnovo in razvoj)
EIB	European Investment Bank (Evropska investicijska banka)
ERLS	Elliptical reweighted least square (metoda eliptično tehtanih najmanjših kvadratov)
EU	Evropska unija

EU-19	Vse članice Evropske unije do 1. maja 2004 (Avstrija, Belgija, Danska, Finska, Francija, Nemčija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Portugalska, Španija, Švedska, Velika Britanija), skupaj še z Liechtensteinom, Islandijo, Švico in Norveško
GFI	Goodness of fit index (kazalnik ujemanja)
H	Hipoteza (na primer H _{8a} pomeni hipoteza 8a)
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (Mednarodna banka za obnovo in razvoj)
IMSP	Innovative small and medium-sized enterprises (inovativna majhna in srednje velika podjetja)
IPO	Initial public offering (prva prodaja delnic)
K.D.	Komanditna družba
K.D.D.	Komanditna delniška družba
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin
KR_P	Kratkoročna posojila
MSP	Majhna in srednje velika podjetja
N	Število enot v vzorcu
NFI	Normed fit index (normiran inkrementalni kazalnik ustreznosti)
NNFI	Non-normed fit index (nenormiran inkrementalni kazalnik ustreznosti)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj)
R ²	Pojasnjena varianca
RBV	The resource-based view (na sredstvih temelječ pogled na podjetje)
RMSEA	Root mean square error of approximation (kazalnik ustreznosti)
ROI	Return on investment (donosnost investicij)
S.P.	Samostojni podjetnik
SE	Evropska delniška družba
SME	Small and medium-sized enterprises (majhna in srednje velika podjetja)
SPSS	Statistical package for the social sciences (Statistični paket za družbene vede)
SRMR	Standardized root mean square residual (kazalnik ustreznosti)

T.D.....Tiha družba
VIF.....Variančni inflacijski faktor
WB.....World Bank (Svetovna banka)
WBES.....The World Bank Environment Survey (raziskava Svetovne banke o
poslovnem okolju podjetij)
ZDA.....Združena države Amerike
ZGD.....Zakon o gospodarskih družbah