

Rafał Morawczyński

Katedra Przedsiębiorczości i Innowacji
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Kapitał ludzki przedsiębiorców jako kryterium decyzyjne w inwestycjach funduszy venture capital*

Streszczenie

Artykuł zawiera przegląd badań na temat wagi kapitału ludzkiego w ocenie przedsiębiorców przez fundusze *venture capital*. Punktem wyjścia były podstawowe teorie związane z tym zagadnieniem: teoria kapitału ludzkiego, teoria firmy oraz teoria naczelnego kierownictwa. Wskazano, jakie cechy przedsiębiorców, menedżerów i ich zespołów używane są do mierzenia jakości tego kapitału w decyzjach podejmowanych przez fundusze VC. Wskazano również uwarunkowania tej oceny, w tym cykl życia firmy, branżę, kraj i specyfikę procesu inwestycyjnego, a także związek tych charakterystyk z wynikami firm. Przedstawiono szkic ewolucji badań nad tym zagadnieniem, w tym najnowsze koncepcje związane z psychologiczną krytyką racjonalności decyzji. Artykuł dowodzi, że kapitał ludzki jest słusznie wskazywany jako jedno z najważniejszych kryteriów w decyzjach podejmowanych przez fundusze VC.

Słowa kluczowe: kapitał ludzki, przedsiębiorczość, przedsiębiorca, fundusze wysokiego ryzyka, *venture capital*.

* Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2012/05/B/HS4/04174.

1. Wprowadzenie

Jedną z największych barier rozwoju przedsiębiorczych firm jest ich utrudniony dostęp do źródeł finansowania. Tradycyjne instytucje rynku finansowego, w tym przede wszystkim banki i giełdy papierów wartościowych, nie radzą sobie z alokacją kapitału dla tego typu przedsiębiorstw. Młode, innowacyjne podmioty działają bowiem w warunkach dużej niepewności i asymetrii informacji. Ich działalność obciążona jest dużym ryzykiem, które bardzo trudno poddaje się kwantyfikacji, a przez to wycenie. Ta luka wypełniana jest przez nowe instytucje, zdolne do brania na siebie tego typu ryzyka. Taką działalnością zajmują się fundusze wysokiego ryzyka, w tym fundusze *venture capital* (dalej VC). Instytucje te wymyślono i rozwinięto początkowo w USA, a później skopiowano również w innych krajach, w tym w Polsce. Tym, co odróżnia VC od innych instytucji rynku finansowego i czyni je zdolnymi do inwestowania w firmy przedsiębiorcze, jest fakt, że specjalizują się one w ocenie wartości firm znajdujących się na wczesnym etapie rozwoju, oraz to, że stosują mechanizmy amortyzujące szczególnie wysokie ryzyko towarzyszące działalności tych podmiotów. Decyzja o podjęciu inwestycji w młode firmy obciążona jest dużym ryzykiem. Jednym z najważniejszych kryteriów decyzyjnych jest charakterystyka przedsiębiorców i menedżerów mających największy wpływ na rozwój tych firm. Związek między charakterystyką osób tworzących nowe firmy i zarządzających nimi można wywodzić z różnych teorii, w tym z teorii kapitału ludzkiego. Używanie tego pojęcia dalej w tekście nie oznacza, że to właśnie tę perspektywę przyjęto jako dominującą. Analizowany problem wykracza bowiem poza teorię ekonomii i dotyczy również zarządzania oraz teorii przedsiębiorczości. Stąd też zamiennie stosowane są pojęcia używane w podobnym kontekście w badaniach zakorzenionych w zarządzaniu (osoby zarządzające, zarządzający, zespoły zarządzające) i przedsiębiorczości (przedsiębiorcy, założyciele, zespoły założycielskie).

W tym opracowaniu zebrano wyniki wybranych badań dotyczących wpływu kapitału ludzkiego przedsiębiorczych firm na decyzje inwestycyjne VC. Celem pracy jest wskazanie, jaka jest rola tego kapitału i co wpływa na związek między jego jakością a decyzjami VC.

2. Znaczenie kapitału ludzkiego dla przedsiębiorczych firm

Związek między przedsiębiorcą a wynikami firm analizować można na gruncie wielu teorii. Najbardziej pojemna zdaje się ekonomiczna teoria kapitału ludzkiego. Pierwotna definicja stworzona przez G. Beckera określa kapitał ludzki jako umiejętności i wiedzę zdobywane przez osoby w drodze inwestycji

w edukację, szkolenia pracownicze i inne typy doświadczenia [Becker 1964]. Przekonanie o wpływie kapitału ludzkiego na wyniki spółek wywodzić można również z zasobowej teorii firmy. W tym ujęciu przewaga konkurencyjna firm tworzona jest na podstawie posiadania zasobów, które są rzadkie, cenne, trudne do imitacji i których nie da się zastąpić [Barney 1991]. Cechy przedsiębiorców mogą spełniać ten warunek. Kolejnym źródłem wiedzy na temat związku między charakterystyką wyższej kadry zarządzającej a sukcesem firm przez nią zarządzanych jest pochodząca z literatury zarządzania koncepcja znana jako teoria naczelnego kierownictwa (ang. *upper echelon theory*) [Hambrick i Mason 1984]. Przeniesienie tej koncepcji do badań przedsiębiorczości uwidoczniło, że wpływ zespołów na sukces nowych firm przekracza to, co ustalono na podstawie wcześniejszych badań w paradygmacie związku osoby i wyników przedsiębiorstw (zob. np. [Amason, Shrader i Tompson 2006]). Ten sam problem jest szeroko analizowany również w literaturze na temat przedsiębiorczości [Unger i in. 2011]. W nowo zakładanych firmach kapitał ludzki dostarczany jest bowiem szczególnie przez założycieli – przedsiębiorców. Już w pierwszych psychologicznych podejściach do przedsiębiorczości wskazywano na przedsiębiorcę i jego cechy jako główny czynnik przyczyniający się do powodzenia lub porażki firm. Mimo licznych problemów metodologicznych dzisiaj uznaje się już za udowodnione, że zarówno cechy pojedynczych przedsiębiorców, jak i specyfika zespołów wpływają na wyniki firm (metaanaliza w [Unger i in. 2011]).

3. Kryteria związane z przedsiębiorcami, zarządzającymi, zespołami przedsiębiorców i zespołami zarządzającymi w decyzjach VC

Problem kryteriów stosowanych przez VC w ocenie firm szukających kapitału badano już od lat 70. XX w., początkowo jedynie w USA. Badania te przeszły ewolucję, od metod deskryptywnych, poprzez zastosowanie metod liniowych, aż do bardziej zaawansowanych metod wielokryterialnych [Zopounidis 1994]. Proces decyzyjny VC jest skomplikowany; instytucje te, działając w bardzo nieprzejrzystym środowisku, rozwinęły jednak sposoby oceny przedstawianych im propozycji inwestycyjnych. Proces decyzyjny dzieli się na kilka etapów, a ocena propozycji odbywa się w fazie oceny wstępnej (*screening*) i szczególnie w fazie oceny właściwej (*evaluation*) [Tyejee i Bruno 1984].

Lista kryteriów używanych obecnie przez VC w procesie oceny jest bardzo długa. Kryteria klasyfikacyjne redukujące ją do mniejszej liczby czynników różnią się, lecz można je umownie przyporządkować do następujących grup: 1) przedsiębiorcy (lub zespół założycielski) i menedżerowie, 2) produkt/usługa,

3) otoczenie rynkowe, 4) spodziewany sposób wyjścia z inwestycji, 5) firma (organizacja). Podobnie np. I. MacMillan, R. Siegel i P.N. Subba Narasimha [1985] zaklasyfikowali 27 kryteriów do 6 grup: osobowość przedsiębiorcy, doświadczenie przedsiębiorcy, cechy produktu lub usługi, cechy rynku, aspekty finansowe, zespół. W długiej historii badań nad kryteriami stosowanymi przez VC przedsiębiorca od samego początku wskazywany był jako jeden z najważniejszych i często najważniejszy czynnik decydujący o akceptacji bądź odrzuceniu propozycji inwestycyjnej. Decydentom VC trudno jest oceniać tak trudne w pomiarze cechy jak osobowość przedsiębiorców, dlatego większe znaczenie mają dla nich cechy obiektywne, dające się łatwiej określić w sposób mierzalny. Stąd w badaniach można obserwować skłonność do opierania się na danych demograficznych albo innych dających się kwantyfikować cechach statystycznych.

Firmy szukające źródeł finansowania swoich projektów na ogół nie są prowadzone przez pojedynczego przedsiębiorcę. Często zostały założone przez zespół założycieli. Zarówno w USA, jak i w innych krajach firmy starające się o finansowanie VC często działają w branżach wysokich technologii, a w nich bardziej powszechne jest rozwijanie nowego przedsiębiorstwa przez grupę założycieli niż przez pojedynczą osobę. Problem zespołów założycielskich doczekał się miejsca w literaturze i badaniach testujących przewidywania teoretyczne dotyczące kryteriów decyzyjnych stosowanych przez VC. Trzeba jednak zauważyć, że w literaturze na ogół brak jest refleksji, jak na wyniki badań wpłynąć może rozróżnienie między pojedynczym przedsiębiorcą a zespołem przedsiębiorców albo między przedsiębiorcą a menedżerem czy też zespołem menedżerów. Upraszcza się więc problem i przyjmuje, że osoby, które obecnie mają największy wpływ na firmę, dodają pewną wartość dzięki posiadanemu kapitałowi ludzkiemu. Fakt ten jest też o tyle zaskakujący, że dyskusja na temat odrębności ról przedsiębiorcy i menedżera jest właśnie prowadzona na ogół przez badaczy przedsiębiorczości i wymierna jest szczególnie wartość wynikająca z poświęcenia założyciela [Gimeno i in. 1997].

T.T. Tyebjee i A.V. Bruno [1984] w swojej pionierskiej pracy na temat procesu decyzyjnego VC pokazali, że ocena kryteriów związanych z osobami zarządzającymi firmami odbywa się głównie na etapie oceny właściwej, a nie wstępnej. Używając analizy czynnikowej, wykazali, że czynniki te stanowią jeden z pięciu głównych kryteriów. W tej grupie znalazły się: umiejętności menedżerskie, marketingowe, finansowe i przedsiębiorcze. W duchu tradycyjnej teorii finansów (CAPM, [Sharpe 1964]) sprawdzili wpływ tych czynników na postrzegane ryzyko i przewidywaną stopę zwrotu. W modelu regresji czynnik „zdolności menedżerskie” miał największy (ujemny) wpływ na postrzegane ryzyko. Nie znaleziono jednak takiego wpływu w modelu stopy zwrotu, w którym z kolei najbardziej liczyła się atrakcyjność rynku. Wynika więc stąd, że charakterystyka przedsiębiorców wpływa na zmniejszenie postrzeganego ryzyka, ale nie pozwala na osza-

cowanie spodziewanej stopy zwrotu. Kwestia wpływu cech osób zarządzających na postrzegane ryzyko i stopę zwrotu dzieli menedżerów VC – brak wśród nich zgody na ten temat.

F. Eisele, Ch. Hacker i R. Oesterle [2004] w grupie sześciu czynników będących kryteriami decyzyjnymi VC trzy rezerwują dla tych, które są związane z charakterystyką ludzi: osobowość zarządzających, doświadczenie i pozostałe kryteria. Badają oni wpływ różnych kryteriów na decyzje VC w zależności od etapu rozwoju na trzech etapach cyklu życia firm ubiegających się o finansowanie: w fazie wczesnej, fazie ekspansji i fazie późnej. Choć charakterystyka zarządzających jest ważna na wszystkich etapach, najbardziej liczy się na początku. Za najważniejszą uznano osobowość zarządzających, a za mniej ważne ich doświadczenie (choć znajomość rynku jest ważna na wszystkich etapach). Kompetencje w zakresie badań i rozwoju są ważniejsze na etapie wcześniejszym. „Twarde” kompetencje – związane z marketingiem, finansami – są ważniejsze w późniejszych fazach życia firmy.

S.N. Kaplan i P. Stromberg [2004] analizowali, jak różne uwarunkowania zewnętrzne i wewnętrzne, w tym charakterystyka przedsiębiorców, wpływają na percepcję okazji inwestycyjnej, zwłaszcza na ryzyko i na kształtowanie rozwiązań kontraktualnych w umowach inwestycyjnych. Analizując dokumentację prowadzoną przez VC, w tym biznesplany i memoranda, pokazali, że charakterystyka przedsiębiorców tworzona przez menedżerów funduszy jest bardzo wszechstronna, nie ogranicza się do czynników psychospołecznych, ale sięga również po inne dane, np. opinie innych przedsiębiorców, widoczne miary doświadczenia. Czynniki te okazały się najważniejsze dla decyzji o inwestycji. Równocześnie jednak uznano je za główne źródło potencjalnego ryzyka. Autorzy wskazują, że być może VC dobrze postrzegają założyciela firmy, ale z pewnych powodów mogą mieć wątpliwości, czy uda mu się skompletować resztę zespołu. Najciekawszą część ich badania stanowi jednak udowodnienie związku cech osób zarządzających ze stosowanymi przez VC rozwiązaniami kontraktualnymi. Wyniki potwierdzają przewidywania normatywnej części teorii agencji [Eisenhardt 1989]. Większe ryzyko wynikające z pewnej charakterystyki przedsiębiorcy powoduje, że VC dążą do kompensowania go poprzez większy udział w nadzorze nad spółką i etapowe zasilanie kapitałem. Cechy przedsiębiorców nie tylko są więc ważne dla decyzji o zaangażowaniu kapitałowym, ale wpływają też na kształtowanie relacji umownych. Mechanizm ten może zatem również umożliwiać łagodzenie negatywnego wpływu niektórych charakterystyk przedsiębiorców. Na uwagę zasługuje jeszcze jedna konkluzja tego badania: cechy przedsiębiorców mogą implikować zakres późniejszej interwencji VC w zarządzanie spółkami. Uogólniając, można zatem stwierdzić, że cechy osób zarządzających firmami są ważne dla VC nie

tylko w kontekście ich pierwszorzędnej roli jako „skautów”, ale też roli dodatkowej – „trenerów”¹.

D. Muzyka, S. Birley i B. Leleux [1996] są autorami pracy, którą uznać można za jedną z najważniejszych pozycji dotyczących kryteriów decyzyjnych VC w Europie. Badanie to przeprowadzono w dziesięciu wysoko rozwiniętych krajach Europy. Czynniki związane z zarządzaniem podzielone zostały na dwie grupy: ogólne cechy zespołu oraz jego kompetencje (związane z konkretnymi funkcjami). Wszystkie pięć pozycji opisujących ogólne cechy zespołu znalazło się w rankingu na najwyższych miejscach spośród 35 wszystkich analizowanych kryteriów, przy czym umiejętności przywódcze głównego przedsiębiorcy i zespołu uznane zostały odpowiednio za najważniejsze i następne w kolejności. Na kolejnych pozycjach znalazły się: doświadczenie branżowe zespołu, historia dokonań głównego przedsiębiorcy i zespołu. Pozycje z drugiej grupy uznane zostały za mniej ważne, choć kompetencje związane z marketingiem i sprzedażą oraz organizacyjne znalazły się odpowiednio na miejscach siódmym i ósmym, ale już kompetencje finansowe dopiero na trzynastym, a produkcyjne na szesnastym. Razem więc siedem z ośmiu najważniejszych kryteriów decyzji VC w dziesięciu krajach Europy związanych było z charakterystyką przedsiębiorcy lub zespołu menedżerskiego. Autorzy nie zajmowali się potencjalnymi różnicami w zależności od kraju inwestycji, choć już wtedy (rok 1996) zauważyli, że działalność funduszy ma charakter paneuropejski.

Badanie J.S. Petty’ego i M. Grubera [2011] w USA polegało na analizie danych zgromadzonych w bazie danych funduszu, w której zapisywano notatki na temat oceny propozycji inwestycyjnej na kolejnych etapach ewaluacji. Rozróżnili oni oceny, które prowadziły do akceptacji propozycji na danym etapie (przejście do dalszej fazy oceny), od tych, które powodowały natychmiastowe zakończenie oceny (odrzućenie). Niektóre czynniki miały szczególnie duże znaczenie dla odrzucania propozycji, przy czym nie były one na ogół związane z charakterystyką kapitału ludzkiego. Były to natomiast powody rynkowe lub produktowe. Jak stwierdzają autorzy, dobry zespół mógł dawać podstawy do zainteresowania okazją inwestycyjną, nie był jednak warunkiem koniecznym. J.S. Petty i M. Gruber uważają, że zaobserwowana przez nich w warunkach realnych stosunkowo mała waga przywiązywana do kapitału ludzkiego stoi w sprzeczności z wynikami większości wcześniejszych badań opartych na danych wtórnych, w których uznano go za kryterium najważniejsze.

Ch. Beckman, M. Burton i Ch. O’Reilly [2007] badali decyzje VC w sposób pośredni. Nie pytali, jak wygląda proces decyzyjny VC, odnosząc się do decydentów, ale badali, jakie cechy zespołów założycielskich związane są z większym prawdopodobieństwem otrzymania przez nie finansowania od VC. Fakt ten

¹ Rolę „skauta” i „trenera” omówiono w dalszej części artykułu.

uznali za widoczną oznakę sukcesu firmy, obok miary alternatywnej – dokonania pierwszej oferty publicznej. Jako zmienną zależną rozważali tylko jedną z cech opisujących zespoły – ich różnorodność. Pokazali, że zespoły cechujące się większą różnorodnością funkcjonalną (a więc te, których członkowie specjalizują się w różnych funkcjach przedsiębiorstwa) mają większą szansę na przyciągnięcie VC, co nie wpływa jednak na szanse dokonania pierwszej oferty publicznej. Z kolei zespoły, w których większa różnorodność członków wynika z kapitału społecznego (są związani równocześnie z innymi firmami), nie zwiększają w ten sposób szans na pozyskanie kapitału VC, ale za to częściej wchodzi na giełdę. Wczesniejsze (a nie bieżące) związki z innymi podmiotami zwiększają jednak prawdopodobieństwo pozyskania kapitału zarówno z VC, jak i z giełdy. Okazuje się więc, że kapitał ludzki jest ważniejszy dla firm szukających finansowania prywatnego, a mniej ważny dla pozyskujących kapitał publiczny. Kapitał społeczny jest ważny dla VC, jeśli dotyczy uprzednich, a nie obecnych związków zespołu założycielskiego z innymi podmiotami.

M. Colombo i L. Grilli [2010], korzystając z włoskiej bazy danych spółek technologicznych, w tym tych, które zostały dokapitalizowane przez VC, stworzyli wyrafinowany model ekonometryczny, w którym badali związek jedynie kapitału ludzkiego z szeregiem zmiennych zależnych. Pokazali, że największy wpływ na otrzymanie kapitału od VC ma posiadanie przez członków zespołu założycielskiego wcześniejszego doświadczenia w zarządzaniu spółką co najmniej średniej wielkości. Nieco mniejszy wpływ miał średni poziom wykształcenia zespołu w zakresie ekonomii i zarządzania. Inne zmienne nie były związane z przyciągnięciem VC, w tym: średnie wykształcenie techniczne zespołu, doświadczenie techniczne lub komercyjne w mniejszych firmach, liczba założycieli. W tym badaniu wyjątkowo jasno postawiono pytanie: jakie cechy wpływają na pozyskanie kapitału od VC, jakie zaś na późniejsze wyniki spółek i czy obecność VC wpływa na te wyniki? Autorzy pokazali, że niektóre cechy kapitału ludzkiego założycieli, które mają wpływ na wzrost spółek, nie wpływają na zwiększenie szans pozyskania kapitału od VC (np. wcześniejsze doświadczenie techniczne i naukowe założycieli oraz liczba założycieli). Odwrotnie jest zaś np. w przypadku wcześniejszego doświadczenia w zarządzaniu małymi spółkami przez założycieli – ta cecha przyciąga VC, ale nie wpływa na wzrost spółek. Uogólniając, można stwierdzić, że niektóre cechy kapitału ludzkiego mają bezpośredni wpływ na wzrost firm, inne zaś oddziałują pośrednio (przyciągając VC i przez to zwiększając szanse na wzrost), ale nie bezpośrednio – brak ich związku np. ze zmianą zatrudnienia w firmach. Istnienie takiej zależności może być jednym ze sposobów wyjaśnienia wielu wątpliwości, jakie nagromadziły się wokół relacji między kapitałem ludzkim a decyzjami VC. Jak piszą autorzy, możliwe, że między cechami założycieli a rolami odgrywanymi przez VC dochodzi do interakcji i powstawania synergii.

J. Baum i B.S. Silverman [2004] pokazali, że start-upy działające w branży biotechnologicznej, które mają większe zespoły założycielskie i na których czele stoją osoby zajmujące kierownicze stanowiska również w innych, podobnych spółkach, mają większe szanse na pozyskanie kapitału z VC. Koncentracja władzy w rękach pojedynczego przedsiębiorcy będącego członkiem większego zespołu jest dla funduszy sygnałem dostępu do istotnych zasobów branżowych i pozwala przypuszczać, że osoba ta ma również większe doświadczenie w odgrywaniu różnych ról potrzebnych w szybko rozwijających się firmach. Duża liczba spółek, które wcześniej (a nie równocześnie) prowadziła osoba stojąca na szczycie start-upu, wpływa negatywnie na szanse finansowania przez VC. Może to sugerować, że osoba, która w przeszłości poniosła więcej porażek jako przedsiębiorca, ma więcej problemów z pozyskaniem finansowania VC. Szerzej zaś wiąże się to ze stygmatyzującym wpływem porażki na dalszą karierę przedsiębiorcy. Wydaje się więc, że zdolności i działania przedsiębiorcze tej osoby są ważne dla pozyskania finansowania z VC. J. Baum i B.S. Silverman, porównując wpływ na decyzje VC trzech rodzajów kapitału: ludzkiego, intelektualnego (chronionych wartości niematerialnych i prawnych) i wynikającego z aliansów z innymi podmiotami branżowymi, pokazują, że największą rolę odgrywa właśnie kapitał ludzki. Dowiedli jednak również, że choć kapitał ludzki jest najważniejszym z badanych przez nich kryteriów decyzyjnych, to jego związek z późniejszymi wynikami spółek portfelowych jest słaby.

Konkluzje badań M. Colombo i L. Grillego [2010] oraz J. Bauma i B.S. Silvermana [2004] wskazują na to, że zasadne jest wyjście poza oddzielne rozpatrywanie dwóch popularnych w literaturze związków: cechy KL → decyzja VC oraz rola VC → wyniki spółek i zamiast tego ujęcie tych problemów razem: cechy KL → decyzja VC → wyniki spółek. W tym miejscu warto wskazać dwoistość roli odgrywanej przez VC. Powszechnie wiąże się bowiem ekonomiczną funkcję VC z tym, że instytucje te oceniają i wybierają do inwestowania te projekty, które spełniają pewne kryteria. Inwestują przy tym środki pozyskane od inwestorów. Rola VC wykracza jednak poza tak zdefiniowane czyste pośrednictwo. Dodawanie wartości przez te instytucje polega bowiem również na aktywnym angażowaniu się w rozwój spółek portfelowych. Stąd w literaturze często rozróżnia się rolę skauta (*scout*) i trenera (*coach*), opierając się na metaforze sportowej, przy czym zadania związane z bezpośrednim zaangażowaniem łączy się z tym drugim typem ról [Hellmann i Puri 2002]. Role te mogą nie tylko się uzupełniać, ale również wzajemnie zastępować. Stąd często stawia się pytanie, kim VC są naprawdę – skautami, jak zakłada większość badań, czy jednak raczej trenerami? M. Colombo i Grilli [2010] wskazali, że sukces młodych firm działających w branżach wysokiej technologii zależy nie tylko od wyposażenia tych przedsiębiorstw w wysokiej jakości kapitał ludzki, ale też od możliwości uzupełniania go przez menedżerów VC. Wtedy fundusze te odgrywają role skauta i trenera równocześnie, a skutecz-

ność ich realizacji zależy od jakości cech przedsiębiorców rozwijających projekty. Mimo że kapitał ludzki spółek portfelowych VC jest dla nich jedną z najważniejszych determinant podjęcia inwestycji, trzeba pamiętać o tym, że ewentualne niedostatki w tym zakresie mogą być przez VC nadrabiane. Podjęcie inwestycji może dać im możliwość uzupełnienia braków kapitału ludzkiego dzięki polityce personalnej wspieranej, a czasem nawet wymuszanej przez VC. Dlatego instytucje te często dążą do zatrudniania nowych specjalistów na stanowiskach menedżerskich. Nie jest również rzadkością, że VC wypierają ze spółek założycieli. Przytoczyć można w tym kontekście wymuszenie odejścia Steve'a Jobsa z firmy Apple w pierwszym okresie jego związku z tą spółką. T. Hellmann i M. Puri [2002] zwrócili uwagę, że spółki, w których akcjonariuszami były fundusze VC, podlegały większym niż inne firmy zmianom personalnym i szybciej dochodziło w nich do wymiany założyciela na profesjonalnego menedżera rekrutowanego z zewnątrz. Pokazali też, że istnieją różne wzorce takiej zamiany – od akomodacyjnych do bardzo gwałtownych i nagłych.

D. Dimov i D. Shepherd [2005] interesowali się związkiem kapitału ludzkiego zespołu menedżerów z wynikiem spółek znajdujących się w ich portfelu. Za sukces uznali przypadek, w którym spółka weszła na giełdę do pięciu lat po dokonaniu inwestycji, a za porażkę bankructwo. Tak definiując wynik firmy, zwiększyli różnice między dwoma grupami firm. Większość wymiarów kapitału ludzkiego (wykształcenie na poziomie MBA, doświadczenie w prowadzeniu nowych przedsięwzięć, doświadczenie branżowe, doświadczenie w finansach, doświadczenie prawnicze, doświadczenie konsultingowe) nie wiązała się z nadzwyczajnym sukcesem badanych spółek.

W tabeli 1 zebrano różne zmienne używane przez przywoływanych wcześniej badaczy w celu operacjonalizacji kapitału ludzkiego i innych pojęć używanych w podobnym kontekście.

Tabela 1. Charakterystyki kapitału ludzkiego w wybranych badaniach

Badacze	Zmienne charakteryzujące kapitał ludzki
F. Eisele, Ch. Hacker, R. Oesterle [2004]	<p>Osobowość zarządzających: prezentowanie pomysłu biznesowego w sposób przekonujący, duża zdolność do działania i przetrwania, wykrywanie i odpowiednia ocena ryzyka i reagowanie na nie; wykrywanie problemów, stawianie celów i przypisywanie zadań; umiejętność motywowania pracowników; umiejętność ciągłej pracy i niezaniechanie detali; dążenie do niezależności;</p> <p>Doświadczenie zarządzających: dogłębna znajomość rynku docelowego; kompetencje i doświadczenie w B+R; kompetencja i doświadczenie w produkcji; kompetencja i doświadczenie w przywództwie; wykształcenie zgodne z profilem firmy; kompetencja i doświadczenie w marketingu; doświadczenie i kompetencja w finansach;</p>

cd. tabeli 1

Badacze	Zmienne charakteryzujące kapitał ludzki
	Dodatkowe kryteria dotyczące zarządzających: udział w kapitale własnym zarządzających; zrównoważenie zespołu zarządzającego pod względem komplementarnych umiejętności i doświadczenia; referencje z wcześniejszego miejsca zatrudnienia
T.T. Tyebjee, A.V. Bruno [1984]	Zdolności menedżerskie, umiejętności menedżerskie, marketingowe, finansowe i przedsiębiorcze
Ch. Beckman, M. Burton, Ch. O'Reilly [2007]	Cechy zespołu zarządzającego: różnorodność funkcjonalna, równoczesne związki z innymi podmiotami, wcześniejsze związki z innymi podmiotami, rotacja zespołu
N. Franke i in. [2006]	Poziom i dziedzina wykształcenia, wiek, doświadczenie w zarządzaniu nowymi firmami i ludźmi
D. Dimov, D. Shepherd [2005]	Typ wykształcenia – MBA, prawo, nauki ścisłe, humanistyczne; Doświadczenie zawodowe – prawo, finanse, consulting, przedsiębiorczość
S.N. Kaplan, P. Stromberg [2004]	Zespół menedżerów – doświadczenie w działalności internetowej, kompetencje naukowe, umiejętność zdobywania kapitału; doświadczenie zdobyte w dobrze funkcjonujących spółkach; poważanie przedsiębiorcy, który zdołał już upublicznić spółkę; doświadczenie CEO; oceny przedsiębiorcy wystawiane przez powiązanych inwestorów; posiadanie sieci kontaktów; zdolność założycieli lub CEO do przyciągania niezbędnych pracowników; wytworzenie produktu w stosunkowo krótkim czasie i przy niskim nakładzie kapitału; zaangażowanie przedsiębiorcy, potwierdzone porzuceniem poprzedniej pracy i zadłużeniem własnego majątku; oszczędność założyciela firmy; zbalansowanie zespołu, jego młodość i agresywność
D. Muzyka, S. Birley, B. Leleux [1996]	Cechy ogólne: potencjał przywódczy zespołu, potencjał przywódczy głównego przedsiębiorcy, doświadczenie branżowe, historia kariery głównego przedsiębiorcy; Kompetencje: zdolności marketingowe i sprzedażowe zespołu, zdolności produkcyjne zespołu, zdolności organizacyjne i administracyjne zespołu, zdolności finansowe i rachunkowościowe zespołu
J.S. Petty, M. Gruber [2011]	Brak wcześniejszej definicji zmiennych, analiza dokumentacji funduszu VC
M. Colombo, L. Grilli [2010]	Wykształcenie menedżerskie i ekonomiczne założycieli, wykształcenie techniczne i naukowe założycieli, doświadczenie techniczne założycieli w tej samej branży przed otwarciem badanej firmy, doświadczenie komercyjne założycieli przez otwarciem badanej firmy, inne doświadczenie zawodowe założycieli, doświadczenie zawodowe któregoś z założycieli w zarządzaniu co najmniej średnią firmą

Źródło: opracowanie własne na podstawie przywoływanych prac.

W tabeli 2 przedstawiono wybrane dane na temat badań opisywanych w tekście, w tym miejsce i rok badania oraz główną konkluzję.

Tabela 2. Studia nad związkiem kapitału ludzkiego z decyzjami VC

Badacze	Kraj i rok badania	Wielkość próbki, branża	Główna konkluzja
J. Baum, B.S. Silverman [2004]	Kanada, 2000	204, biotechnologiczna	Kapitał ludzki jest ważniejszy niż kapitał intelektualny i kapitał aliansów w decyzjach VC, ale mniej ważny dla późniejszych wyników spółek
F. Eisele, Ch. Hacker, R. Oesterle [2004]	Niemcy, 2001	30, różne branże	Różna waga charakterystyk zarządzających na różnych etapach życia firmy; większe znaczenie czynników „miękkich” (osobowość) na początku, a czynników „twardych” w późniejszych fazach cyklu
T.T. Tyebjee, A.V. Bruno [1984]	USA, 1984	46, różne branże	Ocena cech menedżerskich na etapie oceny właściwej, a nie wstępnej, zdolności menedżerskie są jednym z pięciu głównych kryteriów i mają największy wpływ na postrzegane ryzyko, a nie mają wpływu na przewidywaną stopę zwrotu
Ch. Beckman, M. Burton, Ch. O'Reilly [2007]	USA, 2000	161 młodych spółek, branże wysokich technologii	Różnorodność funkcjonalna zespołu założycielskiego i jego uprzednie związki z innymi podmiotami zwiększają szanse na pozyskanie kapitału VC
N. Franke i in. [2006]	Niemcy i Austria, ok. 2000	51, IT i biotechnologia	Podobieństwo pod względem wieku, wykształcenia i doświadczenia między menedżerami VC oceniającymi projekty a zgłaszającymi je przedsiębiorcami podwyższa ocenę wydawaną tym projektom; znaczenie ma kontekst oceny
S.N. Kaplan, P. Stromberg [2004]	USA	11, analiza dokumentów, różne branże	Szeroko rozumiana charakterystyka założycieli firm ma największy wpływ na decyzje VC o inwestowaniu, ale kształtuje również relacje umowne między dawcami i biorcami kapitału, w tym przede wszystkim zakres kontroli oraz stopień późniejszej interwencji VC w zarządzaniu spółkami
D. Muzyka, S. Birley, B. Leleux [1996]	10 wysoko rozwiniętych krajów Europy	73, różne branże	Siedem z ośmiu najważniejszych kryteriów związanych było z charakterystyką głównego przedsiębiorcy lub zespołu, przy czym kryteria ogólne uznano za ważniejsze niż specjalistyczne kompetencje; zauważono paneuropejską orientację VC
J.S. Petty, M. Gruber [2011]	USA	1 fundusz, różne branże	Czynniki związane z kapitałem ludzkim przyciągają uwagę VC, ale w procesie decyzyjnym nie są tak ważne, jak wskazuje wiele innych badań; fundusze są przekonane, że mogą z łatwością uzupełnić braki w tym zakresie w przypadku podjęcia inwestycji

cd. tabeli 2

Badacze	Kraj i rok badania	Wielkość próbki, branża	Główna konkluzja
M. Colombo, L. Grilli [2010]	Włochy	439 spółek portfelowych, różne branże	Niektóre składniki kapitału ludzkiego mogą przyciągać VC, ale nie mają wpływu na wzrost samych spółek, inne zaś na odwrót, wspierają wzrost, ale nie są atrakcyjne dla VC

Źródło: opracowanie własne na podstawie przywoływanych prac.

G.H. Smart [1999] badał, jakich metod VC używają do oceny kapitału ludzkiego. Jego zainteresowanie było tym bardziej uzasadnione, że w innych dyscyplinach, w tym w rachunkowości, kwestia pomiaru kapitału ludzkiego budzi ciągle dużo kontrowersji i nie wypracowano jeszcze zadowalających metod. Pokazuje on, że w fazie dokładnej oceny menedżerowie oceniają pracę założycieli spółek na podstawie rozmowy z nimi, polegają też na wywiadach z osobami, które ich znają. Sporadycznie zaś używane są testy psychologiczne, nigdy nie stosuje się centrów oceny. Ten autor pokazał, że w większości przypadków precyzyjna ocena jakości kapitału ludzkiego przedsiębiorców wymaga dużej pracy i menedżerowie VC rozwinęli różne strategie radzenia sobie z tym trudnym zadaniem. Różne metody używane w skomplikowanym procesie oceny kapitału ludzkiego pozwoliły na stworzenie typologii siedmiu strategii poznawczych stosowanych przez menedżerów VC, którym nadano umowne obrazowe nazwy (np. „kapitan samolotu”, „krytyk sztuki” albo „gąbka”). Badanie sugeruje również, że osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu z kapitału zaangażowanego w spółki w znacznym stopniu zależy od dokładności pomiaru kapitału ludzkiego dokonanego przez VC [Smart 1999].

R. Bliss [1999], który jako jeden z pierwszych badał specyfikę polskiego rynku VC, wykazał, że proces decyzyjny VC wygląda nieco inaczej, niż wynika to z badań przeprowadzonych w gospodarkach dojrzałych. Wskazuje on, że jedna z różnic dotyczy oceny osób zarządzających spółkami, które zgłaszają projekty. Jego badanie było prowadzone we wczesnym okresie transformacji i stąd jednym z wniosków było to, że polscy przedsiębiorcy mają stosunkowo niewielką wiedzę i krótkie doświadczenie.

4. Krytyka racjonalności decyzji VC w ocenie kapitału ludzkiego

Badania nad procesem decyzyjnym w naukach ekonomicznych są pod dużym wpływem psychologicznej teorii podejmowania decyzji, w tym również koncepcji ograniczonej racjonalności decydentów. Dotyczy to również studiów zajmujących

się procesem decyzyjnym VC. Powoduje to dwojakie konsekwencje – po pierwsze wskazuje się na skutki ograniczoności procesu decyzji w tym kontekście, a po drugie tak projektuje badania, aby wyjaśnić dokładniej źródła tych ograniczeń, w tym szczególnie używając coraz bardziej wyrafinowanych metod badawczych. Da się zaobserwować wyraźną ewolucję metod badawczych – począwszy od prostych, tradycyjnych metod ankietowych stosowanych w latach 70. i 80. XX w. [MacMillan, Siegel i Subba Narasimha 1985], poprzez metody oparte na ocenie dokumentów [Smart 1999] i baz danych [Petty i Gruber 2011], po bardzo wyrafinowane metody *quasi*-eksperymentalne [Franke i in. 2006] i ekonometryczne [Colombo i Grilli 2010] stosowane ostatnio. Badania potwierdzają, że szczególnie podatne na wpływ zakłóceń poznawczych są właśnie kryteria związane z oceną samych przedsiębiorców.

Wczesna krytyka teorii decyzji w naukach ekonomicznych i w zarządzaniu najlepiej oddana została w publikacjach pionierów rewolucji kognitywistycznej [Cyert i March 1963, Simon 1979, Tversky i Kahneman 1974]. Wielu badaczy zauważa, że VC mogą ulegać zniekształceniom poznawczym, choć traktują tę możliwość spekulacyjnie i poruszają tę kwestię jedynie w omówieniu uzyskanych przez siebie wyników. Niektórzy próbują jednak metodycznie szukać w takich potencjalnych zniekształceniach źródeł sprzeczności uzyskiwanych w różnych miejscach wyników. Np. J. Baum i B.S. Silverman [2004] rozdzielił między dużą wagą kapitału ludzkiego w decyzjach VC a jego faktycznym wpływem na wyniki spółek portfelowych przypisują błądowi atrybucji, czyli temu, że decydenci stojący wobec problemu poznawczego przywiązują większą wagę do ludzi niż do sytuacji, przeceniając znaczenie tych pierwszych i nie doceniając tych drugich. Stąd jako skauci mogą przypisywać zbyt wiele znaczenia charakterystyce przedsiębiorcy, co nie przekłada się później na wpływ tej osoby na faktyczną sytuację spółki. W niektórych badaniach skupiono się na zniekształceniach procesu decyzyjnego VC. A.L. Zacharakis i D.G. Meyer [1998], stosując metodę eksperymentalną, wykazali, że przywiązywanie największej wagi do kryteriów związanych z przedsiębiorcą (lub przedsiębiorcami) jest w znacznej mierze racjonalizowaniem i w rzeczywistości kryteria te nie grają aż tak dużej roli w procesie decyzyjnym VC, jak to się powszechnie uważa. Innym źródłem możliwych zakłóceń jest również to, że spotykając się z przedsiębiorcami, menedżerowie VC ulegają błędowi poznawczym opisywanym przez psychologię społeczną – np. przenosząc nieświadomie wrażenie dotyczące zewnętrznego wyglądu tych osób na ocenę samego projektu. N. Franke i in. [2006] pokazali więc, że menedżerowie VC w swoich decyzjach kierowali się heurystyką podobieństwa, to znaczy istniała większa szansa na przyjęcie projektu, jeśli osoby go tworzące (przedsiębiorcy) były podobne do osób oceniających (decydentów VC). Wykazano, że cechami takimi są wiek, poziom wykształcenia i typ specjalizacji, doświadczenie zawodowe w zakresie zarządzania nowymi firmami

i doświadczenie w zarządzaniu zespołami ludzkimi. Największe nasilenie działania heurystyki podobieństwa wystąpiło w przypadku, gdy przedsiębiorcy i menedżerowie VC posiadali wykształcenie zarówno techniczne, jak i biznesowe.

5. Zakończenie

Charakterystyka przedsiębiorców ma decydujące znaczenie dla sukcesu zakładanych przez nich spółek i – jak pokazano w artykule – są też ważnym kryterium decyzyjnym funduszy VC. Literatura pokazuje jednak, że związek między jakością kapitału ludzkiego założycieli a decyzjami VC z jednej strony oraz wynikami samych spółek z drugiej strony jest złożony. Wielość i niejednoznaczność definicji utrudnia porządkowanie wyników badań. Wielość podejść teoretycznych, które służą za punkt wyjścia do badania tego związku, jest jednym z powodów tego chaosu. Powoduje to nie tylko problemy czysto definicyjne, ale również zbytne uproszczenia w operacjonalizacji zmiennych. Uderza przede wszystkim brak jasnego rozróżnienia między przedsiębiorcą a zarządzającymi (menedżerami), które to terminy w niektórych badaniach wydają się używane jako synonimy. Zauważa się jednak wyraźną ewolucję badań, które przeszły od początkowego rozpatrywania związku między kapitałem ludzkim a decyzjami VC do rozważania go w szerszym kontekście – jako elementów całego procesu decyzyjnego VC, a nawet całości funkcji pełnionych przez nie w szeroko rozumianym procesie inwestycyjnym. Wreszcie krytyka racjonalności wywodzona z teorii podejmowania decyzji pozwala na spojrzenie na proces decyzyjny jako skomplikowaną grę między mniej lub bardziej obiektywnymi kryteriami, ograniczonością poznawczą decydentów i kontekstualnymi uwarunkowaniami decyzji. Wydaje się jednak, że choć w wielu miejscach bardzo trafne, to jednak badania prowadzone zgodnie z paradygmatem ograniczonej racjonalności decydentów jedynie osłabiają, a nie obalają dosyć powszechny wśród badaczy konsensus przyznający charakterystyce przedsiębiorców ważne miejsce w procesie decyzyjnym VC. Brak badań na ten temat w Polsce czyni to zagadnienie obiecującym obszarem badawczym, zwłaszcza że relacja między przedsiębiorczością a rynkiem kapitałowym ma prawie zawsze silne uwarunkowania sytuacyjne.

Literatura

- Amason A., Shrader R., Tompson G. [2006], *Newness and Novelty: Relating Top Management Team Composition to New Venture Performance*, „Journal of Business Venturing”, vol. 21, iss. 1.
- Barney J. [1991], *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, „Journal of Management”, vol. 17, nr 1.

- Baum J., Silverman B.S. [2004], *Picking Winners or Building Them? Alliance, Intellectual and Human Capital as Selection Criteria in Venture Financing and Performance of Biotechnology Startups*, „Journal of Business Venturing”, vol. 19, nr 3.
- Becker G.S. [1964], *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*, University of Chicago Press, Chicago.
- Beckman Ch., Burton M., O'Reilly Ch. [2007], *Early Teams: The Impact of Team Demography on VC Financing and Going Public*, „Journal of Business Venturing”, vol. 22, nr 2.
- Bliss R. [1999], *A Venture Capital Model for Transitioning Economies: the Case of Poland*, „Venture Capital”, vol. 1, nr 3.
- Colombo M., Grilli L. [2010], *On Growth Drivers of High-tech Start-ups: Exploring the Role of Founders' Human Capital and Venture Capital*, „Journal of Business Venturing”, vol. 25, nr 6.
- Cyert R.M., March J.G. [1963], *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- Dimov D., Shepherd D. [2005], *Human Capital Theory and Venture Capital Firms: Exploring „Home Runs” and „Strike Outs”*, „Journal of Business Venturing”, vol. 20, nr 1.
- Eisele F., Hacker Ch., Oesterle R. [2004], *German Venture Capitalists' Investment Criteria over Financing Stages*, „International Business & Economics Research Journal”, vol. 3, nr 3.
- Eisenhardt K.M. [1989], *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review”, vol. 14, nr 1.
- Franke N. i in. [2006], *What You Are Is What You Like – Similarity Biases in Venture Capitalists' Evaluations of Start-up Teams*, „Journal of Business Venturing”, vol. 21, nr 6.
- Gimeno J. i in. [1997], *Survival of the Fittest, Entrepreneurial Human Capital and the Persistence of Underperforming Firms*, „Administrative Science Quarterly”, vol. 42, nr 4.
- Hambrick D., Mason P. [1984], *Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers*, „Academy of Management Review”, vol. 9, nr 2.
- Hellmann T., Puri M. [2002], *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*, „The Journal of Finance”, vol. 57, nr 1.
- Kaplan S.N., Stromberg P. [2004], *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses*, „The Journal of Finance”, vol. 59, nr 5.
- MacMillan I., Siegel R., Subba Narasimha P.N. [1985], *Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals*, „Journal of Business Venturing”, vol. 1, iss. 1.
- Muzyka D., Birley S., Leleux B. [1996], *Trade-offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists*, „Journal of Business Venturing”, vol. 11, iss. 4.
- Petty J.S., Gruber M. [2011], *In Pursuit of the Real Deal. A Longitudinal Study of VC Decision Making*, „Journal of Business Venturing”, vol. 26, nr 2.
- Sharpe W.F. [1964], *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „Journal of Finance”, vol. 19, nr 3.
- Simon H.A. [1979], *Information Processing Models of Cognition*, „Annual Review of Psychology”, vol. 30, nr 2.
- Smart G.H. [1999], *Management Assessment Methods in Venture Capital: An Empirical Analysis of Human Capital Valuation*, „Venture Capital”, vol. 1, nr 1.

- Tversky A., Kahneman D. [1974], *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*, „Science”, nr 185.
- Tyebjee T.T., Bruno A.V. [1984], *A Model of Venture Capitalist Investment Activity*, „Management Science”, vol. 30, nr 9.
- Unger J.M. i in. [2011], *Human Capital and Entrepreneurial Success: A Meta-analytical Review*, „Journal of Business Venturing”, vol. 26, nr 3.
- Zacharakis A.L., Meyer D.G. [1998], *A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand Their Own Decision Process?* „Journal of Business Venturing”, vol. 13, nr 1.
- Zopounidis C. [1994], *Venture Capital Modeling: Evaluation Criteria for the Appraisal of Investments*, „The Financier ACMT”, vol. 1, nr 3.

Entrepreneurs' Human Capital as a Decision Criterion among Venture Capital Funds

The article is a review of research on the importance of human capital for the assessment of entrepreneurs by venture capital funds. Theories that underpin the study of this problem – the theory of human capital theory, the theory of the firm and its chief executives – are the starting point. The characteristics of entrepreneurs, managers and their teams used to measure the quality of this capital in the decisions taken by venture capital are discussed, as are the conditions of this assessment, including the life cycle of the company, industry, country, and the uniqueness of the investment process and the relationship of these characteristics to the performance of firms. The paper also shows the evolution of research in this field, including the latest concepts from a psychological critique of the concept of bounded rationality. The article argues that human capital is rightly seen as one of the most important decision criteria used by venture capital funds.

Keywords: human capital, entrepreneurship, entrepreneur, venture capital funds, venture capital.