



### ההשפעות של מספר וגיוון המשקיעים על ביצועי חברות הזנק

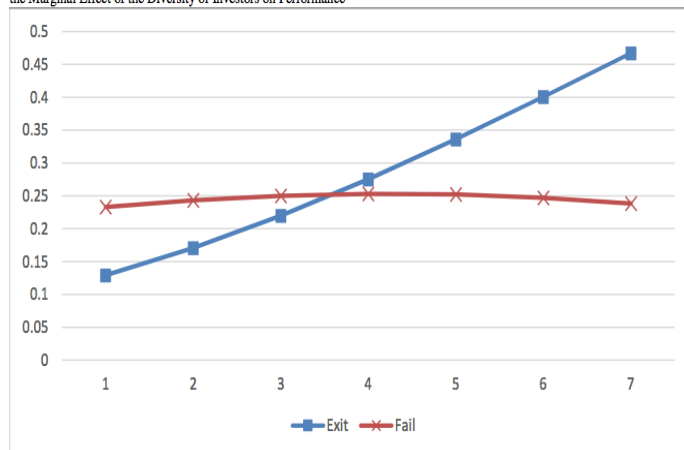
הסטארט-אפים והעסקים קטנים הם הלב הפועם של התעשייה הישראלית, בעיקר עבור בוגרי מנהל עסקים. הרבה מאתנו הקימו סטארט-אפ, חושבים על לעשות זאת, מכירים מישהו שכבר הקים סטארט-אפ או לכל הפחות עבדו או עובדים באחד. על כן, המחקר שנציג כאן, שנוגע בלב ליבה של תעשיית הסטארט-אפים – גיוס הכספים, אמור לעניין את רובנו. המחקר, שבוצע על ידי פרופ' ניראון חשאי וד"ר שי הראל, שניהם מבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית, מתעניין בשאלת ההשפעה של מספר המשקיעים והגיוון שלהם על הסיכוי של הסטארט אפ למכור את החברה או להנפיק (לבצע "אקזיט") מחד, ולסגירת החברה ("write-off") מאידך.

רוב חברות הסטארט-אפ צריכות עזרה חיצונית בשביל להתקדם ולגדול. עזרה שמתבטאת לא רק בהשקעה כספית אלא גם בערך מוסף המתקבל מהקשר עם המשקיעים ("smart money"). חברות הון סיכון (VCs), למשל, תורמות לגיוס עובדים, במתן קשרים עסקיים, במשאבים וביעילות החברה. במחקרים קודמים (כמו של Das, Jo and Kim מ-2011) נמצא כי לחברות שהשקיעו בהן מספר חברות הון סיכון יש סיכוי גדול יותר לבצע אקזיט, בפחות שנים ובמכפיל השקעה גדול יותר מאשר בחברות שלא השקיעו בהן חברות הון סיכון. אולם, לפעמים חברות הון סיכון רואות את טובתן לפני טובת החברה שהם השקיעו בה, ודוחפות אותה לפעולות שהחברה עדיין אינה בשלה לעשותן. מנגד, יש יתרונות גם למשקיעים פרטיים (אנג'לים). הם מעורבים יותר בניהול השוטף של החברה, במתן הנחייה ועזרה למקימים ובעצות עסקיות, ועל כן המעורבות הרגשית שלהם בחברה היא גדולה והם לרוב יפעלו לטובת החברה. ישנם עוד סוגי משקיעים שלא נופלים תחת שתי הקטגוריות הראשונות כמו Corporate VCs, שתורמים בסיס טוב יותר לפיתוח מוצרים והפצתם, אינקובטורים (אקסלרטורים), חברות מימון ועוד.

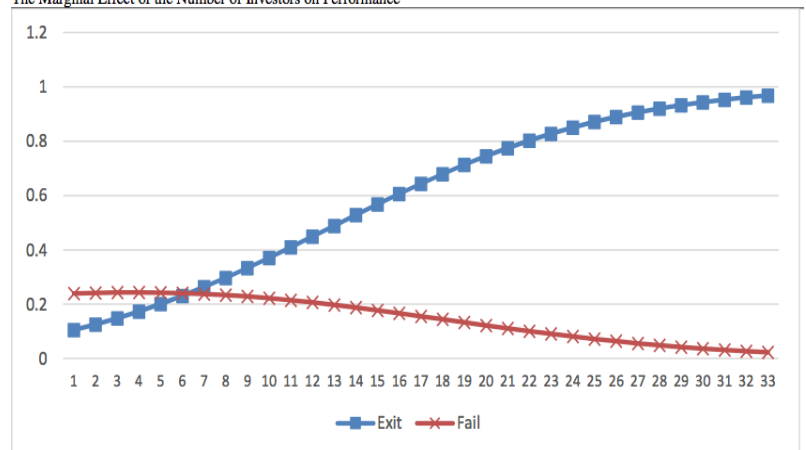
החוקרים התמקדו בשתי שאלות מחקר משלימות, הראשונה היא איך מספר המשקיעים תורם או מפריע להתפתחות החברה, והשנייה מתמקדת בשונות המשקיעים השונים. בשביל לענות על כך הם השתמשו בבסיס המידע של Israel Venture Capital (IVC) שמרכז את פעילויות ההשקעה בישראל. המחקר מתבסס על מידע אודות השנים 1990 עד ל-2008 בהם תועדו 1008 אנג'לים, 601

VCs, 60 CVCs, 35 אינקובטורים, 983 חברות אחרות בתעשייה, 880 חברות פיננסיות, ועוד 55 משקיעים שלא נכללו לקטגוריות הקודמות (כמו אוניברסיטאות). בעזרת מודל סטטיסטי מורכב (שימוש במשתנה עזר ומספר רב של משתנים מתווכים בשביל לנטרל תלות בין המשתנים) שנובעת מקשר בין סוגי משקיעים לחברה וטיב החברות (החוקרים הראו (Figure 1) כי העלאת מספר המשקיעים גורם לשני אפקטים מנוגדים שמשפיעים על תפקוד החברה, מצד אחד כל משקיע נוסף מגדיל את הסיכוי ל"אקזיט" (כל עוד יש פחות מ-14 משקיעים שונים, כמו ב-98% מהחברות). מצד שני הסיכוי לסגירת החברה גם גדל. נמצא (Figure 2) גם כי משקיעים מקבוצות שונות מגדילים את הסיכוי להצלחה ובו בזמן גם מגדילים את הסיכוי לסגירת החברה.

**Figure 2**  
the Marginal Effect of the Diversity of Investors on Performance



**Figure 1**  
The Marginal Effect of the Number of Investors on Performance



### מה אפשר ללמוד מזה:

המחקר הראה כי להרכיב קבוצת משקיעים מסוגים שונים מעלה את הסיכוי להצלחה בגלל שכל משקיע יכול לתרום לחברה את נקודות החוזק שלו, ואילו נקודות התורפה של המשקיעים יכולות להתאזן עם החוזקה של משקיעים אחרים. בנוסף, המחקר הראה כי תוספת של משקיע מעלה את הסיכוי לאקזיט אך גם מעלה את הסיכוי לכישלון. בפרט, כאשר יש יותר מ-6 משקיעים מ-3 תחומים שונים אז הסיכוי לאקזיט גדול מהסיכוי לכישלון.

לעוד פרטים ומחקרים נוספים בתחום הנכם מוזמנים לבקר באתר של פרופ' ניראון חשאי:

<http://pluto.huji.ac.il/~nironh/index.html>