

Ļevs Fainglozs

Promocijas darba kopsavilkums

**BIZNESA ENĢEĻU JAUNUZŅĒMUMU DIBINĀTĀJU
VĒRTĒŠANAS KRITĒRIJI INVESTĪCIJU
VEIKŠANAI**

Zinātnes nozare: Ekonomika un uzņēmējdarbība

Zinātnes apakšnozare: Uzņēmējdarbības vadība

Zinātniskais vadītājs:

Prof. Dr. sc. admin. Anatolijs Prohorovs

Rīga, 2023

Fainglozs, Ļ. (2023). Biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji investīciju veikšanai. Promocijas darba kopsavilkums, Rīga, 65 lpp. Iespiests saskaņā ar 2023.gada 10.februāra RISEBA Promocijas padomes sēdes lēmumu, protokols Nr. 22/10-3.1/5.

Promocijas darbs ir izstrādāts Biznesa, mākslas un tehnoloģiju augstskolā RISEBA un Banku augstskolā laika posmā no 2019.gada līdz 2023. gadam.

Promocijas darbs ir uzrakstīts latviešu valodā, satur ievadu, 3 nodaļas, secinājumus un rekomendācijas, bibliogrāfisko sarakstu – kopā 147 lappuses un 53 pielikumus. Literatūras sarakstā ir 263 literatūras avoti.

Darba zinātniskais vadītājs: **Anatolijs Prohorovs**, *Dr. sc. admin., prof.*

Darba recenzenti:

1. **Svetlana Saksonova**, *Dr. oec.*, prof., Latvijas Universitāte (Latvija);
2. **Irina Kuzmina-Merlino**, *Dr.oec.*, prof., Transporta un sakaru institūts (Latvija);
3. **Judit Karsai**, PhD, Ekonomikas un novadpētniecības centra Ekonomikas institūts (Ungārija).

Promocijas darba aizstāvēšana notiks 2023.gada 25 maijā, plkst. 10:00 RISEBA Ekonomikas un uzņēmējdarbības nozares promocijas padomes atklātajā sēdē Rīgā, Meža ielā 3, 214.telpā.

Ar promocijas darbu un tā kopsavilkumu var iepazīties Biznesa, mākslas un tehnoloģiju augstskolas RISEBA Bibliotēkā, Meža ielā 3, Rīgā.

Promocijas darbu zinātniskā grāda zinātnes doktors (*Ph. D.*) ekonomikā un uzņēmējdarbībā aizstāvēšanai ir apstiprinājusi RISEBA Promocijas padome 2023.gada 10.februārī.

Promocijas padomes priekšsēdētājs: Andrejs Čirjevskis, *Dr. oec.*, profesors

Promocijas padomes sekretārs: Vulfs Kozlinskis, *Dr. hab. oec.*, profesors emeritus,

APSTIPRINĀJUMS

Apstiprinu, ka esmu izstrādājis šo promocijas darbu, kas iesniegts izskatīšanai RISEBA Promocijas padomei zinātniskā grāda zinātnes doktors (*Ph. D.*) ekonomikā un uzņēmējdarbība iegūšanai. Promocijas darbs nav iesniegts nevienā citā universitātē zinātniskā grāda iegūšanai.

Ļevs Fainglozs,

2023.gada 9.marts.

Atsauksmes par promocijas darbu sūtīt: RISEBA Promocijas padomei, RISEBA, Meža iela 3, Rīga, LV-1048, Latvija. E-pasts: anna.strazda@riseba.lv, tālr.: +371 67807234.

© Ļevs Fainglozs, 2023

© Biznesa, mākslas un tehnoloģiju augstskola RISEBA, 2023

© Banku augstskola, 2023

ISBN 978-9984-705-57-6

SATURS

IEVADS	5
1. BIZNESA ENĢEĻU INVESTĪCIJU KRITĒRIJU TEORĒTISKIE ASPEKTI	18
2. PĒTĪJUMA METODOLOĢIJA	23
2.1. Aptaujas izveide	23
2.2. Respondentu atlase	23
2.3. Biznesa enģeļu grupēšanas iemesli un veidi.....	25
2.4. Biznesa enģeļu izmantotie būtiskākie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji un to apzināšana.....	26
2.5. Biznesa enģeļu izmantoto jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma novērtējums	27
2.6. Novērtējums jaunuzņēmumu perspektivitātes līmeņa ietekmei uz biznesa enģeļu izmantotajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem	28
3. BIZNESA ENĢEĻU IZMANTOTIE KRITĒRIJI JAUNUZŅĒMUMU DIBINĀTĀJU VĒRTĒŠANAI UN ŠO KRITĒRIJU ANALĪZE	30
3.1. Biznesa enģeļu izmantotie kritēriji jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanai un šo kritēriju apzināšana.....	30
3.2. Biznesa enģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma novērtējums	31
3.3. Jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma vērtējums atkarībā no biznesa enģeļu mītnes valsts.....	38
3.4. Jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeņa ietekmes novērtējums uz biznesa enģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem	40
3.5. Biznesa enģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju novērtēšanas rekomendācijas	42
Secinājumi 3. nodaļai.....	44
SECINĀJUMI	46
REKOMENDĀCIJAS	49
IZMANTOTĀS LITERATŪRAS SARAKSTS	52

PATEICĪBAS

Sirsnīgi pateicos sava promocijas darba vadītājam Dr. sc. admin., prof. Anatolijam Prohorovam par sniegto dziļo un daudzpusīgo atbalstu visā promocijas darba tapšanas procesā.

Liels paldies recenzentiem Dr. chem., prof. Ilmāram Kreitusam un, jo īpaši, Dr. oec., prof. Svetlanai Saksonovai par iedziļināšanos un vērtīgajiem ieteikumiem, kas ļāva uzlabot darbu.

Vēlos pateikties arī RISEBA Zinātniskās padomes un kopīgās doktora studiju programmas padomes locekļiem par jautājumiem un komentāriem, kas mani rosināja paraudzīties uz dažiem pētījuma aspektiem no cita skatpunkta un veikt uzlabojumus tēmas izklāstā.

Sirsnīgs paldies arī RISEBA doktora studiju programmas direktoram Dr. habil. oec., prof. emeritus Vulfam Kozlinskim, par metodisko atbalstu.

Īpašu pateicību vēlos izteikt Dr. oec., prof. Tatjanai Vasiljevai, priekšlaicīgi mūžībā aizgājušajai RISEBA rektorei, par morālo atbalstu doktorantūras studiju laikā.

IEVADS

Aktualitāte

Mūsdienu apstākļos inovāciju uzņēmējdarbība daudzās valstīs ir kļuvusi par ekonomiskās attīstības virzītājspēku. Inovāciju uzņēmēji veicina ekonomisko attīstību, izstrādājot jaunus biznesa modeļus, izmantojot jaunas tehnoloģijas un veidojot jaunas darba vietas (Hendrickson et al., 2015; OECD, 2015). Tomēr nereti inovāciju uzņēmumi piedzīvo nopietnas problēmas ar ārējo finansējumu avotu piesaistīšanu (Brown and Earle, 2015; Carpenter and Petersen, 2002; Cosh et al., 2009). Tas ir saistīts ar apstākli, ka agrīnajās attīstības stadijās uzņēmumam nav finanšu plūsmas, tādēļ tie nevar pretendēt uz banku finansējumu. Turklāt uzņēmuma agrīnās attīstības stadijās investīciju piesaisti sarežģī arī inovācijas projektu augstais nenoteiktības līmenis.

Eiropas un pasaules prakse liecina, ka par svarīgu inovāciju jaunuzņēmumu (*start-up*) finansējuma avotu kļūst riska kapitāls (*venture capital*), bet sākotnējos jaunuzņēmumu attīstības posmos tas ir biznesa eņģeļu finansējums. Saskaņā ar Eiropas Biznesa eņģeļu tīkla (*European Business Angels' Network – EBAN*) sniegto informāciju 2019. gadā kopējais Eiropas uzņēmumu agrīnā posma investīciju tirgus (redzamais un neredzamais) apjoms, sasniedza 13,22 miljardus eiro. Biznesa eņģeļi ar aptuveni 8,04 miljardiem eiro veikto investīciju gadā veido lielāko investīciju tirgus daļu (aptuveni 60% no kopējā investīciju tirgus apjoma, viņiem seko agrīnās attīstības stadijas riska kapitāla nozare ar investīciju apjomu 4,4 miljardi eiro. Biznesa eņģeļu kopējais skaits redzamajā un neredzamajā tirgū sasniedz 345 tūkstošus cilvēku (EBAN, 2019).

Biznesa eņģeļu investēšanas īpatnības ir saistītas ar augsta riska līmeņa projektu īstenošanu, darbību informācijas asimetrijas apstākļos un augstu nenoteiktības līmeni (Carpenter and Petersen, 2002; Gompers and Lerner, 2001). Tādējādi biznesa eņģeļu investīcijas sniedz iespēju iegūt finansējumu tiem jaunuzņēmumiem, kuriem ir grūtības citu finansējuma avotu piesaistē (Gompers and Lerner, 2001; Wright and Robbie, 1998).

Turklāt jāatzīmē, ka, biznesa eņģeļu dalība projektā sniedz jaunajam uzņēmumam ne tikai finansiālu atbalstu, sadarbībai ir arī virkne papildu priekšrocību. Piemēram, biznesa eņģeļi pēc investēšanas var aktīvi piedalīties projekta īstenošanā, ieguldīt jaunuzņēmumos savu laiku, zināšanas, dalīties kontaktu tīklā utt. (Lahti, 2008). Tādēļ riska investīcijas tiek sauktas arī par “gudro” naudu (*smart money*), jo bez tieša finanšu atbalsta jaunuzņēmumi iegūst arī profesionālu investoru palīdzību. Tādējādi, pateicoties biznesa eņģeļu augstajai kompetencei, projektam ir lielākas izredzes gūt panākumus. Nav mazsvarīgi, ka pēc finansējuma saņemšanas no biznesa eņģeļiem turpmākajos uzņēmuma attīstības posmos kļūst vienkāršāk piesaistīt citus kapitāla avotus.

Īpašu zinātnisko interesi izraisa un arī praktisku nozīmīgumu iegūst kritēriji, uz kuru pamata biznesa eņģeļi pieņem lēmumu par investīcijām jaunuzņēmumā. Iepazīšanās ar pastāvošo zinātnisko literatūru par biznesa eņģeļu investīciju kritērijiem parādīja, ka literatūrā atrodama liela šo kritēriju dažādība. Autora veiktais esošās zinātniskās literatūras pārskats ir ļāvis atklāt vairāk nekā 200 dažādu kritēriju, kas tiek izmantoti biznesa eņģeļu praksē, domājot par izvēlēm investēt. Visbiežāk pētnieki publikācijās piemin tādas investīciju kritēriju grupas kā produkta īpašības un mērogojamība, tirgus apjoms un pieauguma temps, finansiālais potenciāls (biznesa plāns, projekta rentabilitāte, izešanas iespējas), uzņēmējs un vadības komanda (Bachher and Guild, 1996; Carpentier and Suret, 2015; Mason and Harrison, 1996; Paul et al., 2007; Rostamzadeh et al., 2014). Lai gan investīciju kritēriju daudzveidība ir milzīga, daudzi pētnieki ir vienisprātis, paužot viedokli, ka viens no pašiem svarīgākajiem biznesa eņģeļu investīciju kritērijiem ir uzņēmuma vadības komanda un jaunuzņēmuma dibinātāji (Bachher and Guild, 1996; Brettel, 2003; Harrison and Mason, 2007; Landström, 1998; Mason and Harrison, 1996; Paul et al., 2007; Sudek, 2006). Protams, biznesa eņģeļu un riska kapitālistu investīciju kritēriji var atšķirties, bet, piemēram, arī apjomīgais pētījums, ko veica Pols Gomperss un kolēģi un kurā piedalījās 885 riska kapitālisti, uzskatāmi apliecināja jaunuzņēmuma dibinātāju komandas svarīgumu (Gompers et al., 2020). Minētā pētījuma rezultāti apstiprināja, ka 95% riska kapitālistu, pieņemot lēmumu par investīciju piešķiršanu, atzīst dibinātāju komandas novērtējumu par svarīgāko kritēriju, tālāk nozīmīguma ziņā seko biznesa modelis – 83%, produkts vai pakalpojums – 74%, tirgus – 68% un darbības joma – 31% (Gompers et al., 2020). Pie analogiska rezultāta nonākuši arī citi pētnieki (piemēram, Eisenmann, 2021), atzīmējot, ka vairākums riska kapitālistu saista jaunuzņēmumu neveiksmes ar to dibinātāju trūkumiem un nepilnībām, un uzsverot, ka vāji jaunuzņēmumu dibinātāji visai reti spēj piesaistīt spēcīgu komandu un “gudrus” līdzekļus.

Zinātniskās literatūras pārskats uzrādīja arī to, ka pētnieki bieži neizšķir investīciju kritērijus, kurus biznesa eņģeļi izmanto vadības komandas vai jaunuzņēmuma dibinātāja novērtēšanā. Iespējams, šāda pieeja ir saistīta ar to, ka jaunuzņēmuma attīstības agrīnajā stadijā paši dibinātāji arī ir projekta īstenošanas komanda. Tomēr attīstības gaitā, kad jaunuzņēmumā sāk iesaistīties arvien jauni dalībnieki, iezīmējas būtiskas atšķirības starp vadības komandu un jaunuzņēmuma dibinātājiem. Tas nozīmē, ka skaidra nošķiruma trūkums starp vadības komandu un jaunuzņēmuma dibinātājiem var radīt būtiskas neprecizitātes biznesa eņģeļu investīciju kritēriju izpētes rezultātos.

Iepriekšējo pētījumu izpētes gaitā tika konstatēti arī vairāki nepietiekami izpētīti jautājumi.

1. Zinātnisko publikāciju pārskats ir ļāvis atklāt zināmu izpētes deficītu jautājumā par biznesa eņģeļu izmantotajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai (tika konstatētas tikai 11 zinātniskās publikācijas par šo tematu). Turklāt no šīm 11 publikācijām tikai septiņās to autori skaidri uzskaita biznesa eņģeļu izmantotos jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijus investīciju veikšanai. Savukārt četrās autori raksturo dibinātājus tikai kā vienu no investīciju kritērijiem un salīdzina to ar citiem kritērijiem, tādiem, kā produkts vai pakalpojums, tirgus, finanšu potenciāls utt.
2. Netika atrasts neviens pētījums, kura fokusā būtu tieši biznesa eņģeļu izmantotie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji investīciju veikšanai. Visi konstatētie pētījumi tikai salīdzina uz dibinātājiem attiecināmus kritērijus ar citiem investīciju kritērijiem.
3. Pētījumi par biznesa eņģeļu izmantotajiem investīciju kritērijiem veikti laikposmā no 1988. līdz 2010. gadam. Tas nozīmē, ka esošajos zinātniskajos pētījumos nav atspoguļotas mūsdienīgās tendences biznesa eņģeļu investīciju jomā. Šī problēma ir saistīta ar to, kā uzskata Kolins Meisons un kolēģi (Mason et al., 2013), ka pēc 2010. gada sāka veidoties biznesa eņģeļu sindikāti un pastiprinājās tendence, ka biznesa eņģeļi investē, darbojoties grupās un sindikātos. Turklāt pētnieki uzsver (Carpentier and Suret, 2015; Bonini et al., 2019), ka biznesa eņģeļu sindikātu investīciju kritēriji atšķiras no individuāli investējošo biznesa eņģeļu investīciju kritērijiem, bet līdz 2010. gadam biznesa eņģeļu investēšana sindikātu sastāvā vēl nebija izplatīta parādība.
4. Šī pētījuma ietvaros tika konstatēts, ka ir ļoti neliels skaits valstu, kurās līdz šim veikti zinātniskie pētījumi par biznesa eņģeļu izmantotajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai. Tās ir valstis Ziemeļamerikā un Rietumeiropā, turklāt tādas, kas pieder pie valstīm ar augstu iedzīvotāju ienākumu līmeni. Jāatzīmē, ka biznesa eņģeļu investīciju kritēriji var atšķirties arī atkarībā no kultūras (valsts) īpatnībām (Bruton and Ahlstrom, 2003; Bruton et al., 2004; Burke et al., 2008; Naqi and Hettihewa, 2007). Atlasītajā zinātniskajā literatūrā tāpat tiek atzīmēts, ka biznesa eņģeļu investīciju kritēriji var atšķirties arī no valsts ekonomiskās attīstības līmeņa (Bliss, 1999; Silva, 2004). Tādējādi esam noskaidrojuši zinātniskajā literatūrā nepietiekami izpētītus jautājumus, no kuriem daži īpaši saistījuši mūsu interesi. Viens no tiem ir attiecināms uz valstīm ar zemāku iedzīvotāju ienākumu līmeni salīdzinājumā ar valstīm, kuras iepriekš

veiktajos pētījumos tika aplūkotas, bet otrs attiecas uz Centrāleiropas un Austrumeiropas (turpmāk – CEA) valstīm (tostarp arī Baltijas valstīm).

5. Vēl viens nepietiekami izpētīts jautājums, kas tika konstatēts literatūras pārskata gaitā, ir saistīts ar to, ka arī paši biznesa eņģeļi veido neviendabīgu investoru grupu un ka šī neviendabība var ietekmēt viņu uzvedību un pielietojamās investīciju stratēģijas (Croce et al., 2020; Mason, 2016). Šī pētījuma ietvaros tika atrasta tikai viena publikācija, kurā biznesa eņģeļu investīciju kritēriji tika izvērtēti saistībā ar biznesa eņģeļu investīciju pieredzi (Smith et al., 2010). Turklāt minētajā pētījumā respondentu skaits bija neliels, un viņi visi pārstāvēja vienu valsti. Tādējādi šajā pētījumā tie nav pilnvērtīgi izmantojami, veicot dažādu valstu biznesa eņģeļu viedokļu salīdzinājumu. Vēlamies atzīmēt, ka Smits un kolēģi aplūkoja jaunuzņēmumu dibinātājus tikai kā vienu no investīciju kritērijiem un salīdzināja to ar tādiem kritērijiem kā produkts, tirgus, biznesa plāns, stratēģija utt. (Smith et al., 2010).

Pamatojoties uz veiktā pārskata rezultātiem, tika secināts, ka šī pētījuma aktualitāti nosaka pētījumu trūkums, kuros tiktu analizēti biznesa eņģeļu izmantotie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji investīciju veikšanai, lai gan analizētajā zinātniskajā literatūrā tiek atzīmēts, ka biznesa eņģeļu investīciju kritēriji jaunuzņēmumu dibinātājiem (vai viņu komandai) ir vieni no pašiem svarīgākajiem investīciju kritērijiem. Literatūrā līdz šim nav ticis noteikts, kurš no biznesa eņģeļu izmantotajiem kritērijiem ir svarīgākais vai noteicošais, un kāda ir pārējo svarīgo investīciju kritēriju nozīmīguma pakāpe.

Pētījuma objekts: biznesa eņģeļu darbība.

Pētījuma priekšmets: biznesa eņģeļu izmantotie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji investīciju veikšanai

Pētījuma hipotēze: trīs visnozīmīgākie biznesa eņģeļu investīciju kritēriji ir uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem, jaunuzņēmumu dibinātāju profesionālās prasmes un vadības prasmes.

Pētījuma mērķis

Noteikt būtiskākos jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijus, kuri ietekmē biznesa eņģeļu gatavību investēt jaunuzņēmumā, un novērtēt to nozīmīgumu.

Pētījuma mērķa sasniegšanai ir **izvirzīti šādi pētījuma uzdevumi:**

1. Veikt zinātniskās literatūras pārskatu par biznesa eņģeļu izmantotajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai.
2. Atklāt būtiskākos biznesa eņģeļu investīciju kritērijus jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanai.
3. Novērtēt mītnes valsts, investēšanas pieredzes, investēšanas metodes un biznesa eņģeļu vecuma ietekmi uz viņu izmantotajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem.
4. Novērtēt investīciju kritēriju nozīmīgumu atkarībā no biznesa eņģeļu mītnes valsts/valstīm, investēšanas pieredzes, investēšanas metodes un pašu biznesa eņģeļu vecuma.
5. Novērtēt jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeņa ietekmi uz biznesa eņģeļu investīciju kritērijiem, ievērojot biznesa eņģeļu grupējumu pēc mītnes valstīm, investēšanas pieredzes, investēšanas metodes (individuāli vai sindikāta sastāvā) un vecuma.
6. Izstrādāt rekomendācijas biznesa eņģeļiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai.

Pētījuma ierobežojumi

1. Promocijas darbā tiek pētīti pieci būtiskākie biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji investīciju veikšanai.
2. Promocijas darbā tiek analizēti tikai Eiropas valstu biznesa eņģeļu viedokļi.

Pētījumu teorētiskais un metodoloģiskais pamats

Promocijas darba teorētisko un metodoloģisko pamatu veido:

1. Zinātniskās teorijas:
 - portfeļa teorija (*Harry Markowitz*),
 - informācijas asimetrijas teorija,
 - aģentu teorija,
 - uzticēšanās teorija;
2. Zinātniskās literatūras izpēte par:
 - biznesa eņģeļu izpētes metodoloģiju,
 - biznesa eņģeļu investīcijām,

- biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu vadības komandu vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai,
- biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai.

Pētījumā izmantotās metodes

Pētījuma mērķa sasniegšanai un izvirzīto uzdevumu izpildei promocijas darbā tika lietotas šādas pētījumu metodes:

- Monogrāfiskā metode tika lietota dziļai zinātnisko pētījumu izpētei, kas saistīta ar teorijām, kuras izskaidro biznesa eņģeļu investīciju lēmumu pieņemšanas procesu un investīciju kritērijus, kādus biznesa eņģeļi izvirza jaunuzņēmuma dibinātājiem.
- Analīzes metode tika lietota, lai apzinātu un izprastu būtiskākos biznesa eņģeļu izvirzītos investīciju kritērijus, kā arī noteiktu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai nozīmīgumu.
- Ekspertu (augstas kvalifikācijas biznesa eņģeļu) paplašināta intervija tika izmantota, sagatavojot aptaujas lapas biznesa eņģeļu viedokļu noskaidrošanai.
- Biznesa eņģeļu aptaujas metode tika izmantota primārās informācijas iegūšanai par biznesa eņģeļu izmantotajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai.
- Salīdzinošās analīzes metode tika izmantota padziļinātai aptaujas rezultātā iegūto datu izpētei.
- Sintēzes metode tika izmantota analīzes metodes pielietošanas procesā iegūto rezultātu apvienošanai un kopējo secinājumu formulēšanai.
- Ekonometriskās metodes:
 - izmantojot Frīdmena testu (*Friedman test*), tika savā starpā salīdzināti investīciju kritēriju sadalījumi;
 - kārbu diagramma (*box & whisker plot*) ļāva novērtēt respondentu viedokļu atšķirības, mediānu, kā arī augšējās (trešās) un apakšējās (pirmās) kvartiles vērtības;
 - lai novērtētu korelācijas attiecības starp izskatāmajiem biznesa eņģeļu izmantotajiem investīciju kritērijiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanai, tika lietots Spīrmena rangu korelācijas koeficients (*Spearman's rank-order correlation coefficient*);

- statistiski nozīmīgas atšķirības noteikšanai starp dažādu grupu biznesa eņģeļu investīciju kritēriju novērtējumiem tika izmantots Kraskela-Volisa tests (*Kruskal-Wallis test*).
- lai novērtētu jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeņa ietekmi uz biznesa eņģeļu investīciju kritēriju novērtējumu, tika izmantoti Vilkoksona zīmju rangu tests (*related-samples Wilcoxon signed-rank test*) un atkarīgo izlašu zīmju tests (*related-samples sign test*).

Pētījuma zinātniskā novitāte

Promocijas darba ietvaros veiktais pētījums sniedz teorētisku ieguldījumu portfeļa teorijā (*Harry Markowitz portfolio theory*). Izmantojot pētījuma gaitā izstrādātās un piedāvātās rekomendācijas biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai, investori, kuru portfelī tiek paredzētas eņģeļu investīcijas, var padarīt savu investīciju portfeli mazāk riskantu un/vai vairāk ienesīgu. Izmantojot piedāvātos investīciju kritērijus, var nodrošināt lielāku portfeļa stabilitāti, kas ļaus kvalitatīvāk veidot, uzlabot to portfeļa daļu, kas saistīta ar biznesa eņģeļu investīcijām jaunuzņēmumos.

Šī pētījuma ietvaros iegūtais kritērija “biznesa eņģeļu uzticēšanās dibinātājiem” augstais novērtējums apstiprināja iepriekšējo pētījumu autoru viedokli par aģentu konflikta ietekmes iespējas samazināšanu pie nosacījuma, ka starp aģentu un principālu veidojas un attīstās uz uzticēšanos balstītas attiecības, kas noteiktā veidā ir zināms ieguldījums aģentu teorijā.

Šī pētījuma rezultāti sniedz ieguldījumu zinātniskajā literatūrā, jo pirmo reizi tika noteikti pieci būtiskākie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji, kurus biznesa eņģeļi var izmantot pirms pieņemt lēmumu par investēšanu, ir arī veikta šo kritēriju novērtēšana un apzināts to nozīmīgums. Jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma novērtējums parādīja, ka visaugstāk biznesa eņģeļi vērtē kritērija “uzticēšanās dibinātājiem” nozīmīgumu. Nozīmīguma ziņā otrajā un trešajā vietā tika ierindoti dibinātāju profesionālo un uzņēmējdarbības prasmju kritēriji. Ceturtajā nozīmīguma vietā biznesa eņģeļi ir ierindojuši dibinātāju reputācijas kritēriju, bet viszemāk tika novērtētas dibinātāju vadības prasmes. Veiktās aptaujas rezultāti parādīja, ka citi jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji (piemēram, entuziasms un aizrautība, dibinātāju spēja uztvert kritiku, vadošā dibinātāja līderības potenciāls u. c.), kurus šajā pētījumā izteica biznesa eņģeļi novērtējuma procesā ieguva būtiski zemākus vērtējumus salīdzinājumā ar pieciem pētījumam noteiktiem galvenajiem investīciju kritērijiem. (Jāatzīmē, ka apzinātajos iepriekšējos pētījumos biznesa eņģeļu izmantotie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas

kritēriji vai nu netika vērtēti, vai arī tika salīdzināti ar citiem investīciju kritērijiem, kuri neattiecas uz jaunuzņēmumu dibinātāju novērtējuma kritērijiem.)

Šī promocijas darba teorētiskais ieguldījums ir arī tas, ka pētījumā tika formulēts, ka biznesa eņģeļu izmantotie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji var mainīties atkarībā no kultūras (valsts) īpatnībām, un tie var atšķirties atkarībā no valsts ekonomiskās attīstības līmeņa. Pastāvošajā zinātniskajā literatūrā nav konstatēti pētījumi, kuros būtu salīdzināti dažādu valstu biznesa eņģeļu izmantotie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji. Tādējādi varam uzsvērt, ka šis ir pirmais pētījums, kurā salīdzināti dažādu biznesa eņģeļu grupu investīciju kritēriji, kā rezultātā empīriskajā ceļā tika apstiprināti 15–20 gadus iepriekš veikto pētījumu dati par to, ka biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji var atšķirties atkarībā no valstu īpatnībām (Bruton and Ahlstrom, 2003; Bruton et al., 2004; Burke et al., 2008; Naqi and Hettihewa, 2007), kā arī atkarībā no tās valsts iedzīvotāju ienākumu līmeņa, kurā biznesa eņģelis darbojas (Bliss, 1999; Silva, 2004).

Pētījuma praktiskās nozīme

1. Šī pētījuma rezultāti ļauj biznesa eņģeļiem labāk izprast, pēc kādiem investīciju kritērijiem būtu novērtējami jaunuzņēmuma dibinātāji, lai lēmums par investīcijām būtu labāk pamatots, kā arī ļauj izmantot pieredzējušāko biznesa eņģeļu viedokļu analīzē pamatotās investīciju kritēriju vērtēšanas rekomendācijas.
2. Veidojot dibinātāju komandas, jaunuzņēmumu dibinātāji var labāk izprast, kādus vērtēšanas kritērijus biznesa eņģeļi izvirza dibinātājiem, pieņemot lēmumu par investēšanu. Lai atbilstu biznesa eņģeļu izvirzītajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem, šie dibinātāji var vai nu paaugstināt savu kvalifikāciju (to kompetenču un prasmju ietvaros, kur tas ir iespējams), vai arī piesaistīt uzņēmumam dalībniekus ar tādām kvalitātēm, kas pašam jaunuzņēmuma vadošajam dibinātājam ir nepietiekami attīstītas.
3. Jaunuzņēmumu ekosistēmas pārstāvjiem biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju izpratne palīdzēs efektīvāk piesaistīt jaunuzņēmumiem finansējumu un veicināt jaunuzņēmumu izaugsmi un – līdz ar to – visas jaunuzņēmumu ekosistēmas attīstību.
4. Šajā pētījumā izstrādātos ieteikumus jaunuzņēmumu dibinātāju novērtējumam var izmantot arī riska kapitāla fondu vadītāji. To nosaka tas, ka riska kapitāla fondu vadītāji, pieņemot lēmumus par investēšanu, tāpat kā biznesa eņģeļi uzskata, ka jaunuzņēmumu dibinātāji ir viens no būtiskākajiem investīciju kritērijiem.

5. Šī pētījuma rezultātus, lai samazinātu riskus un palielinātu investīciju portfeļa ienesīgumu, varēs izmantot investori, kuru portfelī ir eņģeļu investīcijas.
6. Šī pētījuma ietvaros izstrādātās jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju rekomendācijas, kas domātas biznesa eņģeļiem, varēs kļūt par orientieri nākamajiem pētniekiem, kuriem analogisku pētījumu veikšanas gaitā būs iespēja salīdzināt iegūtos rezultātus ar šā promocijas darba rezultātiem.

Pētījuma (promocijas darba) metodoloģiskā novitāte

Pētnieki, kas savos darbos pievērsuši lielu uzmanību pētniecības metodēm sociālajās zinātnēs (Kluckhohn, 1953; Sjoberg, 1955), ir norādījuši, ka respondentiem ir jābūt salīdzināmiem. Savukārt pētījumos, kuru autori pievērsušies biznesa eņģeļiem (Mason, 2016; Croce et al., 2020), atzīmēts, ka biznesa eņģeļi veido neviendabīgu investoru grupu un ka šī neviendabība var ietekmēt eņģeļu uzvedību un viņu investīciju stratēģiju, bet atšķirības starp biznesa eņģeļiem ir saistītas galvenokārt ar viņu investēšanas un profesionālo pieredzi.

Ņemot vērā minētās atziņas, šī pētījuma ietvaros tiek lietota četru dimensiju respondentu grupēšanas metodoloģija, ar kuras palīdzību tika veikts dažādu biznesa eņģeļu grupu izmantoto jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju salīdzinājums. Šīs pieejas ietvaros biznesa eņģeļi tika sadalīti četrās grupās atkarībā no viņu mītnes valsts, investēšanas pieredzes, investēšanas metodēm (dalība sindikātos vai individuāla investēšana) un biznesa eņģeļu vecuma. Šīs metodikas lietošana ļāva, balstoties uz pieredzējušāko biznesa eņģeļu viedokļiem, izstrādāt rekomendācijas biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanai. Jāatzīmē, ka iepriekšējo pētījumu klāstā ir konstatēts tikai viens darbs, kurā, vērtējot investīciju kritērijus, biznesa eņģeļi tika iedalīti grupās atkarībā no viņu investēšanas pieredzes (Smith et al., 2010), tomēr minētajā pētījumā tika izskatīta tikai viena dimensija, bet mūsu pētījumā tiek izskatītas četras dimensijas.

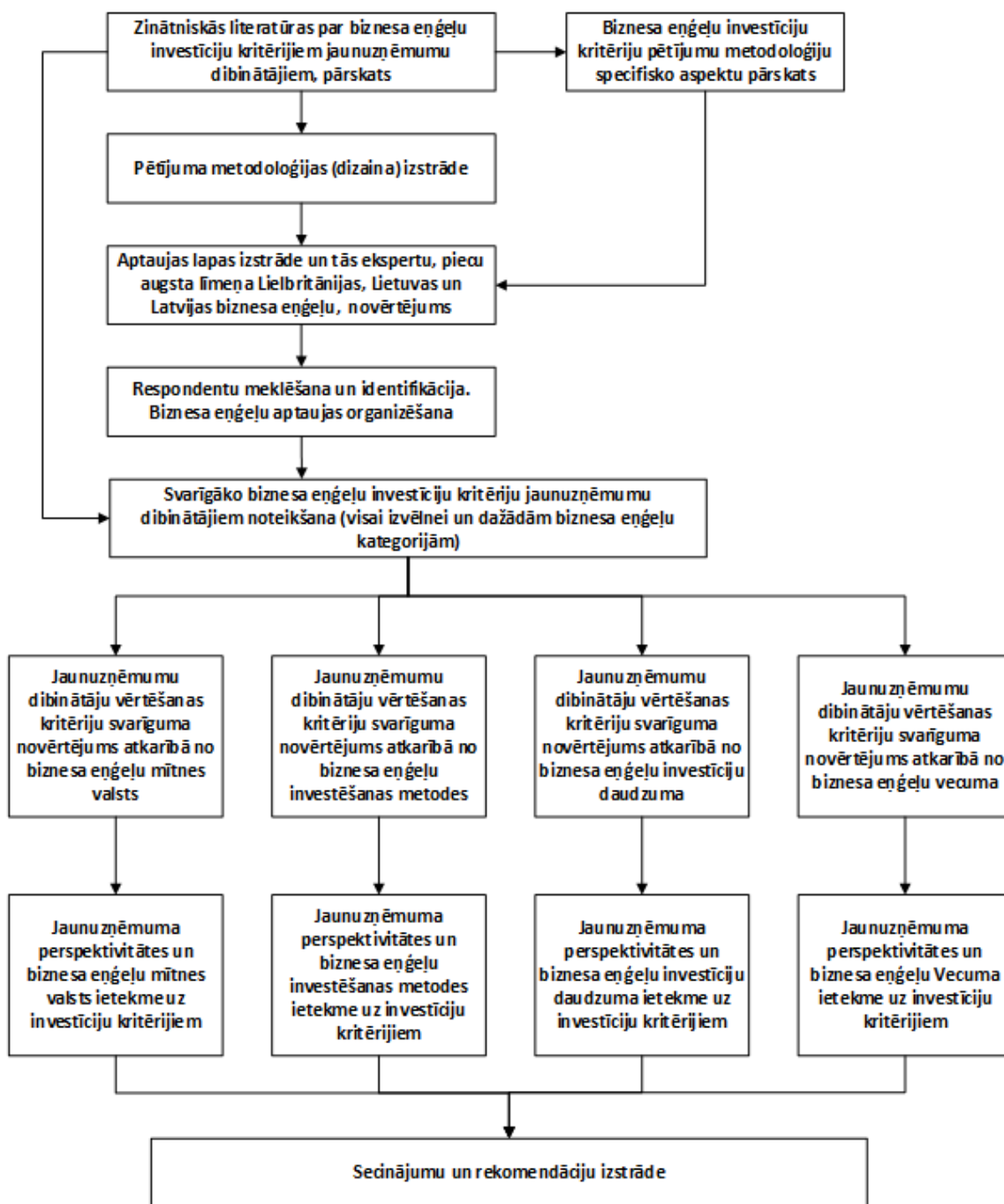
Promocijas darba aizstāvēšanai izvirzītās tēzes

1. Būtiskāko investīciju kritēriju pieciniekā, ko izvirza Eiropas biznesa eņģeļi jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanai, ietilpst uzticēšanās dibinātājiem, dibinātāju uzņēmējdarbības prasmes, profesionālās prasmes, reputācija un dibinātāju vadības prasmes.
2. Biznesa eņģeļu izmantoto jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas būtiskāko kritēriju nozīmīguma līmeņu novērtējumos pastāv statistiski nozīmīgas atšķirības.

3. Būtiskāko investīciju kritēriju pieciniekā visnozīmīgākais investīciju kritērijs Eiropas biznesa eņģeļiem ir uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem, bet vismazāk nozīmīgais – jaunuzņēmumu dibinātāju vadības prasmes.

Pētījuma loģiskā shēma

1. attēlā attēlota šī promocijas darba loģiskā shēma.



1. attēls. Promocijas darba loģiskā shēma

Darba struktūra un apjoms

Promocijas darba pirmajā daļā aplūkoti teorētiskie aspekti un empīriskie pētījumi biznesa eņģeļu investīciju kritēriju jomā. Tiek uzsvērtā biznesa eņģeļu investīciju svarīgā nozīme jaunajam inovāciju uzņēmumam. Biznesa eņģeļu un jaunuzņēmumu dibinātāju attiecības aplūkotas no aģentu teorijas skatpunkta. Parādīta portfeļa teorijas saistība ar biznesa eņģeļu investīcijām. Analizēti iepriekš veikto pētījumu autoru viedokļi par vadības komandas un jaunuzņēmumu dibinātāju novērtējuma svarīgumu, biznesa eņģeļiem pieņemot lēmumu par investēšanu. Turklāt šajā darba daļā tiek analizēti biznesa eņģeļu investīciju kritēriji un veikts šajā jomā pastāvošo zinātnisko pētījumu apkopojums.

Otrajā daļā prezentēta konkrētā pētījuma metodoloģija. Detalizēti aprakstīts, kā tika izstrādāta aptaujas lapa, veikta respondentu atlase, apstrādāti aptaujas rezultāti, kā arī izstrādāts pamatojums respondentu sadalīšanai grupās: kāpēc tas tika darīts un kādās grupās tika sadalīti respondenti aptaujas rezultātu analīzes procesā.

Trešajā daļā prezentēta darba empīriskās izpētes daļa un sniegta iegūto rezultātu interpretācija. Tika noteikti svarīgākie biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji investīciju veikšanai, īstenots biznesa eņģeļu investīciju kritēriju novērtējums, kā arī jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeņa ietekmes uz biznesa eņģeļu investīciju kritērijiem salīdzinājums. Izmantojot Frīdmena testu (*Friedman test*), tika noteiktas respondentu atbilžu atšķirības piecu investīciju kritēriju novērtējuma griezumā. Tika izveidotas kārbu diagrammas (*box & whisker plot*), kuras ļāva novērtēt respondentu viedokļu atšķirības, noteikt mediānu, kā arī augšējās (trešās) un apakšējās (pirmās) kvartiles vērtības. Izmantojot Kraskela-Volisa testu (*Kruskal-Wallis test*), tika veikts statistiski nozīmīgu atšķirību esamības novērtējums starp dažādu grupu biznesa eņģeļu investīciju kritēriju vērtējumiem. Tika izstrādātas arī jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju rekomendācijas biznesa eņģeļiem.

Darba noslēgumā sniegti vispārēji secinājumi, izstrādāti priekšlikumi un formulēti turpmāko pētījumu virzieni.

Promocijas darbs sastāv no 146 pamatteksta lappusēm, 63 tabulām un 2 attēliem. Promocijas darbu papildina 53 pielikumi, kuru mērķis – pamatot un paskaidrot veiktos aprēķinus un izdarītos secinājumus.

Pētījuma svarīgāko rezultātu aprobācija

Pētījuma rezultāti ir aprobēti astoņās starptautiskās zinātniskās konferencēs:

1. LU 77. Starptautiskā zinātniskā konference. 13.02.2019., Rīga, Latvija.
 - Temats: Biznesa eņģeļu aktivitātes novērtējums Centrāleiropā un Austrumeiropā.
2. 12th Annual Scientific Baltic Business Management Conference ASBBMC 2019. 21–23 February 2019, RISEBA. Riga, Latvia.
 - Temats: Measuring Activity of Business Angels in the Baltic States.
3. 3th International Scientific Conference “Sustainable Development: Theory and Practice, 2019”. 4 April 2019, Vytautas Magnus University, Kaunas, Lithuania.
 - Temats: Methodology for Assessing the Business Angels Activity.
4. 20th International Scientific Conference “Economic Science for Rural Development 2019”. 9–10 May 2019, Jelgava, Latvia.
 - Temats: Assessment of Business Angel Activity in Northern European Countries.
5. The 13-th Annual Scientific Baltic Business Management Conference. ASBBMC 2020 “Business and Finance: Multi-perspectives of the Digital Age”. 19 February 2020, BA School of Business and Finance (BASBF). Riga, Latvia.
 - Temats: Assessment of Start-up Companies Founders when Business Angels Make a Decision on Investing.
6. LU 78. Starptautiskā zinātniskā konference. 21.02.2020., Rīga, Latvija.
 - Temats: Evaluation of Business Angels’ Investment Criteria for Start-up Founders.
7. LU 79. Starptautiskā zinātniskā konference. 19.02.2021., Rīga, Latvija.
 - Temats: Quantitative Assessment of Criteria Applied by Business Angels to Start-up Founders
8. 14th Annual Scientific Baltic Business Management Conference ASBBMC 2021 “Economics and Business: Foreseeing Challenges and Opportunities” (virtual conference). 01.06–02.06 2021, RISEBA. Riga, Latvia.
 - Temats: Business Angels' Assessment of Start-up Founders.

Recenzētās publikācijas

Pamatojoties uz veiktā pētījuma rezultātiem, publicēti četri raksti. Publikācijas iekļautas zinātniskajās datu bāzēs *Scopus*, *Science Direct*, *Web of Science*.

1. Fainglozs, L. (2020). Evaluating founders of start-up companies when business angels decide on investment. *Proceedings of the 36th International Business Information Management Association Conference (IBIMA)*. 4–5 November 2020, Granada, Spain, pp. 732–742. Indexed: Web of Sciences.
2. Prohorovs, A., & Fainglozs, L. (2019). Assessment of business angel activity in Northern European countries. *Proceedings of the 20th International Scientific Conference “Economic Science for Rural Development”*, 52, 311–323. Jelgava, LLU ESAF, 9–10 May 2019,
3. Prohorovs, A., Fainglozs, L., & Solesvik, M. (2019). Measuring activity of business angels in Central and Eastern European countries. *Proceedings of the 33rd International Business Information Management Association Conference (IBIMA)*. 10–11 April 2019. Granada, Spain, pp. 2868–2880. Indexed: Scopus.
4. Prohorovs, A., & Fainglozs, L. (2014). Problems of data collection, processing and use of informal venture capital. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 150, pp. 88–96. Elsevier. Indexed: Science Direct, Web of Science.

Visus promocijas darbā izklāstītos zinātniskos rezultātus autors ir ieguvis pats. Publicētajos zinātniskajos darbos, kas izstrādāti līdzautora statusā, ir izmantotas idejas, aprēķini un nostādnes, kas ir autora personīgā darba rezultāts un veido viņa individuālo ieguldījumu.

1. BIZNESA ENĢEĻU INVESTĪCIJU KRITĒRIJU TEORĒTISKIE ASPEKTI

Literatūras avotu atlases un izvērtēšanas rezultātā tika atklātas 25 publikācijas, kuru autori novērtē biznesa enģeļu investīciju piešķiršanas kritērijus pēc to svarīguma. Vairākums autoru (20 no 25) uzskata, ka biznesa enģeļi par vissvarīgāko investīciju piešķiršanas kritēriju atzīst kritēriju “jaunuzņēmuma dibinātāji un vadības komanda”. Nedaudz mazāk kā pusē (11 no 25) pētījumu to autori nošķir dibinātāju un vadības komandas novērtēšanas kritērijus kā atsevišķus. Tas nozīmē, ka vairāk nekā pusē pētījumu autori nepiekrīt investīciju kritērijiem, kuri vienlaikus tiek izvirzīti gan dibinātājiem, gan vadības komandai. Galu galā šāda pieeja var ieviest neskaidrības veikto pētījumu rezultātos.

Izanalizējot tos 11 pētījumus, kuru autori jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju aplūko kā atsevišķu, tika noskaidrots, ka vairākums autoru (septiņas publikācijas) uzskata, ka “jaunuzņēmuma dibinātāji” ir pats svarīgākais kritērijs biznesa enģeļu novērtējumos. Analizējot kritēriju “jaunuzņēmuma dibinātāji”, pētnieki atzīmē tādas aspektus kā līderības kvalitātes, uzņēmēja iepriekšējā pieredze, uzņēmējdarbības motivācija, attiecības starp uzņēmēju un investoriem, uzņēmēja spēja attīstīt savu uzņēmumu, uzņēmēja vadības iemaņas, uzņēmēja personiskie raksturojumi (piemēram, godīgums, uzticamība, mērķtiecība, entuziasms u. c.), uzticēšanās uzņēmējam, vadošā uzņēmēja entuziasms un aizrautība.

Tikai četrus pētījumu autori uzskata, ka kritēriji, kuri ir saistīti ar jaunuzņēmumu dibinātājiem un vadības komandu, biznesa enģeļiem nav būtiski svarīgi investīciju lēmuma pieņemšanai. Kritērijs “dibinātājs un vadības komanda” divos pētījumos ir ierindots investēšanas kritēriju otrajā četriniekā, bet vēl divos pētījumos – vien trešajā četriniekā.

Tam, ka ar dibinātājiem un vadības komandu saistītie kritēriji ir ierindoti 2. un pat 3. kritēriju četriniekā, varētu būt vairāki iemesli, viens no tiem, jādodomā, ir valstu īpatnības, kurās norisinājās pētījumi. Vairāki pētnieki (Bruton and Ahlstrom, 2003; Bruton et al., 2004; Burke et al., 2008; Naqi and Hettihewa, 2007) uzskata, ka biznesa enģeļu investēšanas kritēriji var atšķirties atkarībā no kultūras (valsts) specifiskajām īpatnībām. Cits iemesls varētu būt nelielais biznesa enģeļu skaits, kas piedalījās konkrētajos pētījumos. Piemēram, K. Meisona un M. Stārka pētījumā (Mason and Stark, 2004) piedalījās vien četri biznesa enģeļi, bet D. Smita un kolēģu pētījumā (Smith et al., 2010) biznesa enģeļi tika sadalīti trīs grupās, kur katru grupu pārstāvēja tikai četri biznesa enģeļi.

Atlasīto zinātnisko pētījumu izpētes rezultātā tika noskaidrots, ka kritērijs “jaunuzņēmumu (*start-up*) dibinātāji” ir pats svarīgākais biznesa eņģeļu vērtēšanas kritērijs investīciju lēmumu pieņemšanai (Bachher and Guild, 1996; Brettel, 2003; Harrison and Mason, 2007; Landström, 1998; Mason and Harrison, 1996; Paul et al., 2007; Sudek, 2006). Lai gan biznesa eņģeļu un riska kapitālistu investēšanas kritēriji var atšķirties, Gompersa un kolēģu veiktais apjomīgais pētījums (Gompers et al., 2020) liecina, ka no 885 riska kapitālistiem, kuri piedalījās pētījumā, 95% atzina dibinātāju komandu par svarīgāko investīciju piešķiršanas kritēriju. Analogisku pozīciju pārstāv T. Eisenmans: viņš atzīmē, ka vairums riska kapitālistu saista jaunuzņēmumu neveiksmes ar to dibinātāju trūkumiem un nepilnībām (Eisenmann, 2021).

Sistematizējot problemātiku, kas izstrādāta publicētajos zinātniskajos pētījumos par biznesa eņģeļu investēšanas kritērijiem, kļuva iespējams noteikt līdz šim nepietiekami izpētītus aspektus, kuri saistīti ar biznesa eņģeļu veicamo jaunuzņēmumu dibinātāju novērtējumu (sk. 1.1. tabulu).

1.1. tabula

Nepietiekami izpētītie jautājumi pētījumos, kas veltīti biznesa eņģeļu izmantoto jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju novērtējumam

Izpētes aspekti (nozares)	Publikāciju skaits	Pēdējais publikācijas gads	Valstu skaits, kuras tika aplūkotas pētījumos	Valsts iedzīvotāju ienākumu līmenis (<i>country income level</i>)	Biznesa eņģeļu sadalījums grupās atkarībā no viņu pieredzes
Biznesa eņģeļu izvirzītie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji	11	2010	6	Augsts ieņēmumu līmenis (<i>high income level</i>)	Sadalījums veikts tikai vienā pētījumā

Avots: autora izstrādne, pamatojoties uz iepriekš publicētajiem pētījumiem par biznesa eņģeļu izvirzītajiem investīciju kritērijiem

1.1. tabulā ir atspoguļots rezumējums promocijas darba autora veiktajam zinātnisko pētījumu pārskatam, kā rezultātā iespējams uzskatāmi konstatēt pētījumu deficītu par biznesa eņģeļu izvirzītajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai (ir atlasītas tikai 11 publikācijas). Jāatzīmē, ka no atlasītajām vienpadsmit publikācijām tikai septiņās autori skaidri apraksta jaunuzņēmumu dibinātāju izmantotos vērtēšanas kritērijus investīciju veikšanai. Trīs publikāciju autori uzskata dibinātājus par

vienu no svarīgākajiem investīciju kritērijiem un salīdzina šos kritērijus ar citiem kritērijiem (piemēram, produkts, tirgus, finanšu potenciāls utt.). Relevantas zinātniskās literatūras sistematizācija ļāva konstatēt piecus būtiskākos investīciju kritērijus, kurus biznesa eņģeļi izvirza jaunuzņēmumu dibinātājiem. Šie kritēriji ir jaunuzņēmumu dibinātāju uzņēmējdarbības, vadības un profesionālās prasmes, dibinātāju reputācija, kā arī biznesa eņģeļu uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem. Svarīgi atzīmēt, ka iepriekš veikto pētījumu autori savos darbos visbiežāk piemin tādus biznesa eņģeļu investīciju kritērijus kā uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem, jaunuzņēmumu dibinātāju profesionālās un vadības prasmes. Pamatojoties uz to, tika izvirzīta hipotēze, ka trīs visnozīmīgākie biznesa eņģeļu izvirzītie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji ir uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem, jaunuzņēmumu dibinātāju profesionālās prasmes un vadības prasmes.

Jānorāda, ka netika atrasts neviens pētījums, kas būtu koncentrēts tieši uz biznesa eņģeļu izvirzītajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai. Visos atlasītajos pētījumos veikta tikai dibinātājiem izvirzīto kritēriju novērtējumu salīdzināšana ar citiem investīciju kritērijiem.

Vēl viens nepietiekami izpētīts jautājums ir saistīts ar to, ka no vienpadsmit analizētajiem pētījumiem četri tika veikti laika posmā no 1988. līdz 1998. gadam, bet septiņi pētījumi – laika posmā no 2006. līdz 2010. gadam. Tādējādi var secināt, ka šajos pētījumos nav atspoguļotas mūsdienīgās biznesa eņģeļu investēšanas tendences. K. Meisons un kolēģi uzskata: šī problēma ir saistīta ar to, ka pēc 2010. gada rodas biznesa eņģeļu sindikāti un pastiprinās tendence, ka biznesa eņģeļi investē, darbojoties grupās un sindikātos (Mason et al., 2013). Analogisks viedoklis pausts arī citos pētījumos (British Business Bank, 2018; Fassel and Schenk, 2018), kuros atzīmēts, ka mūsdienu apstākļos vairāk nekā pusi investīciju apjoma biznesa eņģeļi īsteno sindikātu sastāvā. Ir vietā norādīt, ka biznesa eņģeļu sindikātu investīciju kritēriji atšķiras no individuāli investējošo biznesa eņģeļu kritērijiem (Carpentier and Suret, 2015). Tādu pašu viedokli pārstāv Stefano Bonini un kolēģi, kuri atzīmē, ka piederība eņģeļu kopienai ietekmē biznesa eņģeļu investīciju lēmumus (Bonini et al., 2019); šie autori arī uzskata, ka, pateicoties kopīgajai investēšanai sindikātu ietvaros, biznesa eņģeļi var būtiski samazināt savus riskus un apmainīties ar informāciju, kas ietekmē viņu investīciju lēmumus.

Nepieciešams atzīmēt, ka šī promocijas darba ietvaros analizētie 11 zinātniskie pētījumi tika veikti ierobežotā valstu skaitā (ASV, Kanāda, Lielbritānija, Zviedrija, Vācija un Beļģija), galvenokārt tās ir Ziemeļamerikas un Rietumeiropas valstis. Ne viens vien pētnieks savos darbos atzīmē, ka biznesa eņģeļu investīciju kritēriji var mainīties atkarībā

no kultūras (valsts) īpatnībām (Bruton and Ahlstrom, 2003; Bruton et al., 2004; Burke et al., 2008; Naqi and Hettihewa, 2007). Tādējādi iepriekš veikto zinātnisko pētījumu pārskats ir ļāvis noteikt nepietiekamu pētniecisko uzmanību saņēmušos jautājumus biznesa eņģeļu investīciju kritēriju izpētē jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanai ārpus Ziemeļamerikas un Rietumeiropas robežām.

Turklāt jāatzīmē, ka pastāvošajā zinātniskajā literatūrā tiek īpaši uzsvērts: biznesa eņģeļu investīciju kritēriji atšķiras atkarībā no valsts ekonomiskās attīstības līmeņa (Bliss, 1999; Silva, 2004). Saskaņā ar Pasaules Bankas klasifikāciju valstis, kurās ienākums uz vienu iedzīvotāju (*Gross National Income (GNI) per capita*) pārsniedz 12 375 dolārus, pieder pie valstu grupas ar augstu iedzīvotāju ienākumu līmeni (World Bank Blogs, 2019; Worldpopulationreview.com, 2019). Attiecīgi varam secināt, ka visās 11 publikācijās pētītās valstis pieder valstu grupai ar augstu ienākumu līmeni (ASV, Kanāda, Lielbritānija, Zviedrija, Vācija un Beļģija). “Nabadzīgākajā” no tām – Beļģijā – 2019. gadā ienākumu līmenis uz iedzīvotāju sasniedza 47350 dolāru (World Bank, 2019; Worldpopulationreview.com, 2019), kas 3,8 reizes pārsniedz šā rādītāja apakšējo robežu. Jāatzīmē arī, ka saskaņā ar Pasaules Bankas datiem (World Bank, 2019) valstu grupā ar augstu iedzīvotāju ienākumu līmeni ietilpst 67 pasaules valstis. Tomēr 49 no šīs grupas valstīm (t. i., 73% valstu ar augstu ienākumu līmeni), ieskaitot Latviju, Lietuvu un Igauniju, ienākumu līmenis ir 12375–47350 dolāri. Tādējādi varam apgalvot, ka pastāv pētījumu nepilnības un nepietiekami izpētīti jautājumi par biznesa eņģeļu investīciju kritēriju problemātiku valstīs ar zemu ienākumu līmeni, valstīs, kurās ienākumu līmenis ir zemāks par vidējo, valstīs, kurās ienākumu līmenis ir augstāks par vidējo, kā arī valstīs, kurās ienākumu līmenis ir augsts, bet atrodas intervālā no 12375 līdz 47350 dolāriem. Varam secināt, ka nepietiekami izpētītie jautājumi lielā mērā attiecas uz Centrāleiropas un Austrumeiropas (tostarp Baltijas) valstīm.

Vēl viens nepietiekami izpētītais jautājums ir saistīts ar to, ka biznesa eņģeļi ir visai neviendabīga investoru grupa, un šis neviendabīgums var ietekmēt viņu uzvedību un investīciju stratēģijas (Croce et al., 2020; Mason, 2016). Kā uzsvērts vienā no pētījumiem (Croce et al., 2020), atšķirības starp biznesa eņģeļiem ir saistītas ar viņu profesionālo un investīciju pieredzi. Izpētot literatūru par promocijas darba tēmu, tika atrasta tikai viena publikācija, kurā biznesa eņģeļu investīciju kritēriji tika novērtēti atkarībā no viņu investēšanas pieredzes (Smith et al., 2010). Arī šajā vienīgajā pētījumā uzmanība pievērsta tikai vienas valsts – Lielbritānijas – biznesa eņģeļiem, kuri iedalīti trīs grupās (katrā no tām analizēti vien četru biznesa eņģeļu izteiktais viedoklis) atkarībā no viņu investēšanas pieredzes. Ņemot vērā gan apstākli, ka minētais pētījums tika veikts uz vienas valsts

biznesa eņģeļu viedokļa pamata, gan arī nelielo respondentu skaitu, iegūtos rezultātus nevar uzskatīt par pietiekami precīziem un relevantiem, lai tos pilnvērtīgi izmantotu, veicot salīdzinājumu ar citu valstu biznesa eņģeļu viedokļiem (Smith et al., 2010).

Veiktā zinātniskās literatūras apskata ietvaros ir izdevies noskaidrot attiecības starp biznesa eņģeļiem un jaunuzņēmumu dibinātājiem no aģentu teorijas skatupunkta. Rezultātā varam secināt, ka zinātniskajā literatūrā aprakstīto aģentu konflikta ietekmi var būtiski mazināt, ja biznesa eņģeļi korekti novērtē jaunuzņēmuma dibinātājus. Aplūkotajā zinātniskajā literatūrā bija atspoguļota biznesa eņģeļu investīciju saistība arī ar portfeļa teoriju (Markowitz, 1952; Markowitz, 1959). Darbā iztīrītie zinātniskie pētījumi liecina: lai paaugstinātu investēšanas efektivitāti, biznesa eņģeļiem ir jāaplūko savas investīcijas no portfeļa teorijas viedokļa un jānosaka optimālais līdzsvars starp ienesīgumu un risku.

Nākamajā darba daļā tiek izstrādāta pētījuma metodoloģija. Tiek sniegts detalizēts aptaujas lapas izveides skaidrojums, tas, kādā veidā tika veikta respondentu atlase, kā tika apstrādāti aptaujā iegūtie rezultāti, kā arī sniegts pamatojums tam, kādēļ un pēc kāda principa un kādās grupās tika sadalīti respondenti anketēšanas rezultātu analīzes gaitā. Izstrādātā metodoloģija ļāva noteikt būtiskākos biznesa eņģeļu izmantotos investīciju kritērijus jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanai, veikt šo investīciju kritēriju nozīmīguma novērtējumu, kā arī noteikt un salīdzināt jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeņa ietekmi uz biznesa eņģeļu izmantoto investīciju kritēriju jaunuzņēmumu dibinātājiem vērtējumu.

2. PĒTĪJUMA METODOLOĢIJA

2.1. Aptaujas izveide

Lai noteiktu jaunuzņēmumu dibinātāju novērtējuma līmeni, pie kura biznesa eņģeļi ir gatavi investēt jaunuzņēmumā, tika izstrādāta aptaujas lapa un veikta biznesa eņģeļu aptauja. Aptaujas lapas izstrāde sastāvēja no diviem posmiem. Pirmajā posmā, pamatojoties uz esošo, ar biznesa eņģeļu investīciju kritērijiem saistīto zinātnisko literatūru, tika formulēti aptaujas jautājumi. Jāatzīmē, ka iepriekš veiktajos pētījumos ir uzziets vairāk nekā 200 dažādu biznesa eņģeļu investīciju kritēriju, tomēr nav izdevies atrast publikācijas, kurās būtu akcentēti investīciju kritēriji, kas paredzēti tieši jaunuzņēmumu dibinātāju novērtēšanai.

Tādēļ, pamatojoties uz iepriekšējos pētījumos konstatētajiem jaunuzņēmumu dibinātāju novērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai, tika veikta kritēriju grupēšana un definēti pieci nozīmīgākie investīciju kritēriji (uzņēmējdarbības prasmes, profesionālās prasmes, vadības prasmes, dibinātāju reputācija, kā arī biznesa eņģeļu uzticēšanās jaunuzņēmuma dibinātājiem).

Otrajā izstrādes posmā aptaujas jautājumi tika aprobežoti un saskaņoti ar ekspertiem. Ekspertu lomā tika piesaistīti pieci augsta kvalifikācijas līmeņa biznesa eņģeļi no Lielbritānijas, Lietuvas un Latvijas. Pārrunas ar šiem ekspertiem ļāva apstiprināt nozīmīgāko investīciju kritēriju aktualitāti.

2.2. Respondentu atlase

Nākamais pētījuma posms bija saistīts ar respondentu (biznesa eņģeļu) meklēšanu un atlasīšanu. Daudzi pētnieki īpaši atzīmē, ka pastāv ierobežota pieeja informācijas iegūšanai par riska kapitāla industriju, tostarp arī par neformālajiem investoriem, kuru kopai var piepulcēt arī biznesa eņģeļus (Avdeitchikova, 2012; Kraemer-Eis et al., 2012; Laboratory of Analytical and Strategic Studies, 2010; Lauza, 2012; Mason and Harrison, 2015; Vanags et al., 2010). Ir jāatzīmē arī biznesa eņģeļu grupas nelielais skaitliskais sastāvs attiecībā pret iedzīvotāju kopskaitu valstī. Piemēram, Latvijā 2019. gadā redzamā biznesa eņģeļu daļa attiecībā pret iedzīvotāju kopskaitu veido 0,004% (EBAN, 2019). Šis ierobežojums izslēdz iespēju, veicot redzamā biznesa eņģeļu tirgus izpēti, izmantot gadījumrakstura (*random*) izlases metodi. Tas arī izskaidro, kādēļ lielākajā daļā pētījumu par biznesa eņģeļu izvirzītajiem kritērijiem respondentu bāze ir relatīvi neliela. Jāatzīmē, ka šā promocijas darba ietvaros tika veikta visu pētījumu analīze, kuros līdztekus citiem

biznesa eņģeļu investīciju kritērijiem tikuši izskatīti jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji investīciju veikšanai (sk. 2.1. tabulu).

2.1. tabula

Respondentu (biznesa eņģeļu) skaits iepriekšējos pētījumos par biznesa eņģeļu investīciju kritērijiem

Pētījumu autori	Respondentu skaits
Haar et al. (1988)	121
Sudek (2006)	72
Brettel (2003)	48
Landström (1998)	44
Harrison & Mason (2007)	40
Mason & Harrison (1996)	31
Paul et al. (2007)	30
Ludvigsen (2009)	24
Bachher & Guild (1996)	20
Smith et al. (2010)	12
Mason & Stark (2004)	4

Avots: autora izstrādne uz iepriekš veikto biznesa eņģeļu investīciju kritēriju pētījumu analīzes pamata

Analīzes gaitā tika konstatēts, ka iepriekš veiktajos biznesa eņģeļu investīciju kritēriju pētījumos respondentu skaits ir bijis ļoti atšķirīgs – no 4 līdz 121 (sk. 2.1. tabulu). 2.1. tabulā apkopotie dati liecina: lai nepazeminātu respondentu kvalitāti, biznesa eņģeļu pētnieki ir spiesti savos pētījumos izmantot ierobežotu respondentu daudzumu. Jāatzīmē, ka literatūras atlases un izpētes gaitā tika konstatēti pētījumi, kuru autori, lai palielinātu respondentu kopējo skaitu, izmantojuši *GEM (Global Entrepreneurship Monitor)* datus. Tomēr, īstenojot šādu pieeju, faktiski tiek pazemināta iegūto rezultātu kvalitāte, jo *GEM* pārskatos lietotā neformālo investoru definīcija neatbilst EBAN sniegtajam biznesa eņģeļu formulējumam. Šī problēma atspoguļota, piemēram, visvairāk citētā biznesa eņģeļu pētnieka Kolina Meisona darbā (Mason, 2016), kur viņš atzīmē, ka *GEM* dati nedefinē biznesa eņģeļus, tādēļ šie dati nebūtu izmantojami biznesa eņģeļu darbības novērtējumam.

Ņemot vērā minētos apsvērumus, šī promocijas darba ietvaros respondentu (biznesa eņģeļu) meklēšanai tika izmantoti šādi kanāli:

- biznesa eņģeļu tīklu kontakti, kas norādīti Eiropas Biznesa Eņģeļu Tīkla (EBAN) tīmekļa vietnē;
- Eiropas biznesa eņģeļu asociāciju un tīklu vietnes;
- meklēšana *LinkedIn* tīklā pēc tēmtura “biznesa eņģelis”;

- Latvijas Biznesa eņģeļu tīkls (LatBAN);
- Lietuvas un Igaunijas biznesa eņģeļu asociācijas (LitBAN un EstBAN);
- Starptautiskais biznesa klubs *Changer*.

Jāatzīmē, ka pirms aptaujas nosūtīšanas respondentiem (biznesa eņģeļiem), tika veikta detalizēta respondentu noteikšana ar mērķi noskaidrot un pārliecināties, vai viņi tiešām ir biznesa eņģeļi. Vispirms profesionālajos kanālos tika noteikti potenciālie respondenti, pēc tam viņiem tika nosūtīti personiski adresēti jautājumi, lai pārliecinātos, vai viņi tiešām ir biznesa eņģeļi. Šīs atlases rezultātā aptaujas lapas tika nosūtītas tikai tiem respondentiem, kuri apstiprināja, ka viņi patiešām ir biznesa eņģeļi un atbilst EBAN (*European Business Angels Network*) definīcijas nosacījumiem. Jāatzīmē, ka vienlaikus ar saiti uz aptauju biznesa eņģeļiem tika nosūtīta arī pavadvēstule, kurā tika uzsvērts šā pētījuma nozīmīgums un mērķis, kā arī sniegts solījums garantēt respondentu personas datu konfidencialitāti. Tādējādi nosacījumam atbilstošajiem biznesa eņģeļiem tika nosūtītas 679 aptaujas lapas, bet atpakaļ saņemtas 123 aizpildītas, bet 7 no tām tika no analīzes izslēgtas, jo bija aizpildītas nepilnīgi. Rezultātā respondentu viedokļu analīzei tika reāli izmantotas tikai 116 pilnībā aizpildītas aptaujas lapas, kas tika saņemtas no 26 dažādu Eiropas valstu biznesa eņģeļiem. Respondentu kopumā visplašāk bija pārstāvēti Latvijas biznesa eņģeļi (38 personas jeb 64% no redzamo Latvijas biznesa eņģeļu kopskaita).

Jāatzīmē, ka aptaujāto respondentu (biznesa eņģeļu) skaita ziņā šis promocijas darbs ir otrais plašākais (sk. 2.1. tabulu), bet to pētījumu vidū, kas veikti pēc 2010. gada, kad mainījās biznesa eņģeļu investēšanas tendence, šajā pētījumā ir piedalīties vislielākais biznesa eņģeļu skaits (sk. 2.1. tabulu).

2.3. Biznesa eņģeļu grupēšanas iemesli un veidi

Iemesls biznesa eņģeļu sadalīšanai grupās ir zinātniskās literatūras pārskata laikā konstatētie nepietiekami izpētītie jautājumi. Kā atzīmē pētnieki (Croce et al., 2020), biznesa eņģeļi veido neviendabīgu investoru grupu, un šī neviendabība var būtiski ietekmēt to uzvedību un investīciju stratēģijas. Tomēr autora aplūkoto iepriekš veikto pētījumu klāstā ir konstatēta tikai viena publikācija, kurā novērtēti dažādu biznesa eņģeļu grupu investīciju kritēriji. Tādēļ šī pētījuma ietvaros tika izmantota respondentu četru dimensiju grupēšanas metodoloģija, kuras ietvaros tika veikts jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai salīdzinājums dažādām biznesa eņģeļu grupām. Biznesa eņģeļi tika grupēti pēc to mītnes valstīm, investēšanas pieredzes, investēšanas metodēm un biznesa eņģeļu vecuma.

2.4. Biznesa eņģeļu izmantotie būtiskākie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji un to apzināšana

Lai noskaidrotu svarīgākos jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijus, tika veikta respondentu (biznesa eņģeļu) atbilžu analīze par viņu piekrišanu vai nepieņemšanu apgalvojumam, ka jaunuzņēmumu dibinātāju uzņēmējdarbības, vadības un profesionālās prasmes, dibinātāju reputācija, kā arī biznesa eņģeļu uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem ir pieci visnozīmīgākie investīciju kritēriji.

Par katru no piedāvātajiem investīciju kritērijiem tika novērtēts kopējais pozitīvo atbilžu skaits un aprēķināta tā biznesa eņģeļu daļa, kas piekrīt apgalvojumam, ka jaunuzņēmumu dibinātāju uzņēmējdarbības, vadības un profesionālās prasmes, kā arī biznesa eņģeļu uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem un dibinātāju reputācija ir pieci visnozīmīgākie investīciju kritēriji. Iegūtais rezultāts ļauj novērtēt kritēriju nozīmīgumu un piešķirt tiem noteiktu vietu svarīguma līmeņa reitingā.

Tālāk tika veikta to respondentu (biznesa eņģeļu), kuri nepiekrīt nule minētajam apgalvojumam, piedāvāto kritēriju analīze. Šīs analīzes gaitā tika noteikti papildu kritēriji, kurus biznesa eņģeļi uzskata par svarīgiem, novērtējot jaunuzņēmumu dibinātājus investēšanas lēmuma pieņemšanas procesā. Līdzās šo papildu kritēriju apkopojumam tika novērtēts to pieminējumu biežums iepriekšējos pētījumos un tika aprēķināta to biznesa eņģeļu daļa, kas uzskata šos kritērijus par svarīgākajiem, novērtējot jaunuzņēmumu dibinātājus. Piedāvātā pieeja ļauj salīdzināt papildu kritēriju nozīmīguma līmeni (pieminējumu biežumu) salīdzinājumā ar mūsu sākotnēji piedāvātajiem kritērijiem (jaunuzņēmuma dibinātāju uzņēmējdarbības, vadības un profesionālās prasmes, kā arī biznesa eņģeļu uzticēšanās jaunuzņēmuma dibinātājiem un dibinātāju reputācija). Gadījumos, kad kāds no jaunizvirzītajiem kritērijiem atkārtojas bieži, būtu nepieciešams tos iekļaut svarīgāko investīciju kritēriju skaitā.

Nākamajā pētnieciskās darbības posmā tika veikts šī pētījuma gaitā noskaidroto svarīgāko investīciju kritēriju reitingu salīdzinājums ar citu pētnieku iepriekš veikto pētījumu rezultātiem. Iepriekšējos pētījumos noteikto investīciju kritēriju reitingu novērtējums tika veikts, pamatojoties uz šo kritēriju pieminējumu biežumu.

Lai salīdzinātu mītnes valsts, investīciju pieredzes, investēšanas metodes un biznesa eņģeļu vecuma ietekmi uz investīciju kritēriju nozīmīgumu, katrai no norādītajām grupām tika noteikts pozitīvo atbilžu kopskaits un aprēķināta tā biznesa eņģeļu daļa, kura piekrīt pētījumā piedāvāto kritēriju augstajam nozīmīguma līmenim. Iegūtais rezultāts ļāva noteikt kritērija reitingu, proti, tā svarīguma pakāpi katrā pētījumā analizētajā biznesa eņģeļu grupā.

2.5. Biznesa eņģeļu izmantoto jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma novērtējums

Šajā sadaļā piedāvātā pieeja ļaus novērtēt investīciju kritēriju nozīmīgumu un pārbaudīt pētījumā izvirzīto hipotēzi.

Lai pārvērstu investīciju kritēriju nozīmīguma kvalitatīvos novērtējumus kvantitatīvos novērtējumos, respondentiem aptaujas ietvaros tika uzdoti slēgtie jautājumi par jaunuzņēmumu dibinātāju katra vērtēšanas kritērija minimālo vērtējuma līmeni, pie kura biznesa eņģeļi būtu gatavi investēt jaunuzņēmumā. Piedāvātie atbilžu varianti saskaņā ar Likerta skalu (*Likert scale*) tika izkārtoti vērtējumos no “zems vērtējums” līdz “ļoti augsts vērtējums”. Lai pārietu uz kvantitatīvo vērtējumu, respondentu atbildēm tika piešķirtas balles, vērtībā no 1 līdz 6 (sk. 2.2. tabulu).

2.2. tabula

Respondentu (biznesa eņģeļu) kvalitatīvo vērtējumu pārveidošana kvantitatīvā vērtējumā

Respondentu atbilžu kvalitatīvais vērtējums pēc Likerta skalas	Respondentu atbilžu kvantitatīvais vērtējums
Zems vērtējums	1 balle
Vērtējums zemāks par vidējo	2 balles
Vidējs vērtējums	3 balles
Vērtējums augstāks par vidējo	4 balles
Augsts vērtējums	5 balles
Ļoti augsts vērtējums	6 balles

Šāda pieeja ļauj aprēķināt vidējo baļļu skaitu un standarta novirzi katram investīciju kritērijam un iegūtos rādītājus savstarpēji salīdzināt. Vidējo baļļu un standarta novirzes salīdzinājums katram investīciju kritērijam tika veikts sākumā visiem respondentiem kopā, bet pēc tam arī atsevišķi katrai respondentu grupai (sadalījumā pēc respondentu mītnes valsts, investēšanas pieredzes, investēšanas metodes un biznesa eņģeļu vecuma). Turklāt darbā tika izveidotas kārbu diagrammas (*box & whisker plot*), tās ļāva novērtēt respondentu viedokļu atšķirības, mediānu, kā arī augšējās (trešās) un apakšējās (pirmās) kvartiles vērtības.

Respondentu atbilžu atšķirību novērtēšanai piecu investīciju kritēriju griezumā tika lietots Frīdmena tests (*Friedman test*). Šis tests sniedza iespēju novērtēt, vai investīciju kritēriju sadalījumi statistiski nozīmīgi atšķiras, kā arī iespēju pārbaudīt, vai arī investīciju kritēriju novērtējumu atšķirības nav statistiskās kļūdas rezultāts. Frīdmena tests tika

īstenots kā visai respondentu kopai, tā arī atsevišķi katrai respondentu grupai (sadalījumā pēc respondentu mītnes valsts, investēšanas pieredzes, investēšanas metodes un biznesa eņģeļu vecuma).

Statistiski nozīmīgas atšķirības noteikšanai starp dažādu grupu biznesa eņģeļu investīciju kritēriju novērtējumiem tika izmantots Kraskela–Volisa (*Kruskal–Wallis test*) tests.

Frīdmana un Kraskela–Volisa testu izvēle bija saistīta ar to, ka šie ir neparametriskie testi, un tie bija izmantojami, jo aptaujas gaitā tika lietota Likerta skala. Turklāt neparametriskie testi tiek pielietoti mazo grupu novērtēšanai, arī tas pozitīvi ietekmēja pētījuma metožu izvēli.

Lai analizētu korelācijas sakarības starp aplūkotajiem biznesa eņģeļu izmantotajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai, tika aprēķināts Spīrmena korelācijas koeficients (*Spearman's rank correlation coefficient*).

Jāatzīmē, ka visi statistiskie testi tika veikti pie nosacījuma, ka biznesa eņģeļi novērtē jaunuzņēmuma tirgus perspektīvas kā ļoti augstas. Šāds lēmums tika pieņemts tādēļ, ka vistipiskākā situācija biznesa eņģeļu lēmumam investēt ir investēšana jaunuzņēmumos ar ļoti augstām tirgus perspektīvām.

Visi statistiskie testi tika veikti sociālo zinātņu statistiskās analīzes programmā SPSS.

2.6. Novērtējums jaunuzņēmumu perspektivitātes līmeņa ietekmei uz biznesa eņģeļu izmantotajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem

Lai novērtētu jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeņa ietekmi uz biznesa eņģeļu izmantotajiem investīciju kritērijiem, tika veikts visu iegūto vidējo vērtējumu salīdzinājums ballēs katram no investīciju kritērijiem, ņemot vērā potenciāli augstu un ļoti augstu jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeni.

Lai statistiski novērtētu jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeņa ietekmi uz biznesa eņģeļu lietoto investīciju kritēriju novērtējumu, tika izmantots Vilkoksona tests (*related-samples Wilcoxon signed rank test*) un atkarīgo izlašu zīmju tests (*related-samples sign test*). Vilkoksona tests tika lietots, kad respondentu atbilžu starpība (atkarībā no jaunuzņēmumu perspektivitātes) bija simetriska, savukārt atkarīgo izlašu zīmju tests – gadījumos, kad respondentu atbilžu starpība (atkarībā no jaunuzņēmumu perspektivitātes) nebija simetriska. Respondentu atbilžu starpības simetriskuma pārbaudei tika pielietots asimetrijas koeficients.

Respondentu viedokļu salīdzinājums jaunuzņēmuma augstas un ļoti augstas perspektivitātes apstākļos vispirms tika veikts visai respondentu kopai, bet vēlāk arī atsevišķi katrai respondentu grupai (sadalījumā pēc respondentu mītnes valsts, investēšanas pieredzes, investēšanas metodes un biznesa eņģeļu vecuma).

3. BIZNESA EŅĢEĻU IZMANTOTIE KRITĒRIJI JAUNUZŅĒMUMU DIBINĀTĀJU VĒRTĒŠANAI UN ŠO KRITĒRIJU ANALĪZE

3.1. Biznesa eņģeļu izmantotie kritēriji jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanai un šo kritēriju apzināšana

3.1. tabulā ir apkopotas respondentu (biznesa eņģeļu) atbildes jautājumā par viņu piekrišanu apgalvojumam, ka jaunuzņēmumu dibinātāju uzņēmējdarbības, vadības un profesionālās prasmes, kā arī biznesa eņģeļu uzticēšanās dibinātājiem, un dibinātāju reputācija ir pieci būtiskākie investīciju kritēriji. Ir aprēķināts arī to biznesa eņģeļu īpatsvars, kuri piekrīt piedāvāto investīciju kritēriju svarīgumam. Tāpat šajā tabulā ir aprēķināts katra kritērija nozīmīguma līmeņa iekšējais reitings.

3.1. tabula

To biznesa eņģeļu kopskaits un īpatsvars, kuri piekrīt apgalvojumam, ka pieci piedāvātie investīciju kritēriji ir paši nozīmīgākie investēšanas lēmuma pieņemšanā

Kritēriji	Biznesa eņģeļu skaits	Biznesa eņģeļu īpatsvars	Reitings
Uzņēmējdarbības prasmes	110	94,8%	1
Profesionālās prasmes	105	90,5%	2
Uzticēšanās	103	88,8%	3
Vadības prasmes	91	78,4%	4
Reputācija	85	73,3%	5

Avots: autora veiktie aprēķini, pamatojoties uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātiem.

Rezultāti, kurus atspoguļo 3.1. tabula, liecina, ka no tiem, kas piedalījās šajā pētījumā, lielākā biznesa eņģeļu daļa par visnozīmīgāko investīciju kritēriju (jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanā) atzina jaunuzņēmumu dibinātāju uzņēmējdarbības prasmes, tām seko dibinātāju profesionālās prasmes, biznesa eņģeļu uzticēšanās dibinātājiem, vadības prasmes un dibinātāju reputācija.

Lai gan no visiem 116 respondentiem, kas piedalījās šajā pētījumā, 54 respondenti nepiekrita vismaz viena no piecu piedāvāto kritēriju nozīmīgumam, tikai 11 respondenti atsaucās ierosinājumam papildināt jaunuzņēmumu dibinātāju būtiskāko vērtēšanas kritēriju sarakstu. 3.2. tabulā ir atspoguļoti kritēriji, kurus piedāvāja tie respondenti (biznesa eņģeļi), kuri nepiekrita apgalvojumam, ka jaunuzņēmumu dibinātāju uzņēmējdarbības, vadības un profesionālās prasmes un īpašības, kā arī biznesa eņģeļu uzticēšanās dibinātājiem un dibinātāju reputācija ir pieci nozīmīgākie investīciju kritēriji.

Respondentu (biznesa eņģeļu) skaits, kuri piedāvāja papildu investīciju kritērijus jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanai

Respondentu piedāvātie kritēriji	Biznesa eņģeļu skaits, kuri piedāvāja šo kritēriju	To biznesa eņģeļu īpatsvars, kuri piedāvāja šo kritēriju
Iesaistīšanās projektā 24/7	2	1,72%
Iepriekšēja pieredze nozarē	2	1,72%
Gatavība darboties komandā	2	1,72%
Plašs redzesloks	2	1,72%
Gatavība pārmaiņām	1	0,86%
Prasme “pārdot” savu ideju	1	0,86%
Stratēģija (vīzija)	1	0,86%
Līderība	1	0,86%
Entuziasms un aizrautība	1	0,86%

Avots: autora veiktie aprēķini, pamatojoties uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātiem.

3.2. tabulā atspoguļoto datu analīze parāda, ka papildu kritēriju atkārtotās biežums ir samērā zems, un nevienā no kritērijiem tas nepārsniedz 1,72%. Tādēļ tiek atzīts, ka respondentu ieteiktie papildu kritēriji nav iekļaujami investīciju veikšanai paredzētās jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas nozīmīgāko kritēriju sarakstā.

Pamatojoties uz 3.1. un 3.2. tabulās prezentētajiem datiem, varam secināt, ka, biznesa eņģeļiem, veicot jaunuzņēmumu dibinātāju novērtējumu, paši nozīmīgākie ir šādi pieci investīciju kritēriji: uzņēmējdarbības prasmes, profesionālās prasmes, vadības prasmes, biznesa eņģeļu uzticēšanās dibinātājiem un jaunuzņēmumu dibinātāju reputācija.

3.2. Biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma novērtējums

Biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma kvantitatīvajam novērtējumam tika veikta pārveidošana no Likerta skalas uz respondentu (biznesa eņģeļu) atbilžu novērtējuma ballēm (sk. 2.2. tabulu). Pēc tam, tika veikts vidējo baļļu aprēķins katram atsevišķajam investīciju kritērijam un iegūto rezultātu salīdzinājums. Biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma novērtējums, kurš iegūts uz visu respondentu atbilžu analīzes pamata, sniegts 3.3. tabulā.

Ja salīdzinām investīciju kritēriju nozīmīguma līmeni, kurš ir atspoguļots 3.3. tabulā, ar kritēriju reitingiem no 3.1. tabulas, varam novērot ievērojamas atšķirības investīciju kritēriju nozīmīgumā. Šīs atšķirības var būt saistītas ar to, ka 3.1. tabulas reitingi demonstrē tikai biznesa eņģeļu piekrišanu tam, ka izskatāmais investīciju kritērijs ir viens no pieciem nozīmīgākajiem kritērijiem jaunuzņēmumu dibinātāju novērtējumā. Tādējādi kritēriju reitinga vērtējums 3.1. tabulā atbild uz jautājumu, vai ir nepieciešams iekļaut izskatāmos jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijus investīciju veikšanai piecu nozīmīgāko kritēriju sarakstā. No citas puses, aprēķinātās 3.3. tabulā vidējās balles demonstrē biznesa eņģeļu tiešo piecu pētījumam izvēlēto jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai, novērtējumu.

3.3. tabula

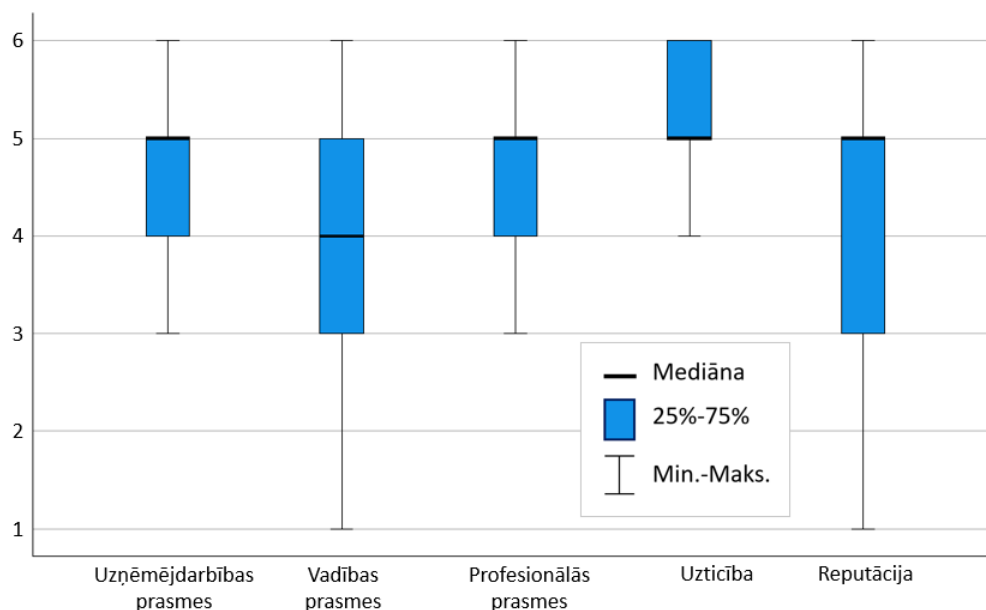
Biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai vidējās vērtības ballēs un standarta novirzes

Kritēriji	Vidējās vērtības (visai izlasei), ballēs	Standarta novirze
Uzņēmējdarbības prasmes	4,41	1,047
Profesionālās prasmes	4,41	1,031
Uzticēšanās	5,21	0,919
Vadības prasmes	3,90	1,122
Reputācija	4,37	1,169

Avots: autora veiktie aprēķini, pamatojoties uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātiem.

Pirmajā analīzes posmā tika izveidota kārbu diagramma (*box & whisker plot*), kura demonstrē respondentu atbilžu sadalījumu visos piecos investīciju kritērijos (sk. 3.1. att.). Kārbu diagrammā (sk. 3.1. att.) var aplūkot respondentu atbilžu sadalījumu, mediānu, kā arī augšējās (trešās) un apakšējās (pirmās) kvartiļu vērtības.

Kā ir redzams kārbu diagrammā (sk. 3.1. att.), visaugstāk biznesa eņģeļi ir novērtējuši kritēriju “uzticēšanās jaunuzņēmuma dibinātājiem”. Respondentiem vērtējot šo kritēriju, apakšējā (pirmā) kvartile sastādīja 5 balles, bet augšējā (trešā) kvartile – 6 balles. Turklāt uzticēšanās vērtējumā respondentu viedokļu atšķirība bija minimāla salīdzinājumā ar citiem investīciju kritērijiem. Vērtējot dibinātāju uzņēmējdarbības un profesionālās prasmes, respondentu viedokļi par šo kritēriju nozīmīgumu izrādījās ļoti līdzīgi. Jaunuzņēmumu dibinātāju uzņēmējdarbības un profesionālās prasmes respondentu vērtējumā ieguva vienādu atšķirības izplatību (no 3 līdz 6 ballēm), kā arī vienādas pirmās un trešās kvartiļu vērtības (no 4 līdz 5 ballēm).



3.1. attēls. Kāršu diagramma ar 116 Eiropas biznesa eņģeļu atbilžu sadalījumu par piecu investīciju kritēriju jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanai nozīmīgumu

Vadības prasmju un dibinātāju reputācijas vērtējuma rezultāti parādīja viedokļu atšķirības intervālā no 1 līdz 6 ballēm. Turklāt, salīdzinot vadības prasmju un dibinātāju reputācijas novērtējumu ar uzņēmējdarbības vai profesionālo prasmju novērtējumiem, varam novērot, ka vadības prasmēm un dibinātāju reputācijai ir lielāka vērtību atšķirība starp pirmo un trešo kvartili (no 3 līdz 5 ballēm). Ir arī jāatzīmē, ka 3.22. tabulā sniegto datu analīze uzrāda, ka vislielākā standarta novirze ir biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju reputācijas novērtējumā (1,169), bet vismazākā standarta novirze konstatēta kritērija “uzticēšanās jaunuzņēmuma dibinātājiem” novērtējumā (0,919).

Pielietojot Frīdmena testu, savā starpā tika salīdzināti piecu investīciju kritēriju sadalījumi (sk. 3.4. tabulu).

3.4. tabula

Frīdmena testa rezultāts sadalījumu atšķirības pārbaudei starp respondentu atbildēm par piecu biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīgumu

Kritēriji	Vērtības
Novērojumu skaits	116
Testa statistika	110,252
Brīvības pakāpes	4
P-vērtība	0,000

Avots: uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātu pamata autora veiktie aprēķini SPSS programmā.

3.4.tabulā atspoguļotie rezultāti rāda, ka respondentu atbilžu sadalījumi piecu investīciju kritēriju griezumā statistiski nozīmīgi atšķiras ($p < 0,001$). Tādējādi, varam izdarīt secinājumu, ka piecu darbā izskatāmo investīciju kritēriju novērtējumi atšķiras statistiski nozīmīgi, nevis tikai atrodas statistisko kļūmju robežās.

Korelācijas sakarību analīze starp investīciju kritēriju vērtējumiem parādīja, ka pastāv vāja korelatīva sakarība (Spīrmena korelācijas koeficients) starp respondentu atbildēm piecu investīciju kritēriju griezumā (sk. 3.5. tabulu). Iegūtais rezultāts ir skaidrojams ar to, ka šī pētījuma ietvaros tiek vērtēta nevis vispārīga jaunuzņēmumu dibinātāju kvalifikācija, bet tas, kādā mērā atsevišķas dibinātāju īpašības ietekmē biznesa eņģeļu lēmuma pieņemšanu par investēšanu. Tādējādi var secināt, ka katru investīciju kritēriju biznesa eņģeļi novērtē, vadoties no personiskiem apsvērumiem un principiem, neatkarīgi no citiem investīciju kritērijiem.

3.5. tabula

Visu biznesa eņģeļu (kuri piedalījās pētījumā) jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai Spīrmena korelācijas sakarību novērtējums

Kritēriji			Uzņēmējdarbības prasmes	Vadības prasmes	Profesionālās prasmes	Uzticēšanās dibinātājiem	Reputācija	
Spīrmena korelācijas koeficients	Uzņēmējdarbības prasmes	Korelācijas koeficients	1,000					
		P-vērtība						
	Vadības prasmes	Korelācijas koeficients	0,481**	1,000				
		P-vērtība	0,000					
	Profesionālās prasmes	Korelācijas koeficients	0,495**	0,345**	1,000			
		P-vērtība	0,000	0,000				
	Uzticēšanās dibinātājiem	Korelācijas koeficients	0,319**	0,106	0,388**	1,000		
		P-vērtība	0,000	0,255	0,000			
	Reputācija	Korelācijas koeficients	0,319**	0,242**	0,146	0,319**	1,000	
		P-vērtība	0,000	0,009	0,118	0,000		
	** Korelācija ir statistiski nozīmīga 0,01 līmenī							

Avots: uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātu pamata autora veiktie aprēķini SPSS programmā.

Turpmāk pētījumā tiks veikta jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma analīze (sk. 3.3. tabulu). Kā varam secināt no 3.3. tabulā sniegtās informācijas, visaugstāk šī pētījuma respondenti ir novērtējuši biznesa eņģeļu uzticēšanos

jaunuzņēmumu dibinātājiem. Iegūtie rezultāti par biznesa eņģeļu uzticēšanos dibinātājiem nozīmīgumu apstiprina daudzu pētnieku viedokli.

Vairāki pētnieki (Gulati and Sytch, 2008; Dirks and Ferrin, 2001) uzsver, ka uzticēšanās ir īpaši nozīmīga situācijās, kuras raksturo risks un nenoteiktība, kas ir tieši saistīti ar riska investēšanas procesiem. Jāatzīmē, ka biznesa eņģeļu investīcijas vienmēr ir saistītas ar augstu nenoteiktības un informācijas asimetrijas līmeni. Analogisku pozīciju jautājumā par uzticēšanās nozīmīgumu atbalsta J. Ludvigsens, viņš atzīmē, ka, vērtējot jaunuzņēmumu dibinātājus, biznesa eņģeļi analizē, vai jaunuzņēmuma dibinātājs ir izpelnījis uzticēšanos (Ludvigsen, 2009). Laura Botazi un kolēģi (Bottazzi et al., 2010) arī uzsver, ka riska investēšanā uzticēšanās izjūta pozitīvi ietekmē biznesa eņģeļu gatavību investēt. Savukārt virkne pētnieku atzīmē, ka uzticēšanās trūkums pret jaunuzņēmuma dibinātājiem var rezultēties atteikumā saņemt biznesa eņģeļu finansējumu. Piemēram, K Meisons un R. Harisons (Mason and Harrison, 2002) ir atzīmējuši, ka viens no lielākajiem trūkumiem (kuru rezultātā tiek noraidīti biznesa projekti), ir dibinātāji un/vai komanda, kuri neizraisa biznesa eņģeļu uzticēšanos. Arī M. Bretels (Brettel, 2003) uzsver, ka uzticēšanās trūkums jaunuzņēmumu dibinātājiem ir svarīgākais kritērijs, kas noved pie atteikuma investīciju piešķiršanai. Līdzīgu viedokli pauž R. Sudeks, kurš atzīmē: ja biznesa eņģeļi neuzticas dibinātājiem, tad virknē gadījumu viņi neieguldīs līdzekļus, lai cik pievilcīgs tiem arī šķistu pats projekts (Sudek, 2006).

Salīdzinot šā pētījuma ietvaros iegūto uzticēšanās nozīmīguma novērtējumu ar iepriekšējo pētījumu rezultātiem, kuros tiek aplūkoti biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji, tiek atklātas vairākas īpatnējās iezīmes un atšķirības. Pētnieki atzīst biznesa eņģeļu uzticēšanos jaunuzņēmumu dibinātājiem svarīgo nozīmi lēmuma pieņemšanā par investēšanu (Bachher and Guild, 1996; Mason and Harrison, 1996; Sudek, 2006). Tomēr saskaņā ar Meisona un Harisona pētījuma rezultātiem, pieņemot lēmumu par investēšanu, biznesa eņģeļiem uzticēšanās ne vienmēr ir pats svarīgākais kritērijs (Mason and Harrison, 1996). Dž. Bahhers un P. Gilds (Bachher and Guild, 1996) savā pētījumā izskata divas investīciju kritēriju grupas: galvenie kritēriji (*key criteria*) un svarīgie kritēriji (*important criteria*), bet nenovērtē to nozīmīgumu. Minētajā pētījumā kritērijs “uzticēšanās” ir novērtēts kā pats svarīgākais, bet autori salīdzina savā starpā dažādus kritērijus, no kuriem lielākā daļa neattiecas tieši uz jaunuzņēmumu dibinātājiem (Bachher and Guild, 1996).

Kā liecina 3.3. tabulas rezultāti, kritēriju nozīmīguma ziņā otrajā un trešajā vietā ierindojās dibinātāju uzņēmējdarbības un profesionālās prasmes.

Dibinātāju profesionālo un uzņēmējdarbības prasmju novērtējums uzsvērts vairākos iepriekš veiktajos pētījumos (Bachher and Guild, 1996; Haar et al., 1988; Harrison and Mason, 2007; Landström, 1998; Mason and Harrison, 1996; Sudek, 2006). Visu minēto pētījumu autori atzīst profesionālo un uzņēmējdarbības prasmju svarīgumu. Tomēr autori salīdzina dibinātāju profesionālās un uzņēmējdarbības prasmes ar citiem investīciju kritērijiem, tādēļ simetriski salīdzināt šī promocijas darba rezultātus ar iepriekšējo pētījumu rezultātiem nav iespējams. Tomēr iepriekš veikto pētījumu pārskats parādīja, ka vairāki autori (Bachher and Guild, 1996; Estapé-Dubreuil et al., 2016; Harrison and Mason, 2007; Landström, 1998; Ludvigsen, 2009; Mason and Harrison, 1996; Mason and Stark, 2004; Rostamzadeh et al., 2014) ir vienprātīgi viedoklī, ka biznesa eņģeļi, novērtējot jaunuzņēmumu dibinātājus, svarīgu nozīmi piešķir dibinātāju iepriekšējai pieredzei, kuru savukārt būtiski ietekmē dibinātāja profesionālās prasmes un zināšanas un uzņēmējdarbības prasmes.

Biznesa eņģeļi, kuri piedalījās šajā pētījumā, pieņemot lēmumu par investēšanu, ceturtajā vietā pēc nozīmīguma iecēla jaunuzņēmumu dibinātāju reputāciju (sk. 3.3. tabulu). Tā kā datu atlasē procesā tika apzināta tikai viena publikācija, kurā reputācija tikusi izskatīta kā biznesa eņģeļu iespējamais investīciju kritērijs, aplūkosim virkni pētījumu par reputācijas nozīmīgumu, pieņemot investīciju lēmumus. Saskaņā ar vairāku pētnieku viedokli (Shapiro, 1983; Weigelt and Camerer, 1988) jaunuzņēmuma dibinātāja reputācija ir īpaši svarīga augstas nenoteiktības apstākļos, īpaši jauna uzņēmuma darbības uzsākšanas posmos. Kā jau tika pieminēts iepriekš, tieši augstais nenoteiktības līmenis un jaunuzņēmumu agrīnās attīstības stadiju finansēšana ir biznesa eņģeļu investīciju īpatnība. Tādējādi pozitīva dibinātāju reputācija var sekmēt pozitīva biznesa eņģeļu lēmuma pieņemšanu par investēšanu jaunuzņēmumā. Arī D. Nikolo (Nicolò, 2015) atzīmē: ja uzņēmuma reputācija ir pozitīva, tad pie vienādiem citiem apstākļiem un novērtējumiem investori uzņēmējdarbības riska līmeni uztver kā zemāku, un tādējādi reputācija var sekmēt ārējā finansējuma piesaistīšanu.

Iepriekšējos pētījumos jaunuzņēmumu dibinātāju reputācijas novērtējums kā investīciju kritērijs tika apzināts tikai vienā publikācijā (Harrison and Mason, 2007). Pētījuma autori apzināja nosacījumus, pie kuriem biznesa eņģeļi var investēt ārpus savu investīciju kritēriju ietvariem. Rezultātā tika secināts, ka augsta jaunuzņēmumu dibinātāju reputācija ir pats svarīgākais kritērijs, kuram pastāvot biznesa eņģeļi var investēt arī ārpus pieņemtajiem investīciju kritērijiem (Harrison and Mason, 2007).

Atšķirībām dibinātāju reputācijas novērtējumā šī promocijas darba pētījuma ietvaros un arī iepriekšējo pētījumu rezultātos varētu būt vairāki iemesli. Pirmkārt,

promocijas darbā tiek analizēti kritēriji, kurus biznesa eņģeļi izmanto, pieņemot lēmumu par investēšanu, turpretī Harisons un Meisons izskata noteikumus, pie kuriem biznesa eņģeļi var investēt ārpus savu investīciju kritēriju ietvariem (Harrison and Mason, 2007). Otrkārt, Harisons un Meisons savā pētījumā neaplūkoja tādu kritēriju kā uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem (Harrison and Mason, 2007). Ir jāatzīmē, ka saskaņā ar D. Nikolo (Nicolò, 2015), kā arī Žukovas viedokļiem (Zhukova, 2017), pozitīva reputācija ļauj uzņēmumam iegūt ieinteresēto pušu uzticēšanos. Tādējādi ir iespējams izvirzīt pieņēmumu, ka izvēlē starp uzticēšanos dibinātājiem un dibinātāju reputāciju, biznesa eņģeļi, kuri piedalījās šajā pētījumā, lielāku nozīmi piešķir uzticamībai, nevis jaunuzņēmumu dibinātāju reputācijai.

3.3. tabulā sniegto noslēguma rezultātu analīze parādīja, ka, pēc visu šajā pētījumā piedalījušos biznesa eņģeļu domām, jaunuzņēmumu dibinātāju vadības prasmēm ir vismazākā nozīme.

Jaunuzņēmumu dibinātāju vadības prasmju un īpašību vērtējumi ir apzināti trijos no apzinātajiem iepriekšējiem pētījumiem (Bachher and Guild, 1996; Haar et al., 1988; Harrison and Mason, 2007). Tā kā pētījumu autori salīdzina dibinātāju vadības prasmes ar citiem investīciju kritērijiem, simetriska šī promocijas darba rezultātu salīdzināšana ar iepriekšējo pētījumu rezultātiem nav iespējama. Tomēr jāatzīmē, ka, saskaņā ar Meisona un Harisona viedokli (Mason and Harrison, 2003), dibinātāju vadības prasmēm ir izšķiroša nozīme ārējo investoru piesaistīšanā. Viņu pētījuma rezultātu atšķirības no rezultātiem, ko sniedza biznesa eņģeļi šajā pētījumā, var tikt saistīts ar vairākiem iemesliem. Minētajā pētījumā netika veikts jaunuzņēmumu dibinātāju vadības prasmju nozīmīguma salīdzinājums ar citiem biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai – šie autori veica salīdzinājumu starp tādiem biznesa eņģeļu kritērijiem kā tirgus, produkts, cilvēki, biznesa stratēģija u. c. (Mason and Harrison, 2003).

Jāatzīmē, ka 3.3. tabulā sniegtā biznesa eņģeļu investīciju kritēriju novērtējuma salīdzinājuma sarežģītība ar iepriekš veikto pētījumu rezultātiem ir saistīta ar vairākiem iemesliem. Pirmkārt, pēc iepriekšējo pētījumu pārskata veikšanas var secināt, ka nav atrasti pētījumi, kuros uzsvars tiku likts tikai uz biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem investīciju veikšanai. Otrkārt, visos iepriekšējos pētījumos jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji ir salīdzināti ar citiem investīciju kritērijiem – tādiem kā produkts, tirgus, finanšu un investīciju specifiskās īpatnības u. tml. Tādējādi promocijas darba pētījuma ietvaros iegūto rezultātu salīdzinājuma sarežģītība ir saistīta ar to, ka agrāk pētnieki bija izskatījuši citus investīciju kritērijus un neveica salīdzinājumu starp kritērijiem, kuri izvirzīti tieši jaunuzņēmumu dibinātājiem.

3.3. tabulā atspoguļotie rezultāti prezentē visu šajā pētījumā piedalījušos respondentu (biznesa eņģeļu) kopējo viedokli. Tādēļ turpmākajās darba sadaļās padziļinātai analīzei tiks veikts investīciju kritēriju nozīmīguma novērtējuma salīdzinājums pa respondentu grupām, grupējot tos pēc viņu mītnes valsts, investēšanas pieredzes, investēšanas metodes un vecuma.

3.3. Jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma vērtējums atkarībā no biznesa eņģeļu mītnes valsts

Lai veiktu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma novērtējuma salīdzināšanu pēc biznesa eņģeļu mītnes valsts, respondenti tika sadalīti trīs grupās (Latvija; Centrāleiropas un Austrumeiropas valstis (CAE), izņemot Latviju; Eiropas valstis, izņemot CAE), un katrai grupai tika aprēķinātas vidējās vērtējuma balles un standarta novirze katram investīciju kritērijam. 3.6. tabulā ir atspoguļoti mītnes valsts ietekmes salīdzinājuma rezultāti attiecībā uz respondentu (biznesa eņģeļu) jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju novērtējumu.

3.6. tabula
Respondentu (biznesa eņģeļu) atbilžu vidējās vērtības atkarībā no to mītnes valstīm, ballēs un standarta novirze

Kritēriji	Latvija		CAE, izņemot Latviju		Eiropa, izņemot CAE	
	Vidējās vērtības	Standarta novirze	Vidējās vērtības	Standarta novirze	Vidējās vērtības	Standarta novirze
Uzņēmējdarbības prasmes	4,47	1,084	4,07	1,174	4,55	0,923
Profesionālās prasmes	4,37	0,942	4,22	1,155	4,55	1,026
Uzticēšanās	4,97	0,944	4,96	0,980	5,51	0,784
Vadības prasmes	4,24	1,261	3,56	0,801	3,82	1,108
Reputācija	4,45	1,005	4,30	1,295	4,35	1,230

Avots: autora veiktie aprēķini, pamatojoties uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātiem.

3.6. tabulā atspoguļoto respondentu atbilžu atšķirību novērtēšanai piecu investīciju kritēriju griezumā tika izmantots Frīdmena tests. Šis tests deva iespēju novērtēt, vai investīciju kritēriju sadalījumi atšķiras statistiski nozīmīgi. Katrai pēc mītnes valstīm sadalītajai biznesa eņģeļu grupai Frīdmena tests tika veikts atsevišķi.

Frīdmena tests parādīja, ka visām pēc mītnes valstīm sadalītajām biznesa eņģeļu grupām atbilžu sadalījumi piecu investīciju kritēriju griezumā statistiski nozīmīgi atšķiras

($p < 0,001$). 3.7. tabulā atspoguļoti Frīdmena testa rezultāti Latvijas biznesa eņģeļu grupas aptaujai.

3.7. tabula

Frīdmena testa rezultāts Latvijas biznesa eņģeļu atbilžu par piecu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju vērtējumu sadalījumu statistiskā nozīmīguma pārbaudei

Kritēriji	Vērtības
Novērojumu skaits	38
Testa statistika	22,404
Brīvības pakāpes	4
P-vērtība	0,000

Avots: uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātu pamata autora veiktie aprēķini SPSS programmā.

Statistiski nozīmīgu atšķirību novērtēšanai biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju vērtējumiem biznesa eņģeļu sadalījumā pēc mītnes valstīm tika lietots Kraskela-Volisa tests (sk. 3.8. tabulu).

3.8. tabula

Kraskela-Volisa testa rezultāti pārbaudei, vai starp biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai biznesa eņģeļu sadalījumā pēc mītnes valstīm ir statistiski nozīmīgas atšķirības

Nr.	Nulles hipotēze	Testa nosaukums	P-vērtība
1.	Uzņēmējdarbības prasmes vērtējumu sadalījums neatšķiras atkarībā no biznesa eņģeļu mītnes valsts	Kraskela–Volisa tests	0,132
2.	Vadības prasmes vērtējumu sadalījums neatšķiras atkarībā no biznesa eņģeļu mītnes valsts	Kraskela–Volisa tests	0,036
3.	Profesionālās prasmes vērtējumu sadalījums neatšķiras atkarībā no biznesa eņģeļu mītnes valsts	Kraskela–Volisa tests	0,427
4.	Uzticēšanās dibinātājiem vērtējumu sadalījums neatšķiras atkarībā no biznesa eņģeļu mītnes valsts	Kraskela–Volisa tests	0,003
5.	Reputācijas vērtējumu sadalījums neatšķiras atkarībā no biznesa eņģeļu mītnes valsts	Kraskela–Volisa tests	0,922

Avots: uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātu pamata autora veiktie aprēķini SPSS programmā.

Kraskela–Volisa testa rezultāti (sk. 3.8. tabulu) pie nozīmīguma līmeņa 0,05 demonstrē, ka biznesa eņģeļu sadalījumā pēc mītnes valstīm statistiski nozīmīgas atšķirības tiek novērotas tādu kritēriju novērtējumā kā uzticēšanās un vadības prasmes. Jāatzīmē, ka tieši uzticēšanās un vadības prasmes visās biznesa eņģeļu grupās neatkarīgi no to mītnes valstīm tika novērtētas visaugstāk vai viszemāk (sk. 3.6. tabulu).

Vienlaikus Kraskela–Volisa testa rezultāti (sk. 3.8. tabulu) pie nozīmīguma līmeņa 0,05 parādīja, ka tādu kritēriju kā uzņēmējdarbības prasmes, profesionālās prasmes un dibinātāju reputācija biznesa eņģeļu grupu novērtējumos nav statistiski nozīmīgu atšķirību.

Kraskela–Volisa testa rezultāti, kas liecina par statistiski nozīmīgu atšķirību neesamību investīciju kritēriju biznesa eņģeļu novērtējumos sadalījumā pēc biznesa eņģeļu mītnes valstīm var pamatot pieņēmums, ka respondentu viedokļi starp augšējās (trešās) un apakšējās (pirmās) kvartiles vērtībām svārstās nelielā intervālā starp 3 un 6 ballēm.

Atklātās atšķirības dažādu valstu biznesa eņģeļu investīciju kritēriju novērtējumos var tikt izskaidrotas ar valstu īpatnībām (Bruton and Ahlstrom, 2003; Bruton et al., 2004; Burke et al., 2008; Naqi and Hettihewa, 2007), kā arī ar valstu grupu atšķirīgo ekonomiskās attīstības līmeni (Bliss, 1999; Silva, 2004).

Tiesa, salīdzināt dažādu valstu biznesa eņģeļu investīciju kritēriju novērtējumus ar iepriekšējo pētījumu rezultātiem nav iespējams, jo šādi pētījumi iepriekšējā periodā nav uzieti.

Jāpievērš uzmanība, ka Rietumeiropas biznesa eņģeļu augsti novērtē kritērija “uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem” nozīmīgumu. Šādu rezultātu var interpretēt, kā valstu atšķirīguma aspektu, biznesa eņģeļiem novērtējot jaunuzņēmumu dibinātājus. Tādējādi varam secināt, ka Rietumeiropas biznesa eņģeļiem (kuriem ir ilgāka investēšanas pieredze) kritērija “uzticēšanās dibinātājiem” nozīmīgums ir ievērojami lielāks nekā Austrumeiropas valstu biznesa eņģeļiem.

3.4. Jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeņa ietekmes novērtējums uz biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem

Lai veiktu vispārēju jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeņa ietekmes novērtējumu uz biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem (visai izlasei), 3.9. tabulā ir apkopotas vidējās balles katram no pieciem pētījumā izskatāmajiem investīciju kritērijiem, sadalījumā pēc jaunuzņēmumu perspektivitātes līmeņiem.

3.9. tabula

Piecu būtiskāko biznesa eņģeļu investīciju kritēriji jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanai vidējo vērtību apkopojums, atkarībā no jaunuzņēmuma tirgus perspektīvām, ballēs

Kritēriji	AUGSTAS perspektīvas	ĻOTI AUGSTAS perspektīvas	Izmaiņu līmenis
Uzņēmējdarbības prasmes	4,56	4,41	-0,15
Profesionālās prasmes	4,57	4,41	-0,16
Uzticēšanās	5,26	5,21	-0,05
Vadības prasmes	4,13	3,90	-0,23
Reputācija	4,43	4,37	-0,06

Avots: autora veiktie aprēķini, pamatojoties uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātiem.

Rezultāti, kas sniegti 3.9. tabulā, liecina, ka ļoti augsta jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeņa gadījumā biznesa eņģeļi ir gatavi pazemināt visu investīciju kritēriju nozīmīguma līmeni. Nepieciešams atzīmēt, ka mazāk par visu biznesa eņģeļi ir gatavi pazemināt uzticēšanās nozīmīguma līmeni (pazeminājums par 0,05 ballēm), bet visvairāk ir gatavi pazemināt dibinātāju vadības prasmju kritērija nozīmīguma līmeni (pazeminājums par 0,23 ballēm).

Jaunuzņēmuma perspektivitātes līmeņa ietekmi uz biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju novērtējumu statistiskajam novērtējumam tika lietots Vilkoksona tests (*related-samples Wilcoxon signed rank test*). Vilkoksona tests tika lietots, jo asimetrijas koeficients liecināja, ka respondentu atbilžu starpības (atkarībā no jaunuzņēmumu perspektivitātes) ir simetriskas (sk. 3.10. tab.).

3.10. tabula

Asimetrijas koeficients atbilžu starpības novērtējumam (visai izlasei)

Kritēriji	Uzņēmējdarbības prasmes (atšķirības)	Vadības prasmes (atšķirības)	Profesionālās prasmes (atšķirības)	Uzticēšanās (atšķirības)	Reputācija (atšķirības)
Respondentu skaits	116	116	116	116	116
Asimetrijas koeficients	-0,372	-0,206	-0,030	-0,384	-0,306

Avots: uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātu pamata autora veiktie aprēķini SPSS programmā.

Kā redzams 3.10. tabulā, asimetrijas koeficienti liecina, ka respondentu atbilžu starpības var tikt uzskatītas par simetriskām visu investīciju kritēriju novērtējumā.

Vilkoksona testu rezultātu kopsavilkums atspoguļots 3.11. tabulā.

3.11. tabula

Vilkoksona testu rezultātu kopsavilkums par respondentu atbilžu atšķirību nozīmīgumu atkarībā no jaunuzņēmumu perspektivitātes (visai izlasei)

Kritēriji	p-vērtība	Rezultāti
Uzņēmējdarbības prasmes	0,038*	Nozīmīgas atšķirības
Profesionālās prasmes	0,005*	Nozīmīgas atšķirības
Uzticēšanās	0,180	Nenozīmīgas atšķirības
Vadības prasmes	0,001*	Nozīmīgas atšķirības
Reputācija	0,178	Nenozīmīgas atšķirības

* $p < 0,05$

Avots: uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātu pamata autora veiktie aprēķini SPSS programmā.

3.11. tabulā atspoguļotie rezultāti uzrāda statistiski nozīmīgas atšķirības (atkarībā no jaunuzņēmumu perspektivitātes) biznesa eņģeļu sniegtajā novērtējumā tādiem investīciju kritērijiem kā uzņēmējdarbības, profesionālās un vadības prasmes. Statistiski nozīmīgu atšķirību trūkums tādiem kritērijiem kā uzticēšanās un reputācija liecina par to, ka, neskatoties pat uz jaunuzņēmumu augstu perspektivitātes līmeni, biznesa eņģeļi nav gatavi pazemināt šo kritēriju vērtējumus.

Šajā sadaļā aplūkota jaunuzņēmumu perspektivitātes līmeņa ietekme uz biznesa eņģeļu investīciju kritēriju novērtējumiem. Aprēķins, kas atspoguļots 3.9., 3.10. un 3.11. tabulā, pauž visu pētījumā piedalījušos respondentu (biznesa eņģeļu) kopējo viedokli. Tāpēc pētījuma turpinājumā padziļinātai un detalizētai analīzei tiks pakļauta jaunuzņēmumu perspektivitātes ietekme uz biznesa eņģeļu (kas iedalīti grupās saskaņā ar sadalījumu pēc mītnes valsts, investēšanas pieredzes, investēšanas metodes un vecuma) investīciju kritēriju nozīmīguma novērtējumu.

3.5. Biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju novērtēšanas rekomendācijas

Ņemot vērā faktu, ka Rietumeiropas biznesa eņģeļiem ir ievērojami ilgāka investēšanas pieredze (tā vismaz par 10–15 gadiem pārsniedz Austrumeiropas, tostarp Latvijas, pieredzi), izstrādājot rekomendācijas biznesa eņģeļiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai novērtējumam, ir lietderīgi ņemt par pamatu Rietumeiropas biznesa eņģeļu (kuru pieredze balstīta lielākos investīciju apjomos) investīciju kritēriju novērtējumus. Tā kā sindikātu un individuālo biznesa eņģeļu investīciju kritēriji ir atšķirīgi (Bonini et al., 2019; Carpentier and Suret, 2015), tad,

izstrādājot investīciju kritēriju vērtēšanas rekomendācijas, tika ņemti vērā tikai to biznesa eņģeļu viedokļi, kuriem ir individuālās investēšanas pieredze. Pieredzējušāko Rietumeiropas biznesa eņģeļu investīciju kritēriju vērtēšana atspoguļota 3.12. tabulā.

3.12. tabula

Rietumeiropas biznesa eņģeļu ar vislielāko pieredzi jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju vidējās vērtības, ballēs un standarta novirze

Kritēriji	Vidējās vērtības, balles	Standarta novirze
Uzticēšanās dibinātājiem	5,47	0,803
Profesionālās prasmes	4,53	1,135
Uzņēmējdarbības prasmes	4,50	0,916
Reputācija	4,50	1,244
Vadības prasmes	3,75	1,136

Avots: autora veiktie aprēķini, kas balstīti uz 32 pieredzējušāko Rietumeiropas biznesa eņģeļu viedokļiem.

Izstrādājot rekomendācijas biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai novērtēšanai (pamatojoties uz datiem, kas prezentēti 3.12. tabulā), varam apgalvot, ka par pašu svarīgāko investīciju kritēriju ir izvirzīts kritērijs “uzticēšanās dibinātājiem” – 5,47 balles, aiz tā seko “profesionālās prasmes” – 4,53 balles, “uzņēmējdarbības prasmes” – 4,50 balles, “dibinātāju reputācija” – 4,50 balles, un pēdējo vietu ieņem kritērijs “dibinātāju vadības prasmes” – 3,75 balles. Ir jāatzīmē, ka 3.38. tabulā sniegto datu analīze apliecina, ka lielākā standarta novirze (1,244) parādās biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju reputācijas novērtējumā, bet vismazākā novirze (0,803) – kritērijam “biznesa eņģeļu uzticēšanās dibinātājiem”.

Pamatojoties uz 3.12 tabulā sniegtajām investīciju kritēriju vērtēšanas rekomendācijām, biznesa eņģeļi jaunuzņēmumu dibinātāju novērtēšanas procesā var orientēties uz vairāk pieredzējušu biznesa eņģeļu vērtējumiem par investīciju kritēriju nozīmīgumu. Prezentētās jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas rekomendācijas var kļūt īpaši svarīgas topošajiem biznesa eņģeļiem, kuri vēl nav veikuši investīcijas, kā arī biznesa eņģeļiem, kuri investē tikai sindikātu sastāvā un kuriem nav individuālās investēšanas pieredzes.

3.12. tabulā atspoguļoto Rietumeiropas pieredzējušāko biznesa eņģeļu atbilžu (uz to pamata tika izveidotas investīciju kritēriju vērtēšanas rekomendācijas) atšķirību novērtēšanai piecu investīciju kritēriju griezumā tika lietots Frīdmena tests. Šis tests deva iespēju novērtēt, vai investīciju kritēriju sadalījumi atšķiras statistiski nozīmīgi.

3.13. tabula

Frīdmena testa rezultāts: 32 pieredzējušāko Rietumeiropas biznesa eņģeļu atbilžu par piecu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju vērtējumu sadalījumu statistiskā nozīmīguma pārbaudei

Kritēriji	Vērtības
Novērojumu skaits	32
Testa statistika	49,733
Brīvības pakāpes	4
P-vērtība	0,000

Avots: uz 32 pieredzējušāko Rietumeiropas biznesa eņģeļu aptaujas rezultātu pamata autora veiktie aprēķini SPSS programmā.

Frīdmena tests apliecināja, ka respondentu atbilžu sadalījumi piecu investīciju kritēriju griezumā atšķiras statistiski nozīmīgi ($p < 0,001$) (sk. 3.13. tab.).

Secinājumi 3. nodaļai

1. 116 Eiropas biznesa eņģeļu viedokļu analīze un iegūto rezultātu salīdzinājums ar rezultātiem, kas iegūti iepriekš īstenotos pētījumos, kas saistīti ar biznesa eņģeļu investīciju kritērijiem, ļāva noteikt piecus būtiskākos jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijus investīciju veikšanai. Būtiskāko investīciju kritēriju piecinieku veido uzņēmējdarbības prasmes, profesionālās prasmes, vadības prasmes, biznesa eņģeļu uzticēšanās dibinātājiem un jaunuzņēmumu dibinātāju reputācija.
2. Uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu viedokļu analīzes pamata balstīts biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju nozīmīguma novērtējums parādīja, ka visaugstāk biznesa eņģeļi novērtē uzticēšanās dibinātājiem nozīmi. Otrajā un trešajā nozīmīguma vietā tika ierindoti dibinātāju profesionālo prasmju un uzņēmējdarbības prasmju kritēriji. Ceturtajā vietā biznesa eņģeļi ierindoja jaunuzņēmumu dibinātāju reputāciju, bet viszemāk tika novērtētas dibinātāju vadības prasmes.
3. Frīdmena testa pielietošana pētījumā ļāva pierādīt biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai novērtējumu atšķirību statistisko nozīmīgumu. Iegūtais rezultāts parādīja, ka investīciju kritēriju atšķirīgie novērtējumi nav statistiskās kļūmes rezultāts.

4. Biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai nozīmīguma novērtējums atkarībā no biznesa eņģeļu mītnes valsts, investēšanas pieredzes, investēšanas metodes un biznesa eņģeļu vecuma parādīja būtiskas atšķirības novērtējumos. Tomēr jāatzīmē, ka visām biznesa eņģeļu grupām visnozīmīgākais kritērijs izrādījās kritērijs “uzticēšanās dibinātājiem”, bet vismazāk nozīmīgs kritērijs ir jaunuzņēmumu dibinātāju vadības prasmes.
5. Kraskela–Volisa tests ļāva konstatēt statistiski nozīmīgas atšķirības vairākos investīciju kritēriju vērtējumos biznesa eņģeļu grupu sadalījumā pēc mītnes valsts un vecuma. Biznesa eņģeļu sadalījumā pēc investēšanas pieredzes un investēšanas metodēm noteikt statistiski nozīmīgas atšķirības grupu vērtējumos neizdevās. Var izteikt pieņēmumu, ka statistiski nozīmīgu atšķirību neesamības iemesla vairākos biznesa eņģeļu grupu vērtējumos ir tas, ka respondentu viedokļi starp augšējās (trešās) un apakšējās (pirmās) kvartiles vērtībām svārstās nelielā intervālā starp 3 un 6 ballēm.
6. Jaunuzņēmumu perspektivitātes ietekmes uz biznesa eņģeļu investīciju kritēriju nozīmīguma novērtējumu salīdzinājums, kas veikts uz visu šajā pētījumā iesaistīto respondentu viedokļu analīzes pamata (116 Eiropas biznesa eņģeļi), izmantojot Vilkoksona testu, demonstrē statistiski nozīmīgas atšķirības tādu investīciju kritēriju kā uzņēmējdarbības, profesionālās un vadības prasmes novērtējumā. Statistiski nozīmīgu atšķirību trūkums tādiem kritērijiem kā uzticēšanās un reputācija apliecina, ka, neskatoties pat uz augsto jaunuzņēmumu perspektivitātes līmeni, biznesa eņģeļi nav gatavi pazemināt savas prasības šo kritēriju vērtējumam.

SECINĀJUMI

Pētījuma rezultātā tika izdarīti vairāki secinājumi.

1. Autors pierādīja pētījuma pirmo tēzi – investīciju lēmuma pieņemšanai būtiskākie biznesa eņģeļu jaunuzņēmuma dibinātāju vērtēšanas kritēriji ir uzticēšanās dibinātājiem, dibinātāju uzņēmējdarbības prasmes, profesionālās prasmes, reputācija un vadības prasmes.
2. Ir pierādīta otrā tēze – visām biznesa eņģeļu grupām, kuras piedalījās šajā pētījumā, grupu ietvaros tika konstatētas statistiski nozīmīgas atšķirības būtiskāko biznesa eņģeļu izmantoto jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju novērtējumā.
3. Ir pierādīta trešā tēze – neskatoties uz noteiktām viedokļu atšķirībām, visās biznesa eņģeļu grupās, kuras piedalījās šajā pētījumā, kā visnozīmīgākais investīciju kritērijs tika novērtēta uzticēšanās jaunuzņēmuma dibinātājiem, bet no būtisko kritēriju piecnieka viszemāk novērtētas jaunuzņēmuma dibinātāju vadības prasmes.
4. Hipotēze par trim visnozīmīgākajiem biznesa eņģeļu investīciju kritērijiem ir apstiprinājusies daļēji. Hipotēze ir apstiprinājusies attiecībā uz diviem kritērijiem: uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem un jaunuzņēmumu dibinātāju profesionālajām prasmēm – tie bija starp trim visnozīmīgākajiem investīciju kritērijiem būtiskāko biznesa eņģeļu investīciju kritēriju piecniekā. Hipotēze nav apstiprinājusies attiecībā uz jaunuzņēmumu dibinātāju vadības prasmēm, jo šis kritērijs būtiskāko biznesa eņģeļu investīciju kritēriju piecniekā ieņēma 5. vietu.
5. Korelācijas sakarību analīze (uz 116 Eiropas biznesa eņģeļu viedokļu pamata) starp izskatāmajiem investīciju kritērijiem ir atklājusi ļoti zemu lineāru mijiedarbību starp investīciju kritērijiem. Iegūtais rezultāts ļauj secināt, ka biznesa eņģeļi katru investīciju kritēriju novērtē, balstoties uz personiskajiem ieskatiem un principiem, neatkarīgi no citiem investīciju kritērijiem.
6. Iepriekšējo pētījumu klāstā tika apzināta tikai viena publikācija, kurā biznesa eņģeļu investīciju kritēriji vērtēti atkarībā no biznesa eņģeļu investēšanas pieredzes (Smith et al., 2010). Jāatzīmē, ka minētā darba autori analizējuši tikai vienas valsts – Lielbritānijas – biznesa eņģeļus, un viņi iedala tos trīs grupās atkarībā no investēšanas pieredzes, bet katrā grupā izskatīti tikai četrus biznesa eņģeļu viedokļi. Ņemot vērā to, ka Donalds Smita un kolēģu (Smith et al., 2010) pētījums veikts, pamatojoties tikai uz vienas valsts biznesa eņģeļu viedokļiem, kā to, ka respondentu skaits bija ļoti mazs, iegūtos rezultātus nevar uzskatīt par

pietiekami precīziem un relevantiem un tos nevar pilnvērtīgi izmantot, veicot salīdzinājumu ar citu valstu biznesa eņģeļu viedokļiem. Tādējādi šī promocijas darba ietvaros veiktā pētījuma unikalitāte ir saistāma ar faktu, ka biznesa eņģeļu investēšanas pieredzes ietekme šajā darbā ir izpētīta uz relatīvi liela primāro datu apjoma pamata, kā arī ir pētīta biznesa eņģeļu mītnes valsts, biznesa eņģeļu dalības sindikātos un viņu vecuma ietekme uz investīciju kritērijiem, kas iepriekšējos pētījumos nav aplūkoti.

7. Lietojot Kraskela-Volisa testu, ir izdevies noskaidrot, ka biznesa eņģeļu sadalījumā pēc mītnes valstīm statistiski nozīmīgas atšķirības starp grupām tiek novērotas tādu kritēriju novērtējumā kā uzticēšanās un vadības prasmes.
8. Latvijas biznesa eņģeļu investīciju kritēriju salīdzinājums ar Rietumeiropas biznesa eņģeļu (kuriem ir ievērojami ilgāka investēšanas pieredze) investīciju kritērijiem liecina, ka Latvijas biznesa eņģeļi zemāk novērtē uzticēšanās dibinātājiem nozīmīgumu un pārvērtē jaunuzņēmumu dibinātāju vadības prasmes. Uzticēšanās dibinātājiem un vadības prasmju salīdzinājums notika tādēļ, ka tieši šie kritēriji uzrādīja statistiski nozīmīgas atšķirības biznesa eņģeļu sadalījumā pēc mītnes valstīm.
9. Biznesa eņģeļu sadalījumā pēc vecuma Kraskela-Volisa testa rezultāti liecināja, ka starp grupām pastāv statistiski nozīmīgas atšķirības kritērijam “profesionālās prasmes”.
10. Profesionālo prasmju salīdzinājums biznesa eņģeļu sadalījumā pēc vecuma parādīja, ka šīs prasmes visaugstāk tiek vērtētas biznesa eņģeļu grupā vecumā no 51 līdz 60 gadiem, bet viszemāk – grupā no 30 līdz 40 gadiem. Šāds salīdzinājums tika veikts, jo tieši profesionālās prasmes parādīja statistiski nozīmīgas atšķirības biznesa eņģeļu vērtējumos sadalījumā pēc vecuma.
11. Investīciju veikšanā visvairāk pieredzējušo Rietumeiropas biznesa eņģeļu viedokļu analīze parādīja, ka šiem respondentiem pats nozīmīgākais investīciju kritērijs ir uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem, aiz tā seko profesionālās prasmes, uzņēmējdarbības prasmes un dibinātāju reputācija, bet pēdējo vietu būtiski svarīgo kritēriju piecienkā ieņem jaunuzņēmumu dibinātāju vadības prasmes.
12. Lai novērtētu jaunuzņēmumu perspektivitātes ietekmes līmeni uz investīciju kritēriju vērtējumu atsevišķo biznesa eņģeļu grupu ietvaros, tika izmantots atkarīgo izlašu zīmju tests (*related-samples sign test*). Analizējot jaunuzņēmumu perspektivitātes ietekmi, dažādu biznesa eņģeļu grupu iekšienē tika konstatētas

zināmas atšķirības. Tomēr visas biznesa eņģeļu grupas demonstrē statistiski nozīmīgu atšķirību trūkumu tādiem kritērijiem kā uzticēšanās un reputācija. Tādējādi varam secināt: neraugoties pat uz ļoti augstu jaunuzņēmumu perspektivitāti, visu grupu biznesa eņģeļi nav gatavi pazemināt savas prasības tādu investīciju kritēriju novērtējumam kā uzticēšanās un reputācija.

REKOMENDĀCIJAS

Uz pētījuma rezultātu pamata izstrādātās rekomendācijas

Ieteikumi biznesa eņģeļiem

1. Pētījuma rezultātā izstrādātās rekomendācijas piedāvā biznesa eņģeļiem novērtēt jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijus šādā secībā: pirmām kārtām ir jāpievērš uzmanība kritērijam “uzticēšanās jaunuzņēmumu dibinātājiem”, kā nākamās ir jānovērtē dibinātāju profesionālās prasmes, tad viņu uzņēmējdarbības prasmes un reputācija un, šo būtiskāko kritēriju piecnieku noslēdzot, dibinātāju vadības prasmes.
2. Pētījumā piedāvātās rekomendācijas, kas izstrādātas biznesa eņģeļu izmantoto jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai novērtēšanai, sniedz biznesa eņģeļiem iespēju ņemt vērā pieredzējušāko biznesa eņģeļu vērtējumus. Īpaši šīs rekomendācijas ir attiecināmas uz topošajiem biznesa eņģeļiem, kuri vēl nav veikuši investīcijas, kā arī uz biznesa eņģeļiem, kuri investē tikai sindikātu (grupu) sastāvā un kuriem nav individuālās investēšanas pieredzes (jo biznesa eņģeļu sindikātu un individuālo biznesa eņģeļu investīciju kritēriji atšķiras (Bonini et al., 2019; Carpentier and Suret, 2015)).

Ieteikumi jaunuzņēmumu dibinātājiem

1. Jaunuzņēmumu dibinātājiem meklējot biznesa eņģeļus, kas būtu gatavi investēt viņu projektā, ir ieteicams novērtēt, cik lielā mērā viņi paši atbilst būtiskāko investīciju kritēriju prasībām. Jaunuzņēmumu dibinātājiem ir nepieciešams izprast, vai viņi spēj rosināt biznesa eņģeļu uzticēšanos, kā arī to, vai tiem ir atbilstošas uzņēmējdarbības, profesionālās un vadības prasmes, kā arī reputācija.
2. Lai nodrošinātu pilnīgāku atbilstību biznesa eņģeļu izmantotajiem jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritērijiem, dibinātājiem tiek rekomendēts nepieciešamības gadījumā paaugstināt savu kvalifikāciju (gadījumos, kad tas ir iespējams) vai arī piesaistīt darbībai jaunuzņēmumā tādus dibinātājus, kuri papildina jaunuzņēmuma vadošā dibinātāja zināšanas un prasmes, tādējādi papildinot dibinātājam/ dibinātājiem trūkstošās kritēriju vērtības.

Ieteikumi jaunuzņēmumu ekosistēmas pārstāvjiem

1. Lai palīdzētu jaunuzņēmumiem biznesa eņģeļu finansēšanas piesaistē, jaunuzņēmumu ekosistēmas pārstāvjiem tiek rekomendēts novērtēt, vai jaunuzņēmuma dibinātāji spēj rosināt biznesa eņģeļu uzticēšanos, kā arī novērtēt to, cik lielā mērā dibinātājiem attīstītas uzņēmējdarbības, profesionālās un vadības prasmes, cik pārliecinoša, nevainojama ir viņu reputācija.
2. Jaunuzņēmumu ekosistēmas pārstāvjiem tiek rekomendēts palīdzēt jaunuzņēmumu dibinātājiem attīstīt sevī tās kompetences un prasmes (kur vienas ir iespējams), kurām biznesa eņģeļi pirmām kārtām pievērš uzmanību jaunuzņēmuma investēšanas lēmuma pieņemšanas procesā.
3. Nepieciešamo kompetenču un prasmju novērtēšana un attīstība jaunuzņēmuma dibinātājiem ļaus jaunuzņēmumu ekosistēmas (biznesa inkubatoru, akseleratoru, konsultantu un mentoru) pārstāvjiem efektīvāk palīdzēt jaunuzņēmumiem piesaistīt finansējumu, efektīvāk veicināt jaunuzņēmumu izaugsmi un attiecīgi visas jaunuzņēmumu ekosistēmas attīstību.

Ieteikumi riska kapitāla fondu pārvaldniekiem

1. Lai gan riska kapitāla fondu investīciju kritēriji zināmā mērā atšķiras no biznesa eņģeļu investīciju kritērijiem, gan riska kapitāla fondu pārvaldnieki, gan arī biznesa eņģeļi uzskata jaunuzņēmumu dibinātājus par vienu no pašiem svarīgākajiem investīciju kritērijiem, pieņemot lēmumu par investēšanu (Bachher and Guild, 1996; Brettel, 2003; Gompers et al., 2020; Harrison and Mason, 2007; Landström, 1998; Mason and Harrison, 1996; Paul et al., 2007; Sudek, 2006). Tādēļ arī riska kapitāla fondu pārvaldniekiem varētu būt noderīgas šajā pētījumā izstrādātās rekomendācijas jaunuzņēmumu dibinātāju novērtēšanai, pievēršot uzmanību dibinātāju uzticamībai, kā arī jaunuzņēmumu dibinātāju uzņēmējdarbības, profesionālo un vadības prasmju līmenim, viņu reputācijai.

Ieteikumi pētniekiem (pielietojums akadēmiskajā vidē)

1. Šis pētījums var kļūt par zinātniskās diskusijas pamatu pētniekiem, kuri nodarbojas ar biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju izpēti.

2. Šī promocijas darba ietvaros izstrādātais biznesa eņģeļu izmantoto jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai nozīmīguma novērtējums ļauj nākamajiem pētniekiem iegūt orientierus (atskaites punktus) un, veicot analogiskus vai līdzīgus tematiskos pētījumus, salīdzināt pašu iegūtos rezultātus ar šī promocijas darba izstrādes un sagatavošanas procesā iegūtajiem rezultātiem. Tāpat šis pētījums var kļūt par zinātniskās diskusijas pamatu pētniekiem, kuru interešu lokā ietilpst biznesa eņģeļu izmantotie jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriji.

Rekomendācijas turpmākiem pētījumiem

1. Nākamajos pētījumos varētu tikt paplašinātas izpētes ģeogrāfiskās robežas un veikts biznesa eņģeļu izmantoto jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju investīciju veikšanai novērtējums ārpus Eiropas valstu robežām.
2. Īpašu interesi varētu izraisīt dažādu valstu biznesa eņģeļu izmantoto jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju salīdzinājums – piemēram, Eiropas biznesa eņģeļu jaunuzņēmumu dibinātāju vērtēšanas kritēriju novērtējuma salīdzinājums ar novērtējumiem, kas tapuši ārpus Eiropas.

IZMANTOTĀS LITERATŪRAS SARAKSTS

1. Ajmal, M. M., & Helo, P. (2015). Conceptualizing trust in global context with focus on international projects and operations. *Proceedings of the University of Vaasa, Reports*, No. 199. University of Vaasa
2. Aridi, A. (2018). *How can the Czech Republic activate its business angels market?* The World Bank. Retrieved 10.04.2019 from <http://blogs.worldbank.org/psd/how-can-czech-republic-activate-its-business-angels-market>
3. Arrow, K. J. (1972). Gifts and exchanges. *Philosophy and Public Affairs*, 1, 343–362.
4. Arthurs, J. D., & Busenitz, L. W. (2003). The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28, 145–162.
5. Åstebro, T., Herz, H., Nanda, R., & Weber, R. A. (2014). Seeking the roots of entrepreneurship: Insights from behavioral economics. *Journal of Economic Perspectives*, 28(3), 49–70.
6. Atkin, R., & Esiri, M. (1993). *Informal investment – investor and investee relationships*. Paper to the 16th National Small Firms Policy and Research Conference, Nottingham, 17–19 November.
7. Avdeitchikova, S. (2012). The geographic organisation of venture capital and business angels. In: H. Landstrom & C. Mason (Eds.), *Handbook of research on venture capital, vol. 2: A globalizing industry* (pp. 175–208). Edward Elgar Publishing.
8. Bachher, J., & Guild, P. (1996). Financing early stage technology based companies: Investment criteria used by investors. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 21, 363–376.
9. Bai, L., Dow, B., III, & Newsom, P. (2008). The case of simulating the choices of money managers by applying modern portfolio theory using real stock price data. *Journal of Economics and Economic Education Research*, 9(3), 67–90.
10. Baier, A. (1986). Trust and antitrust, *Ethics*, 96(2), 231–260.
11. Bakker, R. M., Boroş, S., Kenis, P., & Oerlemans, L. A. (2013). It's only temporary: time frame and the dynamics of creative project teams. *British Journal of Management*, 24(3), 383–397.
12. Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17, 99–120.
13. Barney, J. B., & Hansen, M. H. (1994). Trustworthiness as a source of competitive advantage, *Strategic Management Journal*, 15(S1), 175–190.
14. Becker-Blease, J. R., & Sohl, J. E. (2015). New venture legitimacy: the conditions for angel investors. *Small Business Economics*, 45(4), 735–749.
15. Bernstein, S., Korteweg, A., & Laws, K. (2017). Attracting early-stage investors: Evidence from a randomized field experiment. *The Journal of Finance*, 72(2), 509 – 538.
16. Bhati, S. S. (2015). Relation between trust theory and agency theory. In: S. Natarajan, M. Ganesh Babu, B. Nagarjuna & R. Rajkumar (Eds.), *Commerce and management – a modern perspective* (pp. 57–65). Archers and Elevators Publishing House (India).
17. Bhattacharya, R., Devinney, T. M., & Pillutla, M. M. (1998). A formal model of trust based on outcomes. *Academy of Management Review*, 23(3), 459–472.
18. Blanc, S. (2018). Когда основатели заходят слишком далеко, *Harvard Business Review (Russia)*, pp. 86–93.
19. Blau, P. M. (1964). *Exchange and power in social life*. Wiley.

20. Bliss, R. T. (1999). A venture capital model for transitioning economies: The case of Poland venture capital. *International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1, 241–257.
21. Block, J., Fisch, C., & van Praag, M. (2016). The Schumpeterian entrepreneur: A review of the empirical evidence on the antecedents, behavior, and consequences on innovative entrepreneurship. *Industry and Innovation*, 24(1), 61–95. doi:10.1080/13662716.2016.1216397.
22. Blomqvist, K. (2002). *Partnering in the dynamic environment: The role of trust in asymmetric technology partnership formation*. Doctoral thesis. Acta Universitatis Lappeenrantaensis.
23. Bonini, S., Capizzi, V., & Zocchid, P. (2019). The role of angel syndicates on the demand and supply of informal venture capital. In: A. Quas, Y. Alperovych, C. Bellavitis, I. Paeleman & D. S. Kamuriwo (Eds.), *New frontiers in entrepreneurial finance research* (pp. 13–49). World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.
24. Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. F. (2010). *The importance of trust for investment: Evidence from venture capital*. Center for Economic Research (Tilburg).
25. Branzei, O., Vertinsky, I., & Camp, R. D. (2007). Culture-contingent signs of trust in emergent relationships. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 104(1), 61–82.
26. Brealey, R. R. & Myers, S. C. (1996). *Principles of corporate finance* (5th ed.). McGraw Hill.
27. Brett, J. M., Gunia, B. C., & Teucher, B. M. (2017). Culture and negotiation strategy: A framework for future research. *The Academy of Management Perspectives*, 31(4), 288–308.
28. Brettel, M. (2003). Business angels in Germany: A research note. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5, 251–268.
29. British Business Bank. (2018). *The UK Business Angel Market 2020*. Retrieved 09.11.2020 from <https://www.british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2018/06/Business-Angel-Reportweb.pdf>
30. Bromily, P., & Cummins, L. L. (1992). Transaction costs in organisations with trust. *Research on Negotiation in Organization*, 5, 219–247
31. Brown, J. D., & Earle, J. S. (2015). *Finance and growth at the firm level: Evidence from SBA loans*. IZA Working Paper No. 9267.
32. Bruton, G. D., & Ahlstrom, D. (2003). An institutional view of China's venture capital industry: Explaining the differences between China and the West. *Journal of Business Venturing*, 18(2), 233–259.
33. Bruton, G., Ahlstrom, D., & Yeh, K. S. (2004). Understanding venture capital in East Asia: The impact of institutions on the industry today and tomorrow. *Journal of World Business*, 39(1), 72–88.
34. Burke, A., Hartog, C., Stel, A., & Suddle, K. (2008). How does entrepreneurial activity affect the supply of business angels. *Scales research reports*. Retrieved: 14.02.2019 from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.621.1355&rep=rep1&type=pdf>
35. Burt, R. (1987). Social contagion and innovation: Cohesion versus structural equivalence. *American Journal of Sociology*, 92, 1287–1335.
36. Cable, D. M., & Shane, S. (1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships. *Academy of Management Review*, 22, 142–176.
37. Carpenter, R., & Petersen, B. (2002). Is the growth of small firms constrained by internal finance? *The Review of Economics and Statistics*, 84, 298–309.

38. Carpentier, C., & Suret, J.-M. (2015). Angel group members' decision process and rejection criteria: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing*, 30(6), 808–821. Retrieved 10.04.2019 from <https://sciencedirect.com/science/article/pii/S0883902615000294>
39. Chandler, G. N., & Hanks, S. H. (1994). Founder competence, the environment and venture performance. *Entrepreneurship: Theory and Practice* 18(3), 77–90.
40. Child, J. (1972). Organization structure, environment and performance: The role of strategic choice. *Sociology*, 6, 2–22.
41. Chiles, T. H., & McMackin, J. F. (1996). Integrating variable risk preferences, trust, and transaction cost economics. *Academy of Management Review*, 21(1), 73–99.
42. Cornelissen, J. (2000). Corporate image: An audience centred model. *Corporate Communications: An International Journal*, 5(2), 119–125.
43. Cosh, A., Cumming, D. J., & Hughes, A. (2009). Outside entrepreneurial capital. *Economic Journal*, 119(540), 1494–1533. doi: 10.1111/j.1468-0297.2009.02270.x
44. Creed, D., & Miles, E. E. (1996). Trust in organizations: A conceptual framework linking organizational forms, managerial philosophies, and the opportunity costs of controls. In: R. M. Kramer & T. R. Tyler, (Eds.), *Trust in organizations: Frontiers of theory and research* (pp. 16–38). Sage Publications.
45. Croce, A., Ughetto, E., & Cowling, M. (2020). Investment motivations and UK business angels' appetite for risk taking: The moderating role of experience. *British Journal of Management*, 31(4), 728–751. doi: 10.1111/1467-8551.12380
46. Dahl, M., & Sorenson, O. (2012). Home sweet home: Entrepreneurs' location choices and the performance of their ventures. *Management Science*, 58(6), 1059–1071.
47. Das, T. K., & Teng, B.-S. (1998). Between trust and control: Developing confidence in partner cooperation in alliances. *Academy of Management Review*, 23, 491–512.
48. De Jong, B. A., & Elfring, T. (2010). How does trust affect the performance of ongoing teams? The mediating role of reflexivity, monitoring, and effort. *Academy of Management Journal*, 53(3), 535–549.
49. Deephouse, D. D. (2000). Media reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories. *Journal of Management*, 26(6), 1091–1112.
50. Delhey, J., & Newton, K. (2005). Predicting cross-national levels of social trust: global pattern or Nordic exceptionalism? *European Sociological Review*, 21(4), 311–327.
51. DeSantola, A., & Gulati, R. (2017). Scaling: Organizing and growth in entrepreneurial ventures. *Academy of Management Annals*, 11(2), 640–668.
52. Dibben, M. R., Marsh, S., & Scott, M. G. (1996). *Exploring interpersonal trust in the new venture: Qualitative applications of a computational trust formalism*. Working paper. University of Stirling.
53. Dibben, M.R. (2000). *Exploring interpersonal trust in the entrepreneurial venture*. MacMillan.
54. Dierickx, I., & Cool, K. (1989). Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage, *Management Science*, 35, 1504–1511
55. Ding, Z., Au, K., & Chiang, F. (2015). Social trust and angel investors' decisions: A multilevel analysis across nations. *Journal of Business Venturing*, 30, pp. 307–321.
56. Dirks, K. T. (1999). The effects of interpersonal trust on work group performance. *Journal of Applied Psychology*, 84(3), 445–455.
57. Dirks, K. T., & Ferrin, D. L. (2001). The role of trust in organizational settings. *Organization Science*, 12(4), pp. 450–467.
58. Doney, P. M., & Cannon, J. P. (1997). An examination of the nature of trust in buyer-seller relationships, *Journal of Marketing*, 61(2), 35–52.

59. Doney, P. M., Cannon, J. P., & Mullen, M. R. (1998). Understanding the influence of national culture on the development of trust. *Academy of Management Review*, 23(3), 601–620.
60. Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G. (2017). A review and road map of entrepreneurial equity financing research: Venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. *Journal of Management*, 43(6), 1820–1853.
61. Dutta, S., & Folta, T. B. (2016). A comparison of the effect of angels and venture capitalists on innovation and value creation. *Journal of Business Venturing*, 31(1), 39–54. doi:10.1016/j.jbusvent.2015.08.003
62. EBAN (2019). EBAN statistics compendium. Retrieved 04.07. 2021 from <https://www.eban.org/wp-content/uploads/2020/12/EBAN-Statistics-Compendium-2019.pdf>
63. EBAN. (2014). Statistics Compendium 2014. Report by the European Business Angel Network Secretariat, Brussels.
64. EBAN. (2017). *Understanding the nature and impact of the business angels in funding Research and innovation*. Final Report. Retrieved 12.12.2020 from https://www.eban.org/wp-content/uploads/2017/12/Final-Report_Understanding-the-Nature-and-Impact-of-the-business-angels-in-Funding-Research-and-Innovation_FV_Formatted_Revised13.12.2017.pdf
65. Ebers, M., & Maurer, I. (2016). Embedding temporary organizations into their past, present and future. *Organization Studies*, 37 (forthcoming).
66. Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
67. Eisenhardt, K., & Schoonhoven, C. (1990). Organizational growth: Linking founding team, strategy, environment and growth among US semiconductor ventures, 1978–1988. *Administrative Science Quarterly*, 35(3), 504–529.
68. Eisenmann, T. (2021). Why start-ups fail. *Harvard Business Review*. From the Magazine (May–June 2021). Retrieved 10.09.2021 from <https://hbr.org/2021/05/why-start-ups-fail>
69. Elton, E., & Gruber, M. (1997) Modern portfolio theory, 1950 to date. *Journal of Banking & Finance*, 21(11–12), 1743–1759. doi: 10.1016/s0378-4266(97)00048-4
70. Estapé-Dubreuil, G., Ashta, A., & Hédou, J. P. (2016). Micro-equity for sustainable development: Selection, monitoring and exit strategies of micro-angels. *Ecological Economics*, 130, 117-129.
71. Fabozzi, F. J., Gupta, F., & Markowitz, H. M. (2002). The legacy of modern portfolio theory. *Journal of Investing*, 11(3), 7–22. doi:10.3905/joi.2002.319510
72. Fassl, L.M., & Schenk, F. (2018). *Status quo: Angel investing in Austria*. Angel Investing Report 2018. Retrieved 09.11.2020 from http://aaia.at/wp-content/uploads/2018/12/2018_aaia_angelinvestingreport.pdf
73. Feeney, L., Haines, G. H., & Riding A. L. (1999). Private investors' investment criteria: Insights from qualitative data. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1, 121–145.
74. Fiet, J. (1995). Reliance upon informants in the venture capital industry. *Journal of Business Venturing*, 10, 195–223.
75. Fiet, J. O. (1991). Network reliance by venture capital firms and business angels: An empirical and theoretical test. In: N. Churchill et al. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research* (pp. 445–455). Babson College.
76. Fombrun, C. J. (1996). *Reputation: Realizing value from the corporate image*. Harvard Business School Press.
77. Fombrun, C. J., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation-building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33, 233–258.

78. Fombrun, C. J., & Van Riel, C. B. M. (1997). The reputational landscape. *Corporate Reputation Review*, 1(1/2), 5–13.
79. Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., & Henkel, J. (2006). What you are is what you like – Similarity biases in venture capitalists, evaluation of start-up teams. *Journal of Business Venturing*, 21, 802–826.
80. Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., & Henkel, J. (2008). Venture capitalists' evaluations of start-up teams: Trade-offs, knock-out criteria, and the impact of VC experience. *Entrepreneurship Theory and Practice* 32, 459–83.
81. Frankel, J., & Wiltbank, R. (2013). A closer look at the quality of angel returns data. Retrieved 29.11.2020 from <https://techcrunch.com/2013/01/26/a-closer-look-at-the-quality-of-angel-returns-data/>
82. Freear, J., Sohl, J., & Wetzel, W. (1996). *The informal venture capital market: Milestones passed and the road ahead*. Paper presented at the Fourth State of the Art in Entrepreneurship Research Conference, Center for Entrepreneurial Leadership, Kansas City, MO.
83. Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision-making. *Financial Management*, 23, 28–37.
84. Fukuyama, F. (1995), *Trust: The social virtues and the creation of prosperity*. The Free Press.
85. Gambetta, D. (1990). *Trust: Making and breaking co-operative relations*. Blackwell.
86. Ganesan, S. (1994). Determinants of long-term orientation in buyer-seller relationships. *Journal of Marketing*, 58(2), 1–19.
87. Geyskens, I., Steenkamp, J. E. M., Scheer, L. K., & Kumar, N. (1996). The effects of trust and interdependence on relationship commitment: A trans-Atlantic study. *International Journal of Research in Marketing*, 13(4), 303–317.
88. Gimeno, J., Folta, T., & Cooper, A. (1997). Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms. *Administrative Science Quarterly* 42, 750–783.
89. Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169–190. doi: 10.1016/j.jfineco.2019.06.011
90. Gotsi, M., & Wilson, A. (2001). Corporate reputation management: “Living the brand.” *Management Decision*, 39(2), 99–104.
91. Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2008). Trusting the stock market. *Journal of Finance*, 63, 2557–2600.
92. Gulati, R., & DeSantola, A. (2016a). Startups can't revolve around their founders if they want to succeed. *Harvard Business Review Digital Articles*, pp. 2–4.
93. Gulati, R., & DeSantola, A. (2016b). Start-ups that last: How to scale your business. *Harvard Business Review*, 94(3), 54–61.
94. Gulati, R., & Sytch, M. (2008). Does familiarity breed trust? Revisiting the antecedents of trust. *Managerial and Decision Economics*, 29, 165–190.
95. Gundlach, G. T., & Murphy, P. (1993). Ethical and legal foundations of relational marketing exchanges. *Journal of Marketing*, 57(4), 35–46.
96. Haar, N. E., Starr, J., & MacMillan, I. C. (1988). Informal Risk Capital Investors: Investment Patterns on The East Coast of the USA. *Journal of Business Venturing*, 3, 11–29.
97. Hakansson, H., & Snehota, I. (2000). The IMP perspective, assets and liabilities of relationships. In: J. Sheth (Ed.), *Handbook of relationship marketing* (pp. 69–93). Sage.
98. Hall, B., & Lerner, J. (2010). The financing of R&D and innovation. In: Hall, B. H. and N. Rosenberg (Eds.), *Handbook of the economics of innovation* (vol. 1, pp. 609–639). Elsevier.

99. Hall, J., & Hofer, C. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, 8, 25–42.
100. Harrison, R. T., & Mason, C. M. (2007). Does gender matter? Women business angels and the supply of entrepreneurial finance in the United Kingdom. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31(3), 445–472.
101. Harrison, R. T., Dibben, M. R., & Mason, C. M. (1997). The role of trust in the informal investor's investment decision: An exploratory analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 20(2), 63–81.
102. Harvard Business Review (Russia). (2013, June-July). Глазами инвестора, pp. 104–111.
103. Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of startups: Empirical evidence. *Journal of Finance*, 57(1), 169–197.
104. Hellmann, T., & Thiele, V. (2015). Friends or foes? The interrelationship between angel and venture capital markets. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 639–653. doi:10.1016/j.jfineco.2014.10.009
105. Hendrickson, L., Bucifal, S., Balaguer, A., & Hansell, D. (2015). *The employment dynamics of Australian entrepreneurship*. Office of the Chief Economist, Department of Industry, Innovation and Science.
106. Henni, A. (2018). From recent euphoria to brain drain challenges: The tech future of Central and Eastern Europe. *The first-ever comprehensive startup research on 24 countries of Central and Eastern Europe*. http://www.ewdn.com/files/cee_trends.pdf
107. Hindle, K., & Wenban, R. (1999). Australia's informal venture capitalists: An exploratory profile. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1, 169–186.
108. Hoen, H. V. (2014). Globalization and institutional change: Are emerging market economies in Europe and Asia converging? *Economics, Management and Financial Markets*, 9(4), 44–66
109. Hoffman, H., & Blakely, J. (1987, March). You can negotiate with venture capitalists. *Harvard Business Review*, pp. 6–24.
110. Hosmer, L. T. (1995). Trust: Connecting link between organisation Theory and philosophical ethics. *Academy of Management Review*, 20, 379–400.
111. Jarvenpaa, S. L., Knoll, K., & Leidner, D. E. (1998). Is anybody out there? The implications of trust in global virtual teams. *Journal of Management Information Systems*, 14(4), 29–64.
112. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
113. Jones, C., & Lichtenstein, B. B. (2008). Temporary inter-organizational projects: How temporal and social embeddedness enhance coordination and manage uncertainty. In: S. Cropper, M. Ebers, C. Huxham, & P. S. Ring (Eds.), *The Oxford handbook of inter-organizational relations* (pp. 231–255). Oxford University Press.
114. Kelly, P. (2000). *Private investors and entrepreneurs: How context shapes their relationship*. Unpublished Ph.D. dissertation. London Business School.
115. Klačmer Čalopa, M., Horvat, J., & Lalić, M. (2014). Analysis of financing sources for start-up companies. *Management: journal of contemporary management issues*, 19(2), 19–44.
116. Kluckhohn, C. (1953). Universal categories of culture. In: A. L. Kroeber, *Anthropology Today* (pp. 507–523). University of Chicago Press.
117. Ko, E. J., & McKelvie, A. (2018). Signaling for more money: The roles of founders' human capital and investor prominence in resource acquisition across different stages of firm development. *Journal of Business Venturing*, 33(4), 438–454.

118. Kollmann, T., Kuckertz, A., & Middelberg, N. (2014). Trust and controllability in venture capital fundraising. *Journal of Business Research*, 67(11), 2411–2418.
119. Koumou, G. (2020). Diversification and portfolio theory: a review. *Financial Markets and Portfolio Management*, 34(3), 267–312. doi: 10.1007/s11408-020-00352-6.
120. Kraemer-Eis, H., Lang, F., & Gvetadze, S. (2012). European small business finance outlook. European Investment Fund. EIF Research & Market Analysis. Working Paper 2012/16.
http://www.eif.org/news_centre/research/eif_wp_2012_16_European_Small_Business_Finance_Outlook_December_2012.pdf
121. Kramer, R. M. (1999). Trust and distrust in organizations: Emerging perspectives, enduring questions. *Annual Review Psychology*, 50(1), 569–598.
122. Kramer, R. M., & Tyler, T. R. (Eds.). (1996). *Trust in organizations – frontiers of theory and research*. Sage Publications.
123. Kramer, R. M., Brewer, M. B., & Hanna, B. A. (1996). Collective trust and collective action: The decision to trust as a social decision. In: R. M. Kramer & R. R. Tyler (Eds.), *Trust in organizations: Frontiers of theory and research* (pp. 357–389). Sage Publications.
124. Kumar, N., Scheer, L. K., & Steenkamp, J. E. M. (1995). The effects of perceived interdependence on dealer attitudes. *Journal of Marketing Research*, 32(3), 348–356.
125. Laboratory of Analytical and Strategic Studies. (2010). JOSEFIN Regional Market Study Region: Latvia. Ltd. upon the request of LIAA. Retrieved 10.09.2021 from http://petijumi.mk.gov.lv/sites/default/files/file/LIAA_Regional_Market.pdf
126. Lahti, T. (2008). *Angel investing in Finland: An analysis based on agency theory and the incomplete contracting theory*. Hanken School of Economics, Department of Management and Organisation (Helsinki).
127. Lahti, T. (2011). Angel investing: An examination of the evolution of the Finnish market. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 13(2), 147–173.
128. Lander, M. C., Purvis, R. L., McCray, G. E., & Leigh, W. (2004). Trust-building mechanisms utilized in outsourced IS development projects: A case study. *Information & Management*, 41(4), 509–528.
129. Landström, H. (1998). Informal investors as entrepreneurs. *Technovation*, 18, 321–333.
130. Landström, H., & Mason, C. (2016). Business angels as a research field. In: H. Landström & C. Mason (Ed.), *Handbook of research on business angels* (pp. 1–22). Edward Elgar.
131. Larson, A. (1992). Network dyads in entrepreneurial settings: A study of the governance of exchange relationships. *Administrative Science Quarterly*, 37, 76–104.
132. Larson, A., & Starr, J. (1993). A network model of organization formation. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 17, 5–15.
133. Laukkanen, M. (2007). *Kasvuyritys*. Helsinki: Talentum Media Oy.
134. Lauza, G. (2012). Improvements in regulatory framework to promote angel investors and venture capital as a way of financing start-up companies in Latvia. Tilburg University International Business Law. Retrieved 10.09.2021 from <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=128748>
135. Lefebvre, V., Certhoux, G., & Radu-Lefebvre, M. (2020). Sustaining trust to cross the Valley of Death: A retrospective study of business angels' investment and reinvestment decisions. *Technovation*, 109 C, 102–159. doi: 10.1016/j.technovation.2020.102159.

136. Leifer, R., & Mills, P. K. (1996). An information processing approach for deciding upon control strategies and reducing control loss in emerging organizations. *Journal of Management*, 22, 113–137.
137. Lerner, J. (1994). The syndication of venture capital investment. *Financial Management* 23(3), 16–27.
138. Lewicki, R. J., & Bunker, B. B. (1996). Developing and maintaining trust in work relationships. In: R. M. Kramer & T. R. Tyler (Eds.), *Trust in organizations: Frontiers of theory and research* (pp. 114–139). Sage Publications.
139. Linder, S., & Foss, N. J. (2015). Agency theory. In: J. D. Wright (Ed.), *International encyclopedia of the social & behavioral sciences* (pp. 344–350). Elsevier. doi:10.1016/b978-0-08-097086-8.73038-8
140. Litterman, R. B. (2004). The active risk puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 30(5), 88–93. Retrieved 29.11.2020 from https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/Litterman_active_alpha_puzzle.pdf
141. Lorenz, E. H. (1988). Neither friends nor strangers: Informal networks of subcontracting in French industry. In: D. Gambetta (Ed.), *Trust: Making and breaking cooperative relations* (pp. 194–210). Basil Blackwell.
142. Low, M., & Srivatsan, V. (1993). *What does it mean to trust an entrepreneur?* Paper presented at Third Global Entrepreneurship Research Conference, Groupe ESC, Lyon, France.
143. Ludvigsen, J. (2009). *Decision time in Belgium: An experiment as to how business angels evaluate investment opportunities*. CEB Working Paper N° 09/037, Centre Emile Bernheim, Solvay Brussels School of Economics and Management (Brussels, Belgium).
144. MacMillan, I., Kulow, D., & Khoylian, R. (1989). Venture capitalists involvement in their investments: Extent and performance. *Journal of Business Venturing*, 4, 27–47.
145. MacMillan, I., Siegel, R., & Narasimha Subba, P. N. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1, 119–128.
146. Macneil, I. R. (1974). The many futures of contract. *Southern California Law Review*, 47, 691–732.
147. Madhok, A. (2006). How much does ownership really matter? Equity and trust relations in joint venture relationships. *Journal of International Business Studies*, 37(1), 4–11.
148. Malhotra, D. (2013). How to negotiate with VCs. *Harvard Business Review*. From the Magazine (May 2013). Retrieved 10.09.2021 from <https://hbr.org/2013/05/how-to-negotiate-with-vcs>
149. Mangram, M. E. (2013). A simplified perspective of the Markowitz portfolio theory. *Global Journal of Business Research*, 7(1) 59–70. <https://ssrn.com/abstract=2147880>
150. Mann, V. C. (2001). *Venture capital financing: The Canadian perspective*. Paper presented at the Cross Border Venture Transactions Conference, Seattle, Washington. Retrieved 29.12. 2010 from https://www.lawsonlundell.com/media/news/259_VentureCapitalFinancingPaper.pdf
151. Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
152. Mason, C. (2007). Informal sources of venture finance. In: Parker, S. (Ed.), *The life cycle of entrepreneurial ventures* (pp. 259–299). International Handbook on Entrepreneurship, 3. Springer.
153. Mason, C. (2016). Researching business angels: Definitional and data challenges. In: H. Landström & C. Mason (Eds.), *Handbook of research on business angels* (pp. 25–52). Edward Elgar.

154. Mason, C. M., Botelho, T., & Harrison, R. (2013). The transformation of the business angel market: evidence from Scotland. Available at SSRN 2306653. Retrieved 29.11.2020 from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2306653
155. Mason, C., & Harrison R. (1996). Informal venture capital: A study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. *Entrepreneurship & Regional Development*, 8, 105–126.
156. Mason, C., & Harrison, R. T. (1994). The informal venture capital market in the UK. In: A. Hughes, & D. J. Storey (Eds.), *Financing small firms*, (pp. 64–111). Routledge.
157. Mason, C., & Harrison, R. T. (1996). Why business angels say no: A case study of opportunities rejected by an informal investor syndicate, *International Small Business Journal*, 14(2), 35–51.
158. Mason, C., & Harrison, R. T. (2002). Barriers to investment in the informal venture capital market. *Entrepreneurship and Regional Development*, 14(3), 271–287.
159. Mason, C., & Harrison, R. T. (2003). Auditioning for money: What do technology investors look for at the initial screening stage? *Journal of Private Equity*, 6, 29–42.
160. Mason, C., & Harrison, R. T. (2015). Business angel investment activity in the financial crisis: UK evidence and policy implications. *Environment and Planning C: Government and Policy*, 32(1), 43–60. doi:10.1068/c12324b
161. Mason, C., & Rogers, A. (1996). *Understanding the business angel's investment decision*. Venture Finance Working Paper No. 14, Research Project, Dept. of Geography, University of Southampton.
162. Mason, C., & Rogers, A. (1997). The business angel's investment decision: An exploratory analysis. In: D. Deakins, P. Jennings & C. Mason (Eds.), *Entrepreneurship in the 1990s* (pp. 29–46). Paul Chapman Publishing.
163. Mason, C., & Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and venture capitalists. *International Small Business Journal*, 22, 227–248.
164. Maula, M., Autio, E., & Arenius, P. (2003). *What drives micro-angel investments? A large sample study of the factors explaining micro-angel investments*. Paper presented at the Babson College – Kauffman Foundation Entrepreneurship Conference, Boston, MA, June 4–8.
165. May, J., & Simmons, C. (2001). *Every business needs an angel: Getting the money you need to make your business grow*. Crown Business.
166. Mayer, R. C., Davis, J. H., & Schoorman, F. D. (1995). An integrative model of organizational trust. *Academy of Management Review*, 20(3), 709–734.
167. McKnight, D. H., Cummings, L. L., & Chervany, N. L. (1998). Initial trust formation in new organizational relationships. *Academy of Management Review*, 23(3), 473–490.
168. McPherson, J. M., & Smith-Lovin, L. (1987). Homophily in voluntary organizations: Status distance and the composition of face-to-face groups. *American Sociological Review*, 52, 370–379.
169. Meyerson, D., Weick, K. E., & Kramer, R. M. (1996). Swift trust and temporary groups. In: R. M. Kramer & T. R. Tyler (Eds.), *Trust in organizations: Frontiers of theory and research* (pp. 166–195). Sage Publications.
170. Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012). Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 14(2–3), 151–174.
171. Mishra, A. K. (1996). Organizational responses to crisis: The centrality of trust. In: R. M. Kramer & T. R. Tyler (Eds.), *Trust in organizations: Frontiers of theory and research*, (pp. 261–287). Sage Publications.

172. Misztal, B. A. (1996). *Trust in modern societies*. Polity Press.
173. Morgan, R. M., & Hunt, S. D. (1994). The commitment-trust theory of relationship marketing. *Journal of Marketing*, Vol. 58(3), 20–38.
174. Mulvihill, D. J. (2005). Core and satellite portfolio structure: Investment and tax considerations. *The Journal of Wealth Management*, 8(1), 14–28.
175. Muzyka, D., Birley, S., & Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 1, 273–87.
176. Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. *Academy of Management Review*, 23(2), 242–266.
177. Naqi, S. A., & Hettihewa, S. (2007). Venture capital or private equity? The Asian experience. *Business Horizons*, 50, 335–344.
178. Nica, E. (2014). Corporate practices in higher education. *Psychosociological Issues in Human Resource Management*, 2(1), 51–56.
179. Nicolò, D. (2015). Towards a theory on corporate reputation and survival of young firms. *Procedia Economics and Finance*, 22, 296–303. [http://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00289-0](http://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00289-0)
180. OECD. (2015). *New approaches to SME and entrepreneurship finance: Broadening the range of instruments*. Final Synthesis Report, Working Party on SMEs and Entrepreneurship (WPSMEE). <https://www.oecd.org/publications/new-approaches-to-sme-and-entrepreneurship-financing-9789264240957-en.htm>
181. Omisore, I., Yusuf, M., & Christopher, N. (2012). The modern portfolio theory as an investment decision tool. *Journal of Accounting and Taxation*, 4(2), 19–28.
182. Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95.
183. Patel, J., Zeckhauser, R., & Hendricks, D. (1991). The rationality struggle: Illustrations from financial markets. *The American Economic Review*, 81(2), 232–236. <http://www.jstor.org/stable/2006860>
184. Paul, S., Whittam, G., & Johnston, J. (2003). The operation of the informal venture capital market in Scotland, *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 5(4), 313–335
185. Paul, S., Whittam, G., & Wyper, J. (2007). Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 9(2), 107–125.
186. Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm*. Blackwell.
187. Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper & Row.
188. Podolny, J. (1994). Market uncertainty and the social character of economic exchange. *Administrative Science Quarterly*, 39, 458–483.
189. Powell, W. W. (1990). Neither market nor hierarchy: Network forms of organization. In: B. M. Staw & L. L. Cummings (Eds.), *Research in organizational behaviour*, 12, (pp. 295–336). JAI Press.
190. Puncheva, P. (2008). The role of corporate reputation in the stakeholder decision-making process. *Business & Society* 47, 272–290.
191. Putnam, R., Leonardi, R., & Nanetti, R. Y. (1992). *Making democracy work: Civic traditions in modern Italy*. Princeton University Press.
192. Radu-Lefebvre, M., Lefebvre, V., & Delécolle, T. (2013). Trust at first sight? The impact of entrepreneurs' pitch presentations on business angels' investment decisions in France and Germany. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 33(1), Article 6.
193. Ramadani, V. (2009). Business angels: Who they really are. *Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance*, 18(7–8), 249–258.

194. Ramadani, V. (2009). Business angels: Who they really are? In: *Strategic change: Briefings in Entrepreneurial Finance*, 18(6/7), 245–254. John Wiley and Sons.
195. Rempel, J. K., Holmes, J. G., & Zana, M. P. (1985). Trust in close relationships. *Journal of Personality and Social Psychology*, 49, 95–112.
196. Riding, A. L., Dal Cin, P., Duxbury, L., Haines, G., & Safrata, R. (1993). *Informal investors in Canada: The identification of salient characteristics*. Carleton University, Ottawa.
197. Riding, A., Duxbury, L., & Haines, G. (1995). *Financing enterprise development: Decision-making by Canadian angels*. Unpublished Paper. Carleton University, Ottawa.
198. Rindova, V., & Fombrun, C. (1999). Constructing competitive advantage: The Role of firm-constituent interactions. *Strategic Management Journal*, 20, 691–710.
199. Rockies Venture Club. (2018). Angel investors should focus on IRR vs. ROI multiples. Retrieved 29.11.2020 from <https://www.linkedin.com/pulse/angel-investors-should-focus-irr-vs-roi-multiples-peter-adams/>
200. Romanelli, E. (1989). Environments and strategies of organization start-up: Effects on early survival. *Administrative Science Quarterly*, 34(3), 369–387.
201. Rostamzadeh, R., Ismail, K., & Zavadskas, E. K. (2014). Multi criteria decision making for assisting business angels in investments. *Technological & Economic Development of Economy*, 20, 696–720. doi:10.3846/20294913.2014.984364
202. Roure, J., & Keeley, R. (1990). Predictors of success in new technology based ventures. *Journal of Business Venturing*, 5, 201–220.
203. Ryan, L., & Buchholtz, A. (2001). Trust, risk, and shareholder decision making: An investor perspective on corporate governance. *Business Ethics Quarterly* 11(1), 177–201.
204. Sahlman, W. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27, 473–521.
205. Sako, M. (1998). Does trust improve business performance? In: C. Lane & R. Bachmann. (Eds), *Trust within and between organizations* (pp. 242–268). Oxford University Press.
206. Sandberg, W. R., Schweiger, D. M., & Hofer, C. W. (1988). The use of verbal protocols in determining venture capitalists' decision processes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 13(1), 8–20.
207. Sapienza, H., & Korsgaard, M. A. (1996), Procedural justice in entrepreneur-investor relations. *Academy of Management Journal*, 39, 544–574.
208. Schoorman, F. D., Mayer, R. C., & Davis, J. H. (2007). An integrative model of organizational trust: Past, present, and future. *Academy of Management Review*, 32, 344–354.
209. Seetharaman, A., Niranjana, I., Patwa, N., & Kejriwal, A. (2017). A study of the factors affecting the choice of investment portfolio by individual investors in Singapore. *Accounting and Finance Research*, 6(3), 153–168.
210. Shane, S. (2012). The importance of angel investing in financing the growth of entrepreneurial ventures. *Quarterly Journal of Finance*, 2(2), 1–42.
211. Shane, S., & Cable, D. (2002). Network ties, reputation, and the financing of new ventures. *Management Science*, 48, 364–81.
212. Shankman, N. A. (1999). Reframing the debate between agency theory and stakeholder's theories of the firm. *Journal of Business Ethics*, 19(4), pp. 319–334.
213. Shapiro, C. (1983). Premiums for high quality products as returns to reputations. *Quarterly Journal of Economics*, 98, 659–680.
214. Shapiro, D., Sheppard, B. H., & Cheraskin, L. (1992). Business on a handshake. *Negotiation Journal*, 8, 365–377.

215. Shepherd, D.A., & Zacharakis, A. (2001) The venture capitalist-entrepreneur relationship: Control, trust and confidence in co-operative behavior. *Venture Capital* 3(2), 129–150.
216. Shipway, I. (2009). Modern portfolio theory. *Trusts & Trustees*, 15(2), 66–71.
217. Siegel, R., Siegel, E., & MacMillan, I. (1993). Characteristics distinguishing high growth ventures. *Journal of Business Venturing*, 8, 169–80.
218. Silva, J. (2004). Venture capitalist decision-making in small equity markets: A case study using participant observation. *Venture Capital*, 6(2/3), 125–140.
219. Sitkin, S. B., & Roth, N. L. (1993). Explaining the limited of legalistic “remedies” for trust/distrust. *Organization Science*, 4, 367–392.
220. Smith, D. J., Harrison, R. T., & Mason, C. M. (2010). Angel investment decision making as a learning process. *Working Paper 10-05*. Hunter Centre for Entrepreneurship, University of Strathclyde, Glasgow G1 1XH, Scotland, UK.
221. Snellman, K., & Cacciotti, G. (2019). The role of angel investors’ emotions in socially situated investment opportunity evaluations. In *Emotions and Leadership* (Vol. 15, pp. 179-207). Emerald Publishing Limited.
222. Sohl, J. (2006). Angel investing: Changing strategies during volatile times. *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 11(2), 27–47.
223. Sohl, J., M., Van Osnabrugge, M., & Robinson, R. J. (2000). Models of angel investing: Portals to the early stage market. In: *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Summary. <http://fusionmx.babson.edu/entrep/fer/XIII/XIIID/XIIID.htm>.
224. Stedler, H. R., & Peters, H. H. (2003). Business angels in Germany: An empirical study. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5, 269–276.
225. Steier, L., & Greenwood, R. (1995). Venture capitalists relationships in the deal structuring and postinvestment stages of new firm creation. *Journal of Management Studies*, 32, 337–357.
226. Stuart, T. E., Hoang, H., & Hybels, R. C. (1999). Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative Science Quarterly*, 44, 315–349.
227. Sudek, R. (2006). Angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy*, 17 (2–3), 89–103.
228. Sullivan, M. K., & Miller, A. (1996). Segmenting the informal venture capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors. *Journal of Business Research* 36(1), pp. 25–35.
229. Szerb, L., Rappai, G., Makra, Z., & Terjesen, S. (2007). Informal investment in transition economies: Individual characteristics and clusters. *Small Business Economics* 28(2–3), 257–271.
230. Tejpal, G., Garg, R. K., & Sachdeva, A. (2013). Trust among supply chain partners: A review. *Measuring Business Excellence*, 17(1), pp. 51–71.
231. Thompson, J. D. (1967). *Organizations in action*. McGraw Hill.
232. Timmons, J. A. (1992). *New venture creation: Entrepreneurship in the 1990s* (4th ed.) McGraw-Hill/Irwin.
233. Timmons, J., & Bygrave, W. (1986). Venture capital’s role in financing innovation for economic growth. *Journal of Business Venturing*, 1, 161–176.
234. Tsai, W., & Ghoshal, S. (1998). Social capital and value creation – The role of intrafirm networks. *Academy of Management Journal*, 4, 464–476.
235. Tyebjee, T., Bruno, A. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 30(9), 1051–1066.
236. Tyler, T. R., & Bies, R. J. (1990). Beyond formal procedures: The interpersonal context of procedural justice. In: J. S. Carroll (Ed.), *Applied social psychology and organizational settings* (pp. 77–98). Hillsdale, NJ: Erlbaum.

237. United Nations. (2009). *Policy options and instruments for financing innovation: A practical guide to early-stage financing*. United Nations, 2009.
238. Van Onasbrugge, M., & Robinson, R. J. (2000) *Angel investing: Matching start-up funds with start-up companies – the guide for entrepreneurs, individual investors, and venture capitalists*. Jossey-Bass.
239. Van Osnabrugge, M. (1998). *The financing of entrepreneurial firms in the UK: A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures*. PH thesis. Hertford College (Oxford).
240. Van Osnabrugge, M. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 2(2), 91–109.
241. Vanags A., Stasevska J., & Paalzow A. (2010). Venture capital in Latvia revisited. *Telia Sonera Institute Discussion Paper No 9*. The Telia Sonera Institute at the Stockholm School of Economics in Riga.
242. Volery, T. (1995). *Co-operative strategies for small and medium sized enterprises*. Paper presented at the 40th World Conference of the International Council for Small Enterprises, Sydney.
243. Vollan, B. (2011). The difference between kinship and friendship: (field-) experimental evidence on trust and punishment. *The Journal of Socio-Economics*, 40(1), 14–25.
244. Wallmeroth, J., Wirtz, P., & Groh, A. P. (2018). Venture capital, angel financing, and crowdfunding of entrepreneurial ventures: A literature review. *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, 14(1), 1–129.
245. Weigelt, K., Camerer, C. (1988). Reputation and corporate strategy: A review of recent theory and applications. *Strategic Management Journal*, 9, 443–454.
246. Wessendorf, C.P., Kegelmann, J., Terzidis, O. (2019). Determinants of early-stage technology venture valuation by business angels and venture capitalists *International Journal of Entrepreneurial Venturing*, 11(5). Retrieved 28.09.2019 from <https://www.inderscienceonline.com/doi/abs/10.1504/IJEV.2019.102259>
247. Wetzel, W. E. (1983). Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review*, 24(4), 23–34.
248. Wildman, J. L., Shuffler, M. L., Lazzara, E. H., Fiore, S. M., Burke, C. S., Salas, E., & Garven, S. (2012). Trust development in swift starting action teams: A multilevel framework. *Group & Organization Management*, 37(2), 137–170.
249. Wiltbank, R. E. (2009). *Siding with the angels: Business angel investing-promising outcomes and effective strategies*. Nesta.
250. Wiltbank, R., & Boeker, W. (2007). Returns to angel investors in groups. *Available at SSRN 1028592*.
251. Wong, A., Bhatia, M., & Freeman, Z. (2009). Angel finance: The other venture capital. *Strategic Change*, 18(7–8), 221–230.
252. Wong, P. K., Ho, Y. P., & Autio, E. (2004). Determinants of angel investing propensity: empirical evidence from the 29-country GEM dataset. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, pp. 48–62.
253. World Bank Blogs. (2019). *New country classifications by income level: 2019–2020*. Retrieved 04.09.2019 from <https://blogs.worldbank.org/opendata/new-country-classifications-income-level-2019-2020>
254. World Bank. (2019). *GNI per capita, Atlas method (current US\$)*. Retrieved 02.12.2020 from <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GNP.PCAP.CD>.
255. Worldpopulationreview.com. (2019). Retrieved 04.09.2020 from <http://worldpopulationreview.com/countries/high-income-countries/>
256. Wright, M., & Robbie, K. (1998). Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5&6), 521–570.

257. Yamagishi, T., Cook, K. S., & Watabe, M. (1998). Uncertainty, trust, and commitment formation in the United States and Japan. *American Journal of Sociology*, *104*(1), 165–194.
258. Young-Ybarra, C., & Wireman, M.F. (1999). Strategic flexibility in information technology alliances: the influence of transaction cost economics and social exchange theory. *Organization Science*, *10*(4), 439–459.
259. Zacharakis, A., & Shepherd, D. (2001). The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making. *Journal of Business Venturing*, *16*, 311–332.
260. Zaheer, A., McEvily, B., & Perrone, V. (1998). Does trust matter? Exploring the effects of interorganizational and interpersonal trust on performance. *Organization Science*, *9*, 141–159.
261. Zand, D. (1972). Trust and managerial problem solving. *Administrative Science Quarterly*, *17*, 229–239.
262. Zhukova, V. (2017). *The role of firm's trustworthiness in Business Angels' investment. Experimental evidence from 3-player trust game*. Mimeo, Universidad de Alicante.
263. Zolin, R., Hinds, P. J., Fruchter, R., & Levitt, R. E. (2004). Interpersonal trust in cross-functional, geographically distributed work: A longitudinal study. *Information and Organization*, *14*(1), 1–26.