

## EXTERNÍ A INTERNÍ FAKTORY ROZHODOVÁNÍ INVESTORA NEFORMÁLNÍHO RIZIKOVÉHO KAPITÁLU

### EXTERNAL AND INTERNAL FACTORS OF INFORMAL VENTURE CAPITAL INVESTOR DECISION-MAKING

---

Lada Vejmělková

---

**Abstrakt:** Důležitost financování neformálním rizikovým kapitálem na poli malého a středního podnikání je nesporná. Nicméně i přes tuto skutečnost vyslovuje vědecká obec názor, že je výzkum nedostatečný, zejména v rámci determinace faktorů, jež ovlivňují rozhodování investora. Cílem článku je identifikace externích a interních faktorů rozhodování investora neformálního rizikového kapitálu a zmapování metodického rámce současného stavu poznání externích a interních faktorů v této oblasti, a to včetně doporučení dalšího směřování vědeckého zkoumání. Výzkum je uskutečněn za pomoci obsahové analýzy identifikovaných vědeckých zdrojů v databázích Google Scholar a Web of Science. Výsledky potvrzují nedostatečný výzkum, analýzu zejména externích faktorů a využití kvantitativního přístupu včetně odpovídajících datových základů především v podobě on-line dotazníkového šetření. Budoucí výzkum je vhodné zaměřit na další zhodnocení stavu vědeckého poznání v oblastech měnícího se trhu obchodních andělů nebo jeho organizaci či typologii andělských investorů.

**Klíčová slova:** rizikový kapitál; neformální rizikový kapitál; andělský investor; obchodní anděl; venture kapitalista, životní cyklus investice, rozhodování investora, externí a interní faktory.

**Abstract:** The importance of informal venture capital financing in the field of small and medium-sized enterprises is indisputable. Despite this fact, the scientific community states that research is insufficient, especially to determine the factors that influence investor decisions. For these reasons, the purpose of the article is identification internal and external factors affecting decision-

*making of the informal venture capital investors and map the methodological framework of the current state of knowledge of external and internal factors in this area with recommendation of the future research. The research is realized with the help of content analysis of identified scientific sources in the Google Scholar and Web of Science databases. The results confirm insufficient research, analysis of external factors, and the use of a quantitative approach, including the corresponding sources of data, such as on-line questionnaires. Future research should focus on further assessing the state of scientific knowledge in the areas of the changing market of business angels or its organization, or the typology of angel investors.*

**Keywords:** *venture capital; informal venture capital; angel investor; business angel; venture capitalist; investment life cycle; investment decision-making; external and internal factors.*

**JEL klasifikace:** *G11; G24.*

## 1 ÚVOD

Rizikový a rozvojový kapitál (dále také VC – venture capital) je významným zdrojem financování malého a středního podnikání (dále také SMEs – small and medium-sized enterprises). Ovšem tyto podniky mají nesnadný přístup k finančnímu kapitálu, zejména pak k bankovním úvěrům (Glücksman, 2020). V tomto případě vstupují do hry investoři rizikového kapitálu, respektive neformálního rizikového a rozvojového kapitálu, tj. business angels, jež tvoří nástavbu finančních zdrojů „3F“, tj. founder, family, friends (Grilli et al., 2019). A jelikož tvoří SMEs v zemích Evropské Unie více než 99 % z celkových podnikatelských subjektů vůbec (Filipe et al., 2016), je nasnadě vysoká úroveň poznání trhu neformálního VC ve spojitosti se správným nastavením ze strany představitelů vládních politik jednotlivých států. Zejména je důležitá identifikace faktorů, které ovlivňují chování neformálního investora rizikového a rozvojového kapitálu v rámci investičního procesu jako celku (Azarmi, 2016; Botelho et al., 2019).

Nicméně i přes tuto skutečnost jsou informace z oblasti rizikového a rozvojového kapitálu značně roztržité, což potvrdil výzkum v podobě bibliometrické analýzy vědeckých článků z let 1990–2017, který provedl

Cancino et al. (2018). S tímto tvrzením se shodují i výsledky bibliometrické analýzy vědeckých zdrojů databáze Web of Science autorů Reverta a Badilla (2019). Výsledky naznačují, že současný stav poznání v dané oblasti je nedostatečný a vzniká tak potenciál dalšího výzkumu právě v oblasti obchodních andělů či výzkumu prováděného v rovině heuristického uvažování transformovaného do čistě racionálních závěrů, jež budou podloženy relevantními daty a v rámci vlivu externích a interních faktorů, které ovlivňují chování investora během investičního procesu jako celku (Reverte a Badillo, 2019).

Aby bylo možné rozšířit současný stav vědeckého poznání neformálního rizikového a rozvojového kapitálu v oblasti externích a interních faktorů, které ovlivňují rozhodování investora v podobě business angels či venture kapitalistů je nutná identifikace aktuálně diskutovaných faktorů a metodického rámce vědeckých zdrojů, a to včetně výzkumných otázek, datových základů, metod zpracování, výsledků výzkumu a možných doporučení dalšího výzkumu. Za tímto účelem jsou zvoleny následující výzkumné otázky, jež budou zodpovídaný na základě obsahové analýzy vybraných vědeckých zdrojů databáze Google Scholar a Web of Science: (1) *„Které z externích a interních faktorů ovlivňují investiční rozhodování investora neformálního rizikového a rozvojového kapitálu a jaká je jejich frekvence v rámci odborného výzkumu?“*; (2) *„Jaká je charakteristika zaměření výzkumu a metodického rámce výzkumu externích a interních faktorů determinujících investiční rozhodování investora na trhu neformálního rizikového a rozvojového kapitálu, včetně bibliografické identifikace?“*.

Samotnému výzkumu článku předchází literární rešerše vědeckých zdrojů jednak z oblasti rizikového a rozvojového kapitálu obecně, jednak v rámci investorů neformálního rizikového kapitálu a externích a interních faktorů, které ovlivňují rozhodování investora v průběhu životního cyklu jeho investičního záměru. Na literární rešerši naváže vymezení metodického rámce, po kterém budou zodpovězeny výzkumné otázky, nakonec proběhne diskuse a závěr, a to včetně identifikace limitů výzkumu a doporučení možných oblastí zájmu budoucího výzkumu.

## 2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA

Obecně lze rizikový kapitál vymezit dle Invest Europe (2021) jako konkrétní typ soukromého kapitálu (Private Equity/PE) a dále zařadit mezi zdroje externího financování podniků výměnou za podíl na základním kapitálu organizace (Akhmejanova et al., 2015), zpravidla malého a středního podnikání, kdy dochází k investici do projektů s nejistou úspěšností, které ovšem v případě příznivého vývoje generují investorovi vysoké zhodnocení počátečního vkladu (Cancino et al., 2018; Nývltová a Režňáková, 2007; Reverte a Badillo, 2019). Rizikový kapitál obsahuje celou řadu investic různých typů, jako je například investování do různých fází vývoje podniku (Invest Europe, 2021), což také vyplývá ze samotného vývoje rizikového kapitálu, na druhou stranu je spojuje fakt, že investor investuje přímo do základního jmění organizace (Akhmejanova et al., 2015; Dvořák a Procházka, 1999), jež není zpravidla veřejně obchodovatelná (Mason a Harrison, 2008; Rajchlová, 2016), tímto získává ve firmě podíl, který drží dlouhodobě a spolu s managementem společnosti usiluje o její tržní zhodnocení, které explicitně vede ke zhodnocení investice a po odprodeji také k zisku.

Důležitost VC vyplývá ze skutečnosti, že se jedná o významný zdroj financování SMEs, jelikož tyto podniky mají nesnadný přístup k financování, zejména bankovními úvěry (Glücksman, 2020; Sonius et al., 2015; Reverte a Badillo, 2019). Důležitost také znásobuje zastoupení malého a středního podnikání v rámci podnikatelských subjektů jako celku. Konkrétně v zemích Evropské Unie tvoří SMEs více než 99 % ze všech podnikatelských subjektů vůbec (Filipe et al., 2016). Rizikový kapitál lze vydělit do formy dvojího typu, kdy do uvedených podniků může být VC investován ve formě institucionalizované neboli formální, tj. například banky, pojišťovny, penzijní fondy (Pavlát, 2003) či fondy rizikového kapitálu jako takového, kde dochází k hromadění finančních prostředků jednotlivých investorů, jež fond jako celek následně investuje do vybraných investičních záměrů, zejména do pozdějších fází financování, tj. later-stage venture (Pierrakis a Saridakis, 2017). Zadruhé ve formě neinstitucionalizované, respektive v podobě neformálního rizikového kapitálu, tj. obchodní andělé (dále také BAs – business angels).

Obchodní andělé tvoří nastavbu financování „3F“ – founder, family, friends (Grilli et al., 2019) a jedná se o soukromé osoby (Chahine et al., 2007), zpravidla BAs tvoří muži středního věku s vysokým čistým jměním (Aeroundt, 1999), již

dříve úspěšní podnikatelé či manažeři na vysoce postavených funkcích, kteří ukončili svoji činnost v této oblasti a přebytečné finanční prostředky investují do nově vzniklých (seeds) či začínajících (start-ups) podniků s vysokým růstovým potenciálem, případně i do fáze podniku v podobě later-stage venture (Invest Europe, 2021; Mason a Harrison, 2008). Nad rámec finančního kapitálu poskytují obchodní andělé podniku také přidanou hodnotu ve formě odborných znalostí, dovedností, know-how či sítě kontaktů (Mason a Harrison, 2008; Politis, 2008), navíc se aktivně podílejí na řízení společnosti, častokrát jako členové představenstva. Nicméně je nutné podotknout, že nelze formální a neformální rizikový kapitál přesně vymezovat do vytyčených mantinelů a není výjimkou, že například obchodní andělé investují do later-stage venture nebo působí ve skupinách, respektive sítích obchodních andělů, kdy následná podoba investování připomíná spíše institucionální chování (Akhmejanova et al., 2015; Pierrakis a Saridakis, 2017).

Výše popsané rozdělení soukromého, respektive rizikového kapitálu je souhrnně vyobrazeno v následující tabulce, kdy je evidentní, že soukromý kapitál je rozdělen na kapitál rizikový, growth/buyout, replacement, rescue/turnaround, přičemž rizikový kapitál lze dále dělit na formální (institucionální) rizikový kapitál, tj. zejména fondy rizikového kapitálu a neformální rizikový kapitál (neinstitucionální), který tvoří obchodní andělé v podobě soukromé osoby, jež investuje samostatně. Investice rizikového kapitálu může být uskutečněna ve třech formách neboli do třech fází podniku, konkrétně se jedná o seed, start-up a later-stage venture.

**Tabulka 1: Rozdělení soukromého kapitálu (PE)**

		Private Equity		
Rizikový kapitál (VC)		Growth/Buyout	Replacement	Rescue/Turnaround
Formální	Neformální (BAs)			
	Seed			
	Start-up			
	Later-stage venture			

*Zdroj: Vlastní zpracování dle Invest Europe (2021), Nývtová a Režňáková (2007) a Scheela et al. (2015)*

Ať už se jedná o investora rizikového a rozvojového kapitálu ve formální či neformální podobě, vždy je jeho jednání, respektive rozhodování ovlivněno celou řadou proměnných na úrovni externích a interních faktorů, přičemž lze

konstatovat, že tyto faktory ovlivňují rozhodování o rizikovém a rozvojovém kapitálu jako celku, tudíž mohou být hodnoceny studie jednak obecné, jednak se zaměřením se na neformální rizikový kapitál v podobě business angels. Konkrétní faktory se objevují jak obecně v rámci životního cyklu investice BAs, tak specificky v jeho jednotlivých fázích, mezi které dle World Bank Group (2018) patří vyhledání investice, počáteční screening, detailní screening včetně hodnocení investice a due diligence, dále term sheet, právní rámec, monitoring a mentoring, a nakonec exit, a to včetně výběru exit strategie. Jak uvádí Zinecker et al. (2021b) převážná většina vědeckých publikací se zaměřuje na výzkum interních determinantů, jež ovlivňují chování a jednání obchodních andělů, konkrétně je oblast zájmu zaměřena na charakteristiku obchodních andělů a trh BAs (Harrison a Mason, 2007; Sohl a Hill, 2007), jejich rozhodování o investici (Maxwell et al., 2011; Smith et al., 2010), post-investiční fázi a exit strategii (Mason a Harrison, 2002; Sørheim, 2005) či stranu poptávky (Becker-Blease a Sohl, 2007; Brush et al. 2012).

Výzkum v oblasti makroekonomických faktorů ve spojitosti přímo s BAs není příliš častý, převážně jsou analyzovány makroekonomické faktory pro trh rizikového a rozvojového kapitálu jako celku (Zinecker et al. 2021b), tzn. Formální i neformální investory, kdy výsledky ukazují, že determinanty vnějšího prostředí významně ovlivňují trh VC (Lewandowska a Stopa, 2019). Například již Gompers a Lener (1999) dospěli k závěru, že vysoký objem investic a vysoký růst hrubého domácího produktu je ve vztahu pozitivní korelace. Dále došlo k vyhodnocení dopadu míry inflace a měnové politiky (Stimel, 2012), respektive úrokových sazeb (Bonini a Alkan, 2012) nebo souvislosti mezi úrovní úspěšnosti akciového trhu a trhu s rizikovým a rozvojovým kapitálem (Black a Gilson, 1998). Jak již bylo zmíněno, externí determinanty u obchodních andělů, respektive investorů rizikového a rozvojového kapitálu jsou analyzovány pouze zřídka (Zinecker et al., 2021b), a to i přes skutečnost, že významně ovlivňují samotné investování rizikovým kapitálem, které explicitně souvisí s růstem ekonomiky daných zemí (Bertnoth a Colavecchio, 2014), jakožto i jejich technologickým rozvojem a pokrokem (Li a Zahra, 2012).

Z dostupných zdrojů výzkumu makroekonomických faktorů je velmi často zmiňováno *politické a legislativní prostředí* (Grilli et al., 2019; Skalická Dušátková et al., 2017), kdy je pro investory stěžejní míra byrokracie, právní systém a vymahatelnost práva, což explicitně souvisí s ochranou investic

(Ghosh a Mandal, 2019). Právní systém, respektive vymahatelnost práva také souvisí s ochranou vybraných stakeholders, respektive primárně s akcionáři a věřiteli (Bonini a Alkan, 2012). S politickým a legislativním prostředím souvisí také *měnová politika* (Stimel, 2012), konkrétně úrokové sazby (Bonini a Alkan, 2012). Bonini a Alkan (2012) také dospěli k závěru, že mezi výší úrokových sazeb a objemem uskutečněných investic rizikového a rozvojového kapitálu existuje statisticky významný negativní vztah. Rostoucí úroveň úrokových sazeb snižuje nabídku kapitálu, jelikož investoři přesouvají své finanční prostředky do investic s nižší úrokovou sazbou (Janus, 2019), na druhou stranu, jak uvádí Chodnicka-Jaworska a Jaworski (2017) právě růst úrokových sazeb může vést k rozvoji alternativního financování podniků (Zinecker et al., 2021b).

Rizikový a rozvojový kapitál se zpravidla kumuluje v okolí univerzit a vědeckých pracovišť a souvisí s livem výdajů na *výzkum a vývoj* a rozhodováním rizikových kapitalistů, respektive obchodních andělů (Diaconu, 2012). Spojitost mezi výdaji na výzkum a vývoj a investováním rizikového kapitálu potvrdili také autoři Gompers a Lerner (1999), jelikož venture capital, jak z názvu vyplývá, s sebou přináší zvýšenou míru rizika, a proto zde není například vhodné klasické financování. Z tohoto důvodu je právě rizikový a rozvojový kapitál primárním zdrojem podniků s vysokým inovačním a růstovým potenciálem. Ovšem podstatná je i rozvinutost kapitálového trhu, kdy tuto skutečnost Schetler (2003) označil jako jeden z determinantů VC, konkrétně definoval pozitivní vztah mezi *vysokou rozvinutostí kapitálového trhu* a objemem investic rizikového a rozvojového kapitálu. Ve spojitosti s trhem Zinecker a Bolf (2015) uvádějí také *tržní kritéria* v rámci kategorizace trhu, kde podnik působí, jež zahrnují poptávku po produktu, velikost trhu a potenciál dalšího růstu. V tomto případě hraje roli skutečnost, že relevantní trh je dostatečně velký a dostatečně rychle roste (Zinecker a Bolf, 2015).

V neposlední řadě je vhodné zmínit i *daňové zatížení*, jelikož právě úroveň sazeb má přímý dopad na vývoj hrubého domácího produktu země (Szarowska, 2010) a stejně jako právní systém, tak i daňové zatížení se liší napříč jednotlivými státy. Například v České republice se tato problematika řídí Zákonem o daních z příjmu a významnou roli hraje fakt, zdali se jedná o fyzickou či právnickou osobu, kdy se výsledná daň může diametrálně odlišovat a v případě ukončení investice rizikového kapitálu přinášet odlišnou míru výnosu (Skalická Dušátková et al., 2017).

Co se týče interních faktorů existuje opět celá řada determinantů, jež autoři definují, vždy záleží na konkrétním zaměření oblasti zájmu výzkumu, respektive zdali se jedná o výzkum trhu rizikového a rozvojového kapitálu jako celku nebo pouze ve spojitosti s BAs (Zinecker et al., 2021b). V rámci rozhodování se o investici (srov. Maxwell et al., 2011; Smith et al., 2010) autoři White and Dumay (2020) identifikovali na základě polostrukturovaných rozhovorů s 12 business angels na území Austrálie čtyři faktory, které ovlivňují rozhodování BAs v každé fázi životního cyklu jimi realizované investice, jedná se o *zkušenosti, důvěru, touhu po participaci a realistická očekávání*.

Osobní zkušenost je dle BAs klíčovým faktorem pro úspěch zvolené investice, a to jak ve fázi výběru, tak i v rámci konce cyklu, respektive volby strategie exitu, jelikož právě zkušenost s investováním pozitivně ovlivňuje míru snížení rizika investice (Feeney et al., 1999; Aram, 1998). Důvěra působí ve dvou rovinách v rámci vztahu investora a podnikatele, konkrétně v případě sociálního vztahu a vybudování důvěry mezi podnikatelem a investorem navzájem, zadruhé jde o důvěru investora v podnikatele a jeho dovednosti a schopnosti, stejně tak jako důvěra podnikatele ve zkušenosti, dovednosti a schopnosti investora (White a Dumay, 2020), což potvrdil i již dříve uskutečněný výzkum Sapienza a Zingales (2012). Touha po participaci souvisí s přidanou hodnotou investora, který do podniku přináší své odborné znalosti, dovednosti, schopnosti, know-how a potřebnou síť kontaktů (Gompers a Lerner, 1999; Sudek, 2006; Cowan a Kamarck, 2016). Podle výzkumu autorů Whita a Dumaye (2020) BAs vždy zvažují, zdali jsou schopni do podniku přinést nad rámec finančních prostředků i další přidanou hodnotu a na základě této skutečnosti se dále rozhodují o možnosti realizace investice. V rámci realistických očekávání je stěžejní skutečnost, aby podnikatel jasně pochopil, co všechno obnáší kapitálová investice, což hraje důležitou roli při vzniku i ukončení investice. Realistické musí být také očekávání samotného andělského investora, jelikož nadšení a entuziasmus podnikatele (Landier a Thesmar, 2009) může vytvořit zaujatost vůči vyhodnocení rizika dané investice (White a Dumay, 2020).

Jako další z interních faktorů je stále více a více uváděna genderová problematika, respektive *gender* či genderová mezera, což spadá do kategorie výzkumu základních charakteristik BAs (srov. Harrison a Mason, 2007; Sohl a Hill, 2007). Na druhou stranu výzkum probíhá stále primárně v oblasti obecného pojetí genderové mezery ženy jako podnikatelky, nikoliv ženy jako



investorky (Harrison et al., 2020), z čeho je patrná i předpojatost ve vnímání podnikatele jako muže (Alsos a Ljunggren, 2017). Co se týče samotné gender problematiky ve spojitosti s BAs je odborných zdrojů pomálu, konkrétně v roce 2018 jich bylo pouze pět. Harrison et al. (2020) tento výčet rozšířil v roce 2020 na devět, kdy mezi publikace zařadil výstupy následujících autorů: Amatucci (2016), Amatuci a Swartz (2011), Becker-Blease a Sohl, (2007, 2011), Coleman a Robb (2017), Gavara a Zarco (2015), Harrison a Mason (2007) a Sohl a Hill (2007). Z výsledků studií těchto autorů vyplývá, že i přes neustále se zvyšující počet ženských investorek ve skupinách i sítích obchodních andělů je zastoupení stále nedostatečné.

Genderová problematika explicitně souvisí s determinanty, které identifikovali White a Dumay (2020), jelikož ovlivňují i samotnou genderovou mezeru. Konkrétně je v tomto případě zohledňováno chování žen nejčastěji s ohledem na homofilii aktérů rizikového kapitálu, kdy BAs hledají k sobě shodné protějšky jak v rámci spolupráce s dalšími BAs, tak i v rámci výběru podnikatele (Becker-Blease a Sohl, 2007; Harrison a Mason, 2007; Burke et al., 2014; Brush et al., 2018). Podstatná pro rozhodování o investici je také averze žen k riziku (Becker-Blease a Sohl, 2007; Burke et al., 2014; Harrison et al., 2020) a genderové stereotypy (Burke et al., 2014; Brush et al., 2018; Harrison et al., 2020). Dále se objevují determinanty jako sebevědomí žen, s čímž souvisí důvěra, zkušenosti žen z oblasti investování a sociální konstrukt (Amatucci, 2016; Harrison et al., 2020). Nejméně genderovou mezeru ovlivňuje nižší motivace žen ziskem a touha stát se BAs oproti mužům. V neposlední řadě pak konzervativnost, otevřenost vůči názorům odborníků nebo členů vedení a touha dosahovat cílů, kdy ženy mnohem častěji touží naplnit určitý cíl. Z čehož explicitně vyplývá neschopnost odpoutat se od nevhodně zvolené investiční příležitosti (Burke et al., 2014; Amatucci, 2016; Harrison et al., 2020).

V neposlední řadě je důležité zmínit oblast post-investiční fázi a exit strategii (Mason a Harrison, 2002; Sørheim, 2005) či stranu poptávky (Becker-Blease a Sohl, 2007; Brush et al. 2012) a závěry výzkumu Zineckera a Bolfa (2015), kteří na základě polostrukturovaného dotazníku a následného statistického zpracování určili interní faktory ovlivňující rozhodování o investici v rámci formálního i neformálního rizikového kapitálu, respektive v případě institucionálních prvků ve formě fondů i investorů soukromého typu v podobě

business angels. Závěry ukazují na tři stěžejní oblasti ovlivnění, konkrétně se jedná o *produkt, kvalitu managementu a finanční kritéria*.

Produktová oblast zahrnuje unikátnost, globální potenciál, konkurenční výhodu, životní cyklus. Pro investora je stěžejní jedinečnost produktu a jakým způsobem se odlišuje od konkurence, což explicitně souvisí se zvýšenou poptávkou právě po daném výrobku či službě a vysokým stupněm inovace (Zinecker a Rajchlová, 2010), kdy musí společnost důkladně zvážit veškeré charakteristiky výrobku, aby jako celek poskytoval přidanou hodnotu (Zinecker a Bolf, 2015). V rámci kvality managementu se jedná o odborné zkušenosti a dovednosti, reputaci, osobní sympatie a zkušenosti přímo v oboru. V tomto případě závěry publikace Zineckera a Rajchlové (2010) uvádějí, že pro investora neformálního rizikového kapitálu je důležitý jednak odborný background manažera, ale i osobnost jako taková, kdy musí vystupovat jako přirozený leader, působit kladným dojmem a vyvolávat sympatie u investorů i zaměstnanců firmy. Finanční kritéria zahrnují potenciál vysoké návratnosti, potenciál brzkého exitu, provázanost portfolia, nízké kapitálové, marketingové, výrobní, monitorovací a administrativní náklady (Zinecker a Bolf, 2015).

### **3 METODIKA ZPRACOVÁNÍ VÝZKUMU**

Výzkum článku je založen na přístupu autorů Whita a Dumaye (2017), Cancina et al. (2018) a Reverta a Badilla (2019) a naváže také na obecný výzkum Grilliho et al. (2019), jež následně specifikuje do oblasti neformálního rizikového a rozvojového kapitálu a využije literární rešerši sekundárních zdrojů dat a následnou obsahovou analýzu vybraných vědeckých článků. V úvodní části došlo k realizaci literární rešerše, což je jedna ze základních technik psaní odborných prací, jejímž hlavním cílem je poskytnutí základního teoretického přehledu zkoumaného fenoménu pro uvedení čtenáře do kontextu (Turner, 2018) za pomoci analýzy a následné syntézy primárně vědeckých článků (Randolph, 2009), která zaručuje správnost využití dané techniky (Leedy a Ormrod, 2004). Nicméně i přes svoji důležitost dochází častokrát k chybnému zpracování (Turner, 2018; Torracco, 2016), což lze eliminovat dodržením na sebe navazujících fází, mezi které patří dle Coopera (1984) formulace problému, sběr dat, vyhodnocení dat, analýza a interpretace a následné vyvození relevantních závěrů (Randolph, 2009).

Zdrojem sekundárních dat literární rešerše se stala databáze Google Scholar a Web of Science (dále také WOS), kdy byly za využití Booleovských logických operátorů “AND” a “OR” a zkrácených symbolů vybraných klíčových slov, včetně jejich kombinací, vyhledány relevantní vědecké články a podrobeny následné analýze a syntéze s cílem vytvoření uceleného přehledu teoretické základny článku. Databáze Google Scholar byla využita zejména k identifikaci výzkumných zdrojů dané problematiky a také jejího specifického zaměření, kdy relevantnost dat byla vyhodnocena na základě H-Indexu a zařazení časopisu do vyšších kvartilů v rámci portálu Scimago Journal and Country Rank. Zatímco databáze Web of Science posloužila specificky k vyhledání vědeckých článků k analýze a syntéze vybraných sekundárních dat, přičemž využití databáze WOS explicitně vypovídá o jisté „kvalitě“ zdroje s ohledem na zařazení článků v rámci vědeckých časopisů s impact faktorem, nicméně nad rámec tohoto měřítko došlo i k hodnocení průměrného počtu citací za rok (dále také CPY). Uvedené informace jsou přehledně vyobrazeny v následující Tabulce č. 2 – Postup zpracování literární rešerše článku, a to včetně zvolených klíčových slov.

**Tabulka 2: Indikátory zpracování literární rešerše**

	Google Scholar	Web of Science	Zařazení
Logické operátory	AND; OR	AND; OR	odborné rozhodnutí
Zkrácené symboly	*	*	autora – impact
Hodnocení	H-Index, SJR	CPY	factor časopisu
Klíčová slova	venture capital, private equity, informal venture capital, non-institutionalized capital, business angels, angel investor, angel capital, external factor, internal factor, factor, decision-making, determinant, choice		

*Zdroj: Vlastní zpracování*

V rámci výzkumu článku je využita metoda obsahové analýzy s cílem identifikace metodického rámce, respektive agendy výzkumu v oblasti vlivu externích a interních faktorů na rozhodování investora neformálního rizikového kapitálu. Obsahová analýza je jednou z technik analýzy sekundárních dat, respektive dokumentů jak po kvantitativní, tak kvalitativní stránce s cílem identifikace opakujících se vzorců (Jandrousek, 2009; Trommsdorff, 2009). Na úrovni kvantitativní identifikace zdrojů zkoumané problematiky bude využita databáze Google Scholar a sekundární zdroje dat kvalitativní obsahové analýzy budou vyhledány v databázi Web of Science z důvodu “kvality” obsažených vědeckých článků s ohledem na hodnocení impact faktoru časopisů, kde došlo

k publikaci zdroje. Stejně jako v případě literární rešerše budou i tyto články vyhledány za pomoci relevantních klíčových slov s využitím Booleovských logických operátorů a zkrácených symbolů.

Na základě uvedených technik dojde ke zodpovězení dvou hlavních výzkumných otázek:

(1) „*Které z externích a interních faktorů ovlivňují investiční rozhodování investora neformálního rizikového a rozvojového kapitálu a jaká je jejich frekvence v rámci odborného výzkumu?*“, konkrétně budou vymezeny faktory rozhodování investora neformálního rizikového a rozvojového kapitálu a počet výsledných zdrojů externích a interních faktorů.

(2) „*Jaká je charakteristika zaměření výzkumu a metodického rámce výzkumu externích a interních faktorů determinujících investiční rozhodování investora na trhu neformálního rizikového a rozvojového kapitálu, včetně bibliografické identifikace?*“, specificky budou identifikovány tyto oblasti odborného článku: (a) cíl, (b) datová základna, (c) metoda zpracování dat, (d) výsledky, (e) doporučení dalšího výzkumu, (f) časopis.

#### **4 VÝSLEDKY**

(1) Na základě literární rešerše lze konstatovat, že mezi externí faktory, jež identifikují autoři odborných článků patří politické a legislativní prostředí, měnová politika, daňové zatížení, tržní kritéria, rozvinutost trhu rizikového a rozvojového kapitálu a výdaje na výzkum a vývoj, přičemž pořadí je stanoveno na základě sestupného seřazení. V případě interních faktorů dle totožného seřazení se jedná o zkušenosti, finanční kritéria, gender problematiku, produkt, kvalitu managementu, realistická očekávání investora a podniku, touhu investora participovat na řízení či vzájemnou důvěru mezi investorem a příjemcem finančního kapitálu. Z výčtu externích a interních faktorů je evidentní že interní faktory jsou v odborné literatuře analyzovány častěji, což může mimo jiné vyplývat ze skutečnosti, že interní faktory jsou zaměřeny do kategorie investora, podniku či investice jako takové, a tudíž zde vzniká snazší přístup k realizaci výzkumu, nežli v případě politického a legislativního prostředí ze strany vládních představitelů. V následující Tabulce č. 3 – Identifikace externích a interních faktorů rozhodování investora neformálního rizikového kapitálu o investici v rámci celého životního procesu investičního cyklu je

souhrnně vyobrazen výčet jednotlivých determinantů s využitím sestupného řazení frekvence výskytu, a to včetně příkladu autorů publikujících v dané oblasti.

**Tabulka 3: Identifikace externích a interních faktorů**

Č.	Externí faktory	Autoři	Interní faktory	Autoři
1.	Politické a legislativní prostředí	Bonini a Alkan (2012); Ghosh a Mandal (2019); Grilli et al. (2019); Janus (2019); Skalická Dušátková et al. (2017)	Zkušenosti a věk	Aram (1998); Carpentier a Suret (2013; 2015); Feeney et al. (1999); Félix et al. (2014); White a Dumay (2017)
2.	Měnová politika	Bonini a Alkan (2012); Chodnicka-Jaworska a Jaworski, (2017); Janus (2019); Stimel (2012); Zinecker et al. (2021b)	Finanční kritéria	Carpentier a Suret (2013; 2015); Félix et al. (2014); Zinecker a Rajchlová (2010); Zinecker a Bolf (2015)
3.	Daňové zatížení	Azarmi (2016); Skalická Dušátková et al. (2017); Stimel (2012); Szarowska (2010); Wenhui (2016)	Genderová problematika	Burke et al. (2014); Amatucci (2016); Harrison et al. (2020); Becker-Blease a Sohl (2007)
	Tržní kritéria	Becker-Blease a Sohl (2007); Brush et al. (2012); Zinecker a Bolf (2015)	Produkt	Carpentier a Suret (2013; 2015); Zinecker a Rajchlová (2010); Zinecker a Bolf (2015)
4.	Rozvinutost trhu a preference fondů VC	Azarmi (2014), Schetler (2003); Wenhui (2016)	Management	Félix et al. (2014); Zinecker a Bolf (2015)
5.	Výdaje na výzkum a vývoj	Diaconu (2012); Gompers a Lerner (1998)	Očekávání	Landier a Thesmar (2009); White a Dumay (2020)
6.	–		Touha participovat	Cowan a Kamarck (2016); White a Dumay (2020)
7.	–		Důvěra	Sapienza a Zingales (2012); White a Dumay (2020)

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Výslednou frekvenci výskytu externích a interních faktorů, jež ovlivňují rozhodování investora neformálního rizikového kapitálu potvrzují také tvrdá, respektive sekundární data ve formě odborných zdrojů databáze Google Scholar. Například kombinace vyhledávání za pomoci relevantních klíčových slov investora neformálního rizikového kapitálu – internal factor, external factor, choice, decision-making, determinant, business angel, angel capital, angel investor potvrzuje vyšší výskyt interních faktorů v rámci nalezených odborných zdrojů, a to ve všech případech zvolených kombinací vyhledávání. Jak ukazuje následující tabulka č. 4, nejvyšší počet publikačních zdrojů v databázi Google Scholar byl nalezen na základě kombinace klíčových slov internal/external factor, choice a business angel. Konkrétně v případě externích faktorů se jedná při vyřazení autocitací dle kategorizace „topic“ o 132 000 nálezů, u interních faktorů o 144 000. V případě databáze Web of Science, kde jsou uvedeny pouze odborné články impaktovaných časopisů vykazují totožné výsledky vyhledávání v řádech jednotek, což také svědčí o nedostatečném výzkumu v oblasti trhu rizikového a rozvojového kapitálu (srov. Cancino et al., 2018; Reverte a Badillo, 2019). Z uvedeného je evidentní, že i přes skutečnost výskytu celé řady vědeckých publikací téměř absentují impaktované vědecké zdroje, kdy panuje všeobecná shoda o vysoké kvalitě dané publikace.

**Tabulka 4: Počet publikačních výstupů**

Klíčová slova	Google Scholar	
	Externí	Interní
factor, choice, business angel	132 000	144 000
factor, choice, angel capital	126 000	141 000
factor, choice, angel investor	32 100	33 500
determinant, choice, business angel	27 400	27 800
determinant, choice, angel capital	25 500	25 600
determinant, choice, angel investor	18 500	18 600
determinant, decision making, business angel	28 100	28 500
determinant, decision making, angel capital	27 800	35 600

*Zdroj: Vlastní zpracování*

(2) Na základě obsahové analýzy (viz Tabulka č. 5) lze vyvodit závěry, že (a) jednotlivé cíle vybraných analyzovaných odborných článků korespondují s jejich názvem. V první řadě jsou cíle zaměřeny v obecné rovině na identifikaci, systematizaci, analýzu či zhodnocení současného stavu poznání rozhodovacího procesu investorů formálního a neformálního rizikového kapitálu, zadruhé jsou blíže specifikovány na konkrétní determinanty, respektive externí a interní

faktory jak v rovině obecné pro trh rizikového a rozvojového kapitálu, tak pro investora neformálního rizikového kapitálu, tj. zejména business angels. V neposlední řadě jsou cíle směřovány do oblastí již identifikovaných externích a interních faktorů, kdy je nasnadě jejich bližší analýza, například v rámci základní charakteristiky business angels jak pro muže, tak pro ženy, a to včetně určení stěžejních rozdílů ve spojitosti s pohlavím investora nebo v rámci charakteristiky investičního záměru a investora, jenž realizuje long-distance investice neboli investice mimo region působení investora. V tomto případě je také nutné podotknout, že ve všech případech výzkumné otázky a hypotézy vycházejí z cílů odborných článků, tudíž zde dochází k logické posloupnosti a skutečně je zkoumáno to, co má být zkoumáno. Správné nastavení již v rámci identifikace cílů výzkumu a následného stanovení výzkumných otázek, respektive hypotéz explicitně souvisí s validitou výzkumného článku.

V oblasti (b) datových základů se v pěti případech jednalo o kvantitativní výzkum, ve dvou případech pak o výzkum kvalitativní, čemuž také odpovídaly zdroje dat. Konkrétně sekundární data u kvantitativního výzkumu, primární data u výzkumu kvalitativního. U kvalitativního výzkumu byly využity techniky polostrukturovaných rozhovorů nebo metoda Delphi. Zatímco data pro kvantitativní výzkum byla získávána především z databáze Scopus, Google Scholar a Web of Science za účelem tvorby literárních rešersí, respektive citačních analýz, dále z databáze European Private Equity & Venture Capital Association či Českého statistického úřadu nebo byla data pro další analýzu zajištěna na základě dotazníkového šetření face-to-face či on-line. Přičemž právě dotazníkové šetření v on-line podobě bylo v rámci kvantitativního výzkumu využíváno nejvíce. Je evidentní, že vyšší míra využití kvantitativního šetření koresponduje se snazším získáváním dat, nicméně na úkor hlubšího poznání daného fenoménu. Na druhou stranu je nutné vzít v úvahu, že business angels častokrát fungují anonymně, tudíž je velký problém se k této skupině respondentů vůbec dostat.

Co se týče následného (c) zpracování dat opět jsou využívány metody odpovídající kvalitativnímu či kvantitativnímu šetření. V případě kvalitativního výzkumu využili autoři například řízenou diskusi a výsledný konsenzus odborníků či obsahovou analýzu, respektive transkripci získaných dat, jejich kódování a analýzu tematických řetězců. V rámci kvantitativního šetření pak byly využity metody zpracování dat ve formě statistické analýzy s využitím

následujících technik: Risk model, chí-kvadrát test, T-test, ANOVA či Spearmanův koeficient pořadové korelace. Statistické vyhodnocení získaných dat vybraných odborných článků samozřejmě zahrnovalo také deskriptivní statistickou analýzu dat a vyjádření absolutních či relativních četností. Zde by bylo vhodné využití dalších analýz z oblasti vícerozměrného statistického šetření, nicméně opět zde narážíme na problém špatně dostupných či neúplných dat databází jako je například Pitchbook.

(d) Výsledky vybraných výzkumů potvrdily vyšší zájem vědecké obce o interní faktory determinace rozhodování na trhu rizikového a rozvojového kapitálu, respektive specificky v případě analýzy externích faktorů u investora neformálního rizikového kapitálu v podobě business angels. Na úrovni obecné došlo k identifikaci 14 faktorů ovlivňujících rozhodování investora rizikového a rozvojového kapitálu, dále k analýze rozhodovacího procesu ve spojitosti s exitem investora ze společnosti, kdy výsledky dokazují například, že fáze firmy v předstartovním financování predikuje delší dobu trvání investice, high-tech investice mají delší dobu trvání, využití konvertibilních cenných papírů vede k delší době investice, vyšší míra monitorování investice investorem vede k jejímu kratšímu trvání nebo že plánování exit strategie značí kratší dobu trvání investice. Dále bylo zjištěno, že mezi nejčastěji analyzované institucionální faktory patří regulační politika nebo indikátory vládní kvality a finančních trhů. Málo úsilí je věnováno analýze role neformálních institucí při rozvoji VC. Konkrétně je opomíjena role sociálního kapitálu.

Co se týče obchodních andělů, výsledky obecné charakteristiky lze přisuzovat i této oblasti, nicméně autoři odborných článků zaměřených přímo na investora neformálního rizikového kapitálu dospěli k závěru, že stěžejními faktory, které ovlivňují BAs v investičním procesu jsou osobní zkušenosti, důvěra, touha po participaci a realistická očekávání. U konkrétních interních faktorů, jako je například generová problematika bylo zjištěno, že ve srovnání s muži jsou andělské investorky mladší, mají vyšší úroveň vzdělání, mají méně zkušeností s investováním, realizují menší investice, méně investují do inovativních a začínajících podniků z důvodu vyšší averze k riziku. Dále existuje menší pravděpodobnost zapojení andělských investorek do skupin BAs, oproti mužům. V případě zapojení se do skupiny obchodních andělů pak investorky využívají skupinu primárně ke sdílení znalostí a názorů ostatních investorů apod. V rámci demografického vymezení investice lze konstatovat, že aktivnější



investoři a investoři zapojení v syndikátech častěji realizují investice na delší vzdálenosti, nicméně i přes tuto skutečnost zůstává většina investic na lokální úrovni.

Na základě výsledků jednotlivých výzkumů doporučili autoři také oblasti zájmu (e) budoucího výzkumu, a to například: návrh obecného modelu determinace rozhodování o exitu investora rizikového kapitálu, ověření identifikovaných faktorů dle typu trhů a demografické specifikace, uskutečnění výzkumného šetření pro samostatné trhy dle demografického vymezení investice, nikoliv pro Evropské země jako celek, analýza neformálních institucí (náboženské, občanské apod.) ve vztahu k aktivitám rizikového a rozvojového kapitálu, podrobnější výzkum v oblasti andělských investorek ve spojitosti s hrozbou stereotypů, konkurencí či ambicemi žen působit na trhu rizikového a rozvojového kapitálu, respektive neformálního rizikového kapitálu, měnící se trh BAs – aktualizace základní definice BAs či typy obchodních andělů na dnešním trhu rizikového a rozvojového kapitálu, jelikož výsledky naznačují, že obchodní andělé stále více a více působí ve skupinách či sítích obchodních andělů, kdy se ve své podstatě transformují do podoby institucionální.

Kompletní výčet možných oblastí budoucího výzkumu neformálního rizikového a rozvojového kapitálu ve spojitosti s externími a interními faktory rozhodování investora obsahuje následující tabulka, a to včetně bibliografické identifikace zdroje a (f) časopisu, v němž došlo k publikaci (kurzívou).

**Tabulka 5: Obsahová analýza vybraných odborných článků**

Azarmi (2016)*	<i>Entrepreneurship: Antecedents and Effects</i>
Název	The most influential factors in venture capitals' exit decision: A qualitative study among Spanish venture capitalists
Cíl	Sumarizace externích a interních faktorů ovlivňujících rozhodování investora rizikového a rozvojového kapitálu
VO	Jaké jsou nejdůležitější faktory, které ovlivňují výstup investora rizikového kapitálu z podniku?
Zdroje dat	(1) Kvalitativní výzkum (2) Primární zdroje dat (3) Metoda Delphi
Zpracování	Řízená diskuse odborníků a výsledný konsenzus determinace jednotlivých faktorů
Výsledky	Identifikace 14 faktorů ovlivňujících rozhodování investora rizikového a rozvojového kapitálu. Tyto faktory autor rozdělil do čtyř oblastí, konkrétně investiční (čistá současná hodnota, životní cyklus investice, srovnání skutečné a očekávané hodnoty, Altmanovo Z-score), investorské (atraktivita ostatních investičních příležitostí, finanční zdroje, míra kontroly, dostupnost odprodeje

	záměru), podnikatelské (schopnost zpětného odkupu, potenciál dalšího financování) a externí (priority a preference VC fondů, finanční a právní systém, změny na trhu výrobků a služeb).
Další výzkum	(1) Návrh obecného modelu determinace rozhodování o exitu investora rizikového kapitálu (2) Ověření identifikovaných faktorů dle typu trhů a demografické specifikace
<hr/>	
Félix et al. (2014)*	<i>Quantitative Finance</i>
Název	The exit decision in the European venture capital market
Cíl	Analýza rozhodování o exitu na evropském trhu rizikového a rozvojového kapitálu
H	(H1) Starší VC firmy udržují investice investorů rizikového kapitálu delší dobu (H2) VC firmy s vzdělanějším „řízením“ udržují investice investorů rizikového kapitálu kratší dobu (H3) VC firmy spojené s dalšími finančními institucemi udržují investice investorů rizikového kapitálu kratší dobu (H4) Fáze firmy v předstartovním financování predikuje delší dobu trvání investice (H5) High-tech investice mají delší dobu trvání (H6) Využití konvertibilních cenných papírů vede k delší době investice (H7) Vyšší míra monitorování investice vede k jejímu kratšímu trvání (H8) Přítomnost investora v představenstvu predikuje kratší dobu trvání investice (H9) Vyšší míra syndikace vede ke kratší době trvání investice (H10) Plánování exit strategie značí kratší dobu trvání investice
Zdroje dat	(1) Kvantitativní výzkum (2) Primární zdroje dat (3) Dotazníkové šetření u 138 VC firem v EU
Zpracování	(1) Statistická analýza dat – Risk model
Výsledky	Potvrzení výše uvedených hypotéz, vyjímaje H8, kdy autoři dospěli k závěru, že přítomnost investora v představenstvu vede k delší době trvání investice.
Další výzkum	Uskutečnění výzkumného šetření pro samostatné trhy dle demografického vymezení investice, nikoliv pro Evropské země jako celek.
<hr/>	
Grilli et al. (2019)*	<i>Journal of Economic Surveys</i>
Název	Institutional determinants of venture capital activity: An empirically driven literature review and a research agenda
Cíl	(1) Systematizace doposud publikovaných empirických výsledků (2) Zhodnocení současného stavu poznání (3) Vytvoření agendy pro budoucí výzkum
H/VO	Výzkumné otázky nejsou autory explicitně vymezeny, nicméně na základě obsahové analýzy článku lze konstatovat, že korespondují s cíli výzkumu.
Zdroje dat	(1) Sekundární zdroje dat (2) Google Scholar (3) Scopus (4) Web of Science (5) Metoda snowball (6) 35 odborných článků
Zpracování	(1) Systematická literární rešerše (2) Obsahová analýza

Výsledky	Mezi nejčastěji analyzované institucionální faktory patří regulační politika, indikátory vládní kvality a finančních trhů. Málo úsilí je věnováno analýze role neformálních institucí při rozvoji VC. Konkrétně je opomíjena role sociálního kapitálu.
Další výzkum	(1) Ověření výsledků výzkumu na základě longitudinální studie (2) Kvantitativní výzkum vlivu spojení se s bankovními institucemi na rozhodování investorů rizikového kapitálu (3) Analýza neformálních institucí (náboženské, občanské apod.) ve vztahu k aktivitám rizikového a rozvojového kapitálu – sociální kapitál

---

Harrison et al. (2020)\*\* *International Small Business Journal*

Název	Women on the edge of a breakthrough? A stereotype threat theory of women's angel investing
Cíl	Identifikace kritérií andělských investorek a rozsahu účasti na trhu rizikového a rozvojového kapitálu
VO	(1) Je profil andělských investorek odlišný od mužských investorů? (2) Je investiční chování žen v této oblasti odlišné od mužů? (3) Je odlišná charakteristika podniků, kam investují andělské investorky? (4) Je odlišný profil andělských investorek zapojených do ženských skupin obchodních andělů od těch, které se zapojují do skupin smíšeného pohlaví?
Zdroje dat	(1) Kvantitativní výzkum (2) Primární zdroje dat (3) On-line dotazníkové šetření u 84 skupin BAs – 238 BAs (z toho 28 žen), 472 investic
Zpracování	(1) Statistická analýza dat – Chí-kvadrát, T-test
Výsledky	Ve srovnání s muži jsou andělské investorky mladší, mají vyšší úroveň vzdělání, mají méně zkušeností s investováním, realizují menší investice, méně investují do inovativních a začínajících podniků z důvodu vyšší averze k riziku. Dále existuje menší pravděpodobnost zapojení andělských investorek do sítí BAs, oproti mužům. V případě zapojení se do skupiny obchodních andělů pak investorky využívají skupinu primárně ke sdílení znalostí a názorů ostatních investorů. V rámci smíšených skupin obchodních andělů je ve srovnání s pouze ženskými skupinami méně pravděpodobné, že budou ženy prezentovat svůj názor a žádat o radu.
Další výzkum	Podrobnější výzkum v oblasti andělských investorek ve spojitosti s hrozbou stereotypů, konkurencí či ambicemi žen působit na trhu rizikového a rozvojového kapitálu, respektive neformálního rizikového kapitálu.

---

Harrison et al. (2010)\* *Entrepreneurship and Regional Development*

Název	Determinants of long-distance investing by business angels in the UK
Cíl	Analýza geografické charakteristiky investora a investice spolu s jejich dalšími ovlivňujícími faktory
VO	(1) V jakém rozsahu a za jakých okolností může nastat long-distance investování? (2) Existují spojující charakteristiky obchodu spojeného s vyšší pravděpodobností investice na dálku? (3) Existují typy obchodních andělů, u kterých je vyšší pravděpodobnost investice na dálku?
Zdroje dat	(1) Kvantitativní výzkum (2) Primární zdroje dat (3) Dotazníkové šetření se 109 BAs

Zpracování	(1) Statistická analýza dat – ANOVA
Výsledky	(1) Zpravidla větší investice jsou realizovány na delší vzdálenosti, zatímco menší investice probíhají na lokální úrovni. Konkrétně bylo v této studii identifikováno 24 % investic na delší vzdálenost z celkového počtu realizovaných investic respondenty. (2) Investice mimo „ekonomické jádro“ Velké Británie (dále také UK), tj. Londýn a jihovýchod UK, jsou primárně místní, zatímco investice realizované z „ekonomického jádra“ bývají na delší vzdálenost, respektive mimo region investora. (3) V rámci charakteristiky investora dospěli autoři k závěru, že aktivnější investoři a investoři zapojení v syndikátech častěji realizují investice na delší vzdálenosti, nicméně i přes tuto skutečnost zůstává většina investic na lokální úrovni.
Další výzkum	Podrobnější výzkum neformálního rizikového kapitálu na dlouhé vzdálenosti v dalších zemích mimo UK, aby bylo možné stanovit, jakým způsobem tento segment funguje a vytvořit tak prostor pro import business angels z jiných zemí.

---

Skalická Dušátková (2015)**	<i>Trends Economics and Management</i>
-----------------------------	--

---

Název	Macroeconomic factors influencing business angles activity and formation of venture capital in the Czech Republic
Cíl	Identifikace vztahu mezi investicemi rizikového a rozvojového kapitálu a vývojem makroekonomických determinantů v České republice
H	Existuje závislost aktivity na makroekonomických ukazatelích rizikového a rozvojového kapitálu v České republice (dále také ČR)
Zdroje dat	(1) Sekundární zdroje dat (2) Kvantitativní výzkum (3) European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) (4) Český statistický úřad
Zpracování	(1) Deskriptivní analýza dat (2) Statistická analýza dat – Spearmanův koeficient pořadové korelace
Výsledky	Mezi vybranými makroekonomickými veličinami a mírou aktivity rizikového kapitálu v ČR nebyl zjištěn významný statistický vztah.
Další výzkum	Pro další výzkum rizikového kapitálu a aktivity business angel se jeví jako vhodné věnovat pozornost právnímu, institucionálnímu a podnikatelskému prostředí a aktivitám rizikového kapitálu a jejich srovnání s výsledky studií v této oblasti v zahraničí.

---

White a Dumay (2020)*	<i>Accounting and Finance</i>
-----------------------	-------------------------------

---

Název	The angel investment decision: Insights from Australian business angels
Cíl	Determinace investičních kritérií a identifikace rozhodovacích procesů australských obchodních andělů
VO	Jaké faktory ovlivňují business angels v procesu investičního rozhodování?
Zdroje dat	(1) Kvalitativní výzkum (2) Primární zdroje dat (3) Polostrukturované rozhovory s 12 business angels
Zpracování	(1) Transkripce (2) Kódování (3) Analýza tematických řetězců

Výsledky	Autoři identifikovali čtyři faktory, které ovlivňují business angels v celém procesu investičního rozhodování, konkrétně se jedná o osobní zkušenosti, důvěru, touhu po participaci a realistická očekávání.
Další výzkum	(1) Mění se trh BAs – aktualizace základní definice BAs (2) Typy obchodních andělů na dnešním trhu rizikového a rozvojového kapitálu (3) Organizace trhu obchodních andělů – struktura, řízení a tvorba politik

*Zdroj: Vlastní zpracování*

\* Web of Science

\*\* Google Scholar

## 5 NÁVRHY A DOPORUČENÍ

Z výčtu externích a interních faktorů, které ovlivňují chování, respektive rozhodování neformálního investora rizikového a rozvojového kapitálu, tj. business angels, jež vyplynulo jednak z literární rešerše, jednak z analýzy publikovaných odborných zdrojů je evidentní, že externí faktory jsou v literatuře analyzovány s nižší frekvencí nežli interní. Zjištěné závěry jsou překvapivé, jelikož stěžejními externími faktory jsou politické a legislativní prostředí, měnová politika či daňové zatížení, což jsou faktory přímo ovlivnitelné představiteli politik jednotlivých států, tudíž jejich správné poznání vědeckou obcí a následné správné nastavení ze strany státu vede ke zefektivnění investičního procesu obchodních andělů a explicitně k rozvoji ekonomiky jako celku skrze investování podnikatelských subjektů formálního i neformálního rizikového a rozvojového kapitálu.

Aby bylo možné dospět k rozšíření současného stavu poznání v této oblasti je zapotřebí využít kvalitativního přístupu, jelikož umožňuje hlubší vhled do dané problematiky a v návaznosti na to uskutečnit primární výzkum zaprvé na straně obchodních andělů s cílem identifikovat požadavky ke zefektivnění investičního procesu, zadruhé na straně představitelů politik jednotlivých států, kde je nutné identifikovat proveditelné záměry. V tomto případě je i vhodné zacílit výzkum do jiných demografických oblastí, nežli jsou Spojené státy americké a Kanada, kde výzkum na poli business angels zpravidla probíhá. Je zřejmé, že demografické vymezení pro evropské státy, respektive emerging markets bude mít svá specifika, a to nejen obecně, ale i s ohledem na konkrétně vybrané krajiny. Návrhy na zefektivnění investičního procesu obchodních andělů samozřejmě existují, nicméně každá krajina má své specifické politické a

legislativní prostředí, kdy je nasnadě identifikovat konkrétní kroky pro konkrétní státy. Nicméně je nutné vzít v potaz, že business angels častokrát fungují anonymně, což také potvrdila studie Světové obchodní banky (2018), tudíž je velký problém se k této skupině respondentů vůbec dostat.

Z celkového výčtu externích faktorů nejvíce absentují vědecké zdroje z oblasti vyhodnocení vlivu výdajů na výzkumu a vývoj příjemce kapitálu na rozhodování BAs. Panuje všeobecná shoda o tom, že se venture capital zpravidla kumuluje v okolí univerzit a vědeckých pracovišť (např. Diaconu, 2012), z čehož je možné vyvodit závěr, že jak investoři formálního rizikového kapitálu, tak investoři neformálního rizikového kapitálu preferují výběr investičních příležitostí v těchto oblastech, jelikož výzkum a vývoj explicitně souvisí se správným nastavením trhu rizikového a rozvojového kapitálu, a tím i jeho vyšší efektivitou. Zde je vhodné identifikovat specifika oblastí, kde se kumuluje rizikový kapitál, zhodnotit jeho efektivitu a celkovou výkonnost, respektive výnosnost investice a v neposlední řadě určit dopady na rozhodovací proces investora neformálního rizikového kapitálu jak obecně, tak i v rámci jeho jednotlivých fází.

Co se týče interních faktorů, nejnižší zájem vědecké obce byl identifikován v případě faktoru důvěry investora ve vybranou investici, což je opět poněkud překvapivé, jelikož důvěra je stěžejním pilířem prvního kroku životního cyklu investice business angels, tj. vyhledání investičního záměru. Čím vyšší je důvěra BAs v investici, tím menší je pravděpodobnost výběru jiné investiční příležitosti, například i mimo trh rizikového a rozvojového kapitálu. Naopak, čím je důvěra vyšší, tím vyšší je pravděpodobnost jednak realizace investice, jednak její dlouhodobé držení v portfoliu investora a jelikož BAs přináší do podniku přidanou hodnotu ve formě znalostí, dovedností, know-how, kontaktů apod., je pro příjemce finančního kapitálu více než žádoucí důvěru v investora vyvolat. Nicméně i přes značnou důležitost je výzkum v této oblasti nedostatečný, tudíž je vhodné analyzovat důvěru investora v investici napříč celým procesem životního cyklu investice BAs a identifikovat fáze, kde například dochází ke změnám míry důvěry a definovat jednotlivé kroky této skutečnosti předcházející či dokonce eliminující.

Mezi interní faktory, které téměř absentují patří firemní kultura příjemce kapitálu a osobnostní rysy investora, mezi které lze zařadit hlavní kategorizaci rozdělení dle Hippokrata, tj. sangvinik, choleric, melancholik, flegmatik či Karla

G. Junga, tj. introvert a extrovert nebo další testy kombinující oblasti hlavní kategorizace typologie osobnosti jako je test Big 5 či dotazování MBTI (Bělohávek, 2016). Je nesporné, že typologie osobnosti ovlivňuje svým specifickým způsobem chování, jednání a rozhodování každého z nás, tudíž je vhodné identifikovat v rámci jednotlivých fází životního cyklu investice BAs vazbu na typologii investora neformálního rizikového kapitálu. V případě firemní kultury příjemce kapitálu je vhodné výzkum zaměřit na zjištění, jakým způsobem firemní kultura ovlivňuje rozhodování obchodních andělů a konkrétně ve kterých fázích životního cyklu investice k ovlivnění dochází.

Souhrnně lze na základě výše uvedených skutečností doporučit s cílem rozšíření současného stavu vědeckého poznání s vazbou na zefektivnění rozhodovacího procesu investora neformálního rizikového kapitálu, respektive fáze životního cyklu business angels následující body:

- Rozšíření současného stavu vědeckého poznání externích a interních faktorů rozhodování BAs o investici v rámci jednak identifikace jednotlivých faktorů, jednak způsobu, jakým ovlivňují rozhodování investora neformálního rizikového kapitálu.
- Volba kvalitativního přístupu k tvorbě vědeckému článku, včetně využití primárního výzkumu na straně obchodních andělů i představitelů vládních politik s cílem zefektivnění všech fází investičního procesu business angels.
- Zacílení výzkumu obchodních andělů zejména mimo oblast Spojených států amerických a Kanady. Například obecně na území evropských států nebo na úroveň jednotlivých krajín, respektive emerging markets.
- Hlubší analýzu oblasti výdajů na výzkum a vývoj ve spojitosti s rozhodováním BAs o investici, zejména zhodnotit efektivitu rizikového kapitálu v oblastech kumulace rizikového kapitálu se zvýšenými výdaji na výzkum a vývoj, dále celkovou výkonnost, respektive výnosnost investice těchto oblastech.
- V rámci oblasti interních faktorů lze doporučit hlubší analýzu faktoru důvěry investora v investici napříč celým procesem životního cyklu investice BAs a identifikovat fáze, kde například dochází ke změnám míry důvěry a jak s touto změnou pracovat.

- V neposlední řadě je vhodné podrobit bližšímu zkoumání spojitost firemní kultury příjemce kapitálu s rozhodovacím procesem, respektive životním cyklem investice BAs a nakonec typologii osobnosti investora neformálního rizikového kapitálu s cílem identifikace dopadu určité typologie na rozhodování BAs.

## 6 DISKUSE

Stejně jako výzkum tohoto článku potvrzují i další autoři nedostatečný výzkum v oblasti rizikového a rozvojového kapitálu, respektive neformálního rizikového kapitálu (Cancino et al., 2018; Reverte a Badillo, 2019; White a Dumay, 2020; Zinecker et al., 2021a, b) i v rámci externích a interních faktorů ovlivňujících rozhodování investora napříč celým jeho investičním procesem (Félix et al., 2014; Harrison et al., 2020; Skalická Dušátková, 2015). Další stále trvající skutečností je výzkum zejména interních faktorů (Zinecker et al., 2021b). Tato skutečnost je ovšem překvapující, jelikož výzkum externích faktorů, konkrétně makroekonomických dokáže poskytnout „vodítko“ představitelům vládních politik při zaměření podpůrných programů rozvoje trhu rizikového a rozvojového kapitálu, zejména trhu obchodních andělů, jež vytváří významný zdroj financování nově vznikajících a začínajících podniků v rámci fáze podniku seed a start-up, potažmo i later-stage venture (Harrison et al., 2018; Invest Europe, 2021; Mason a Harrison, 2008).

Výzkum na poli rizikového a rozvojového kapitálu a business angels je realizován primárně za pomoci kvantitativního přístupu, tj. výzkumu, následného sběru dat ve formě dotazníkového šetření a konečného statistického vyhodnocení (Félix et al., 2014; Harrison et al., 2010; Harrison et al., 2020; Skalická Dušátková, 2015), s čímž koresponduje i výzkum Grilliho et al. (2019), kdy do výzkumu v podobě literární rešerše a obsahové analýzy vybraných vědeckých zdrojů zařadili 29 článků, jejichž výzkum byl vytvořen na základě kvantitativního přístupu a pouze 6 článků, které využívaly přístup kvalitativní. Jednotlivým přístupům samozřejmě odpovídala i datová základna v podobě dotazníkového šetření, respektive polostrukturovaných rozhovorů a vyhodnocení v podobě statistické analýzy dat či obsahové analýzy získaných výsledků.



Mezi konkrétní analyzované faktory ovlivňující rozhodování investora rizikového kapitálu patří zejména osobní zkušenosti, důvěra, touha po participaci a realistická očekávání či regulační politika, indikátory vládní kvality a finančních trhů, což také potvrdil výzkum autorů Whita a Dumaye (2020) a Grilliho et al. (2019), nicméně přidanou hodnotou tohoto článku je sestupné seřazení frekvence výzkumu jednotlivých faktorů, což přináší identifikaci výzkumné mezery v rámci méně frekventovaných faktorů k rozšíření vědeckého stavu poznání. Mezi nejčastěji uváděné externí faktory patří politické a legislativní faktory, měnová politika, daňové zatížení a tržní kritéria. V případě interních faktorů se jedná o zkušenosti, genderovou problematiku nebo náležitosti produktu podniku, kam investor vkládá své finanční prostředky.

## 7 ZÁVĚR

Neformální rizikový a rozvojový kapitál v podobě andělských investorů je významným zdrojem finančního kapitálu sektoru malého a středního podnikání, jelikož tvoří nadstavbu financování samotným podnikatelem, rodinou či přáteli (Grilli et al., 2019). Nicméně i přes svoji důležitost je zmapování výzkumné oblasti a výzkum obecně nedostatečný (Cancino et al., 2018; Reverte a Badillo, 2019), a to zejména v rámci vlivu externích a interních faktorů determinujících rozhodování investora. Tato skutečnost explicitně souvisí jednak se správným nastavením programů vládních politik na podporu investování rizikovým a rozvojovým kapitálem, případně nestátních institucí například ve spojitosti s organizací rozvoje znalostí, zkušeností a dovedností obchodních andělů, jednak se správným zaměřením dalšího výzkumu s cílem rozšíření současného stavu vědeckého poznání.

V rámci článku byla v první řadě uskutečněna literární rešerše odborných vědeckých článků databáze Google Scholar a Web of Science, která nastínila základní teoretický rámec investování rizikovým a rozvojovým kapitálem, respektive neformálním rizikovým kapitálem v podobě business angels a externích a interních faktorů, jež ovlivňují rozhodování investorů v rámci všech investičních fází. Na literární rešerši navázalo vymezení metodického rámce článku, konkrétně postup tvorby literární rešerše za pomoci vhodně zvolených klíčových slov a následné obsahové analýzy vybraných vědeckých zdrojů dané problematiky.

Výsledky výzkumu potvrzují nedostatečný výzkum v této oblasti. Souhrnný přehled uváděných externích a interních faktorů ovlivňujících rozhodování investora rizikového kapitálu také potvrdil vyšší zájem vědecké obce o výzkum interních faktorů, o čemž svědčí také kvantitativní vyjádření vyhledávání v databázi Google Scholar. Z obsahové analýzy vybraných článků vyplynulo správné nastavení již realizovaných výzkumů, jelikož výzkumné otázky odpovídají cílům práce, stejně tak výzkumnému přístupu a datovým základnám odpovídá vhodná metodika vyhodnocení získaných dat. Konkrétně byl využit především kvantitativní výzkum, kdy byla data získávána za pomoci on-line či off-line dotazníkového šetření a následně vyhodnocena v rámci statistické analýzy s využitím testu chí-kvadrát, ANOVA, T-testu či za pomoci Spearmanova koeficientu pořadové korelace. Výsledky analyzovaných článků představují sumarizaci externích a interních faktorů, přičemž například mezi nejčastěji analyzované institucionální faktory patří regulační politika, indikátory vládní kvality a finančních trhů. Málo úsilí je věnováno analýze role neformálních institucí při rozvoji VC nebo ověření výsledků výzkumů na úrovni dalších států, mimo rámeček Evropské Unie.

Co se týče limitů tohoto článku, vychází primárně ze zvolené techniky uskutečněného výzkumu, jelikož je literární rešerše a následná obsahová analýza vybraných vědeckých článků do jisté míry uskutečněna na základě expertního odhadu zařazení zdrojů autorem, kdy mohlo dojít k přehlédnutí podstatných informací. Nicméně tento problém se autor snažil eliminovat transparentním zhodnocením zdroje a zahrnutím vědeckých článků napříč celým investičním procesem investování neformálního rizikového kapitálu jak obecně, tak v rámci business angels.

Na základě zjištěných skutečností lze doporučit směřování dalšího výzkumu ve spojitosti s rozhodovacím procesem obchodních andělů, respektive fázemi životního cyklu investice neformálního rizikového kapitálu do oblasti externích faktorů v podobě výdajů na výzkum a vývoj, v rámci interních pak do oblasti hlubší analýzy důvěry investora v příjemce kapitálu, firemní kultury podniku či faktoru typologie osobnosti. V neposlední řadě je vhodné identifikovat faktory a způsob, jakým ovlivňují rozhodování obchodních andělů mimo nejčastěji analyzovaná území, a to včetně využití kvalitativního přístupu s cílem hlubšího poznání zkoumaného fenoménu.

## AFILACE

Článek byl podpořen projektem specifického výzkumu: „*Digitální transformace v období pandemie Covid-19 a její vliv na ekonomické řízení podniku*“ (FP-S-22-7944), který je součástí projektů specifického vysokoškolského výzkumu na Vysokém učení technickém v Brně.

## POUŽITÉ ZDROJE

- [1] AERNOUDT, R. *Business Angels: Should they fly on their own wings?* *Venture Capital* 1(2): 187-195. 1999. ISSN 1369-1066. Dostupné z: doi:10.1080/136910699295965
- [2] AKHMEJANOVA, T. A., V. V. VIKULINA, L. M. VOTCHEL, N. S. IVASTHINA a KUZNETSOVA, M.V. *Assessment of efficiency of innovation projects financing through the exit strategies of venture capital investors.* *Advanced Research In Law And Economics* 6(3): 463-471. 2015. Dostupné z: doi:10.14505/jarle.v6.3(13).02
- [3] ALSOS, G. A. a LJUNGGREN, E. *The Role of Gender in Entrepreneur-Investor Relationships: A Signaling Theory Approach.* *Entrepreneurship Theory and Practice* 41(4): 567-590. 2017. ISSN 1042-2587. Dostupné z: doi:10.1111/etp.12226
- [4] AMATUCCI, F. M. a SWARTZ, E. *Through A Fractured Lens: Women Entrepreneurs And The Private Equity Negotiation Process.* *Journal of Developmental Entrepreneurship* 16(03): 333-350. 2011. ISSN 1084-9467. Dostupné z: doi:10.1142/S1084946711001872
- [5] AMATUCCI, F. M. *Women business angels: theory and practice.* *Handbook of Research on Business Angels*: 92-112. 2016. Dostupné z: doi:10.4337/9781783471720
- [6] ARAM, J. D. Attitudes and behaviors of informal investors toward early-stage investments, technology-based ventures, and coinvestors. *Journal of Business Venturing* 4(5): 333-347. 1989.
- [7] AZARMI, D. The most influential factors in venture capitals' exit decision: A qualitative study among Spanish venture capitalists. *International Entrepreneurship Review* 2(2): 257-268. 2016.

- [8] BECKER-BLEASE, J. R. a SOHL, J. E. *Do women-owned businesses have equal access to angel capital?* Journal of Business Venturing 22(4): 503-521. 2007. ISSN 08839026. Dostupné z: doi:10.1016/j.jbusvent.2006.06.003
- [9] BECKER-BLEASE, J. R. a SOHL J. E. *The Effect of Gender Diversity on Angel Group Investment.* Entrepreneurship Theory and Practice 35(4): 709-733. 2011. ISSN 1042-2587. Dostupné z: doi:10.1111/j.1540-6520.2010.00391.x
- [10] BĚLOHLÁVEK, T. *Jak vybrat správného člověka na správné místo: úspěšný personální výběr.* Praha: Grada. 2016. ISBN: 978-80-247-5768-1.
- [11] BERNOTH, K. a COLAVECCHIO, R. *The macroeconomic determinants of private equity investment: a European comparison.* Applied Economics 46(11): 1170-1183. 2014. ISSN 0003-6846. Dostupné z: doi:10.1080/00036846.2013.866306
- [12] BLACK, B. S. a GILSON, R. J. *Venture capital and the structure of capital markets.* Journal of Financial Economics 47(3): 243-277. 1998. ISSN 0304405X. Dostupné z: doi:10.1016/S0304-405X(97)00045-7
- [13] BONINI, S. a ALKAN, S. *The political and legal determinants of venture capital investments around the world.* Small Business Economics 39(4): 997-1016. 2012. ISSN 0921-898X. Dostupné z: doi:10.1007/s11187-011-9323-x
- [14] BOTELHO, T., HARRISON R. a MASON, C. *Business angel exits: a theory of planned behaviour perspective.* Small Business Economics 57(1): 583-602. 2019. ISSN 0921-898X. Dostupné z: doi:10.1007/s11187-019-00292-0
- [15] BRUSH C. G., GREEN, P. G., BALACHANDRA L. a DAVIS, A.E. *Bridging the Gender Gap in Venture Capital* [Online]. Dostupné z: <http://witi.berkeley.edu/wp-content/uploads/2017/08/Bridging-the-Gender-Gap-in-Venture-Capital-Diana-Project-2014.pdf>. [cit. 2022-01-29].
- [16] BRUSH, C., GREENE, P., BALACHANDRA, L. a DAVIS, A. *The gender gap in venture capital- progress, problems, and perspectives.* Venture Capital

- 20(2): 115-136. 2018. ISSN 1369-1066. Dostupné z: doi:10.1080/13691066.2017.1349266
- [17] BURKE, A., VAN STEL, A., HARTOG, CH. ICHOU, A. *What determines the level of informal venture finance investment? Market clearing forces and gender effects*. *Small Business Economics* 42(3): 467-484. 2014. ISSN 0921-898X. Dostupné z: doi:10.1007/s11187-013-9518-4
- [18] CANCINO, C. A., MERIGO, J. M., TORRES, J. P., DIAZ, D. *A bibliometric analysis of venture capital research*. *Journal Of Economics, Finance And Administrative Science* 23(45): 182-195. 2018. Dostupné z: doi:10.1108/JEFAS-01-2018-0016
- [19] CARPENTIER, C. a SURET, J. *Canadian business angel perspectives on exit: A research note*. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship* 33(5): 582-593. 2015. ISSN 0266-2426. Dostupné z: doi:10.1177/0266242613516140
- [20] CARPENTIER, C., L'HER J. F., a SURET, J. *Private investment in small public entities*. *Small Business Economics* 41(1): 149-168. 2015. ISSN 0921-898X. Dostupné z: doi:10.1007/s11187-011-9407-7
- [21] COLEMAN, S. a ROBB, A. *Executive forum: linking women's growth-oriented entrepreneurship policy and practice*. *Venture Capital* 20(2): 211-231. 2018. ISSN 1369-1066. Dostupné z: doi:10.1080/13691066.2018.1419845
- [22] COOPER, D. R., SCHINDLER P. S. a SHARMA, J. K. *Business research methods*. 12th ed. Chicago: McGraw-Hill Education. Irwin series in statistics. 2018. ISBN 02-561-3777-3.
- [23] COWAN, J. a KAMARCK, E. C. *Rise of the angel investor a challenge to public policy*. *Third Way*. 2016. [Online]. Dostupné z: <https://www.thirdway.org/report/rise-of-the-angel-investor-a-challenge-to-public-policy-docview/2441312806/se-2?accountid=17115>. [cit. 2022-01-11].
- [24] DIACONU, M. *Characteristic and drivers of venture capital investment activity in Romania*. *Theoretical and Applied Economics* 7(572): 111–132. 2012.

- [25] FEENEY, L., HAINES, G. H. a RIDING, A. L. *Private investors' investment criteria: Insights from qualitative data*. *Venture Capital* 1(2): 121-145. 1999. ISSN 1369-1066. Dostupné z: doi:10.1080/136910699295938
- [26] FILIPE, S. F., GRAMMATIKOS, T. a MICHALA, D. *Forecasting distress in European SME portfolios*. *Journal of Banking and Finance* 64(1): 112-135. 2016. ISSN 03784266. Dostupné z: doi:10.1016/j.jbankfin.2015.12.007
- [27] FÉLIX, E. G. S., PIRES, C. P. a GULAMHUSSEN, M. A. *The exit decision in the European venture capital market*. *Quantitative Finance* 14 (6): 1115-1130. 2014.
- [28] GAVARA, C. M. a ZARCO, A. I. J. *The Power of Women Business Angels: Breaking the Double Glass Ceiling That Limits Women's Entrepreneurial Dreams. Women's Voices in Management*. London: Palgrave Macmillan UK. 236-253. 2015. ISBN 978-1-349-58111-5. Dostupné z: doi:10.1057/9781137432155\_14
- [29] GHOSH, S. a MANDAL, B. *Bureaucratic efficiency, economic reform and informal sector*. *Eurasian Economic Review* 9(2): 121-137. 2019. ISSN 1309-422X. Dostupné z: doi:10.1007/s40822-018-0123-3
- [30] GLÜCKSMAN, S. *Entrepreneurial experiences from venture capital funding: exploring two-sided information asymmetry*. *Venture Capital* 22(4): 331-354. 2020. ISSN 1369-1066. Dostupné z: doi:10.1080/13691066.2020.1827502
- [31] GOMPERS, P. A. a LERNER, J. *The venture capital cycle*. Cambridge Mass.: MIT Press. 1999. ISBN 978-02-625-7158-6.
- [32] GRILLI, L., LATIFI, G. a MRKAJIC, B. *Institutional Determinants Of Venture Capital Activity: An Empirically Driven Literature Review And A Research Agenda*. *Journal of Economic Surveys* 33(4): 1094-1122. 2018. ISSN 0950-0804. Dostupné z: doi:10.1111/joes.12319
- [33] HARRISON, R. T. a MASON, C. M. *Does Gender Matter? Women Business Angels and the Supply of Entrepreneurial Finance*. *Entrepreneurship Theory and Practice* 31(3): 445-472. 2007. ISSN 1042-2587. Dostupné z: doi:10.1111/j.1540-6520.2007.00182.x
- [34] HARRISON, R. T., BOTELHO, T. a MASON, C. M. *Women on the edge of a breakthrough? A stereotype threat theory of women's angel*

- investing*. International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship 38(8): 768-797. 2020. ISSN 0266-2426. Dostupné z: doi:10.1177/0266242620927312
- [35] CHAHINE, S., FILATOTCHEV, I. a WRIGHT, M. *Venture Capitalists, Business Angels, and Performance of Entrepreneurial IPOs in the UK and France*. Journal of Business Finance & Accounting 34(3-4): 505-528. 2007. ISSN 0306-686X. Dostupné z: doi:10.1111/j.1468-5957.2007.02045.x
- [36] CHODNICKA-JAWORSKA, P. a JAWORSKI, P. *Fundamental determinants of credit default risk for European and American banks*. Journal of International Studies 10(3): 51-63. 2017. ISSN 2071-8330. Dostupné z: doi:10.14254/2071-8330.2017/10-3/4
- [37] INVEST EUROPE. *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*. Invest Europe. 2021. [Online]. 1-86. Dostupné z: <https://www.investeurope.eu/news-opinion/publications/?keyword=Invest%20Europe%20-%20Investing%20in%20Europe:%20Private%20Equity%20activity%2020#search-filter-container>. [cit. 2022-01-03].
- [38] JANDOUREK, J. *Úvod do sociologie*. Vyd. 2. Praha: Portál. 2009. ISBN 978-807-3676-445.
- [39] JANUS, J. Real interest rate differentials between Central and Eastern European countries and the euro area. *Equilibrium* 14(4): 677-693. 2019. ISSN 2353-3293. Dostupné z: doi:10.24136/eq.2019.031
- [40] LANDIER, A. a THESMAR, D. *Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs*. *Review of Financial Studies* 22(1): 117-150. 2008. ISSN 0893-9454. Dostupné z: doi:10.1093/rfs/hhn065
- [41] LEEDY, P. D. a ORMROD, J. E. *Practical research: Planning and design*. Colorado: Prentice Hall. 2004. ISBN 978-0137152421.
- [42] LEWANDOWSKA, A. a STOPA, M. Do SME's innovation strategies influence their effectiveness of innovation? Some evidence from the case of Podkarpackie as peripheral region in Poland. *Equilibrium* 14(3): 521-536. 2019. ISSN 2353-3293. Dostupné z: doi:10.24136/eq.2019.025

- [43] LI, Y. a ZAHRA, S. *Formal Institutions, Culture, and Venture Capital Activity: A Cross-Country Analysis*. SSRN Electronic Journal 2012(27): 95-111. 2012. ISSN 1556-5068. Dostupné z: doi:10.2139/ssrn.1635265
- [44] MASON, C. M. a HARRISON, R. T. *Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments*. Journal of Business Venturing 17(3): 211-236. 2002. ISSN 08839026. Dostupné z: doi:10.1016/S0883-9026(00)00060-4
- [45] MASON, C. M. a HARRISON, R. T. *Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources*. Venture Capital 10(4): 309-330. 2008. ISSN 1369-1066. Dostupné z: doi:10.1080/13691060802380098
- [46] MAXWELL, A. L., JEFFREY, S. A. a LÉVESQUE, M. *Business angel early stage decision making*. Journal of Business Venturing 26(2): 212-225. 2011. ISSN 08839026. Dostupné z: doi:10.1016/j.jbusvent.2009.09.002
- [47] NÝVLTOVÁ, R. a REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada. 2007. ISBN 978-80-247-1922-1.
- [48] PAVLÁT, V. *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing. 2003. ISBN 80-86419-33-9.
- [49] PIERRAKIS, Y. a SARIDAKIS, G. *The role of venture capitalists in the regional innovation ecosystem: a comparison of networking patterns between private and publicly backed venture capital funds*. The Journal of Technology Transfer 44(3), 850-873. 2011. ISSN 0892-9912. Dostupné z: doi:10.1007/s10961-017-9622-8
- [50] RAJCHLOVÁ, J. *Rizikový kapitál - možnost financování podniků: Venture capital - possibility of financing of companies*. Brno: Mendelova univerzita v Brně. 2016. ISBN 978-80-7509-390-5.
- [51] RANDOLPH, J. *A Guide to Writing the Dissertation Literature Review*. Practical Assessment, Research, and Evaluation 14(13). 2009. Dostupné z: doi: <https://doi.org/10.7275/b0az-8t74>
- [52] REVERTE, C. a BADILLO, R. *Alternative Equity Financing Instruments for Entrepreneurial Ventures: A Bibliometric Analysis of Research in the Last Three Decades*. Current Science 116(6): 926-935. 2019. ISSN 0011-3891. Dostupné z: doi:10.18520/cs/v116/i6/926-935



- [53] SAPIENZA, P. a ZINGALES, L. *A Trust Crisis*. International Review of Finance 12(2): 123-131. 2012. ISSN 1369412X. Dostupné z: doi:10.1111/j.1468-2443.2012.01152.x
- [54] SCHEELA, W., ISIDRO E., JITRAPANUN, T. a TRANG, N. T. T. *Formal and informal venture capital investing in emerging economies in Southeast Asia*. Asia Pacific Journal of Management 32(3): 597-617. 2015. ISSN 0217-4561. Dostupné z: doi:10.1007/s10490-015-9420-5
- [55] SCHERTLER, A. Driving forces of venture capital investments in Europe: a dynamic panel data analysis. European Integration. Financial Systems and Corporate Performance 3(27). 2003.
- [56] SKALICKÁ DUŠÁTKOVÁ, M., ZINECKER, M. a MELUZÍN, T. *Institutional Determinants of Private Equity Market in Czech Republic*. Economics & Sociology 10(4): 83-98. 2017. ISSN 2071-789X. Dostupné z: doi:10.14254/2071-789X.2017/10-4/7
- [57] SMITH, D. J., HARRISON, R. T. a MASON, C. M. *Experience, heuristics and learning: The angel investment process*. Frontiers of Entrepreneurship Research. Economics and Finance Review 30(2): 1-13. 2010.
- [58] SOHL, J. E. a HILL, L. *Women business angels: Insights from angel groups*. Venture Capital 9(3): 207-222. 2007. ISSN 1369-1066. Dostupné z: doi:10.1080/13691060701324536
- [59] SONIUS, D., KEHREL, U. a YERKES, R. T. *The Effects of Call Options on Exit Strategies in Private Equity Shareholder Agreements*. The Journal of Private Equity 19(1): 41-52. 2015. ISSN 1096-5572. Dostupné z: doi:10.3905/jpe.2015.19.1.041
- [60] SØRHEIM, R. *Business angels as facilitators for further finance: an exploratory study*. Journal of Small Business and Enterprise Development 12(2): 178-191. 2005. ISSN 1462-6004. Dostupné z: doi:10.1108/14626000510594593
- [61] STIMEL, D. The short-run effects of the macro-economy on venture capital: US evidence. Economics and Finance Review 2(3): 38-45. 2012.
- [62] SUDEK, R. *Angel Investment Criteria*. Journal of Small Business Strategy 17(2): 89-103. 2006.

- [63] SZAROWSKA, I. *Changes in taxation and their impact on economic growth in the European Union*. Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendeleianae Brunensis 59(2): 325-332. 2010.
- [64] TORRACO, R. J. *Writing Integrative Literature Reviews*. Human Resource Development Review 15(4): 404-428. 2016. ISSN 1534-4843. Dostupné z: doi:10.1177/1534484316671606
- [65] TURNER, J. R. *Literature Review*. Performance Improvement Quarterly 31(2): 113-117. 2018. ISSN 08985952. Dostupné z: doi:10.1002/piq.21275
- [66] TROMMSDORFF, V. a STEINHOFF, F. *Marketing inovací*. V Praze: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. 2009. ISBN 978-807-4000-928.
- [67] WENHUI, D. *Research on Venture Capital Exit for Science and Technology Innovation Enterprise*. Proceedings of 2016 5th International Conference on Social Science, Education and Humanities Research. Paris, France: Atlantis Press, 2016. ISBN 978-94-6252-207-7. Dostupné z: doi:10.2991/ssehr-16.2016.160
- [68] WHITE, B. A. a DUMAY, J. *Business angels: a research review and new agenda*. Venture Capital 19(3): 183-216. 2017. ISSN 1369-1066. Dostupné z: doi:10.1080/13691066.2017.1290889
- [69] WHITE, B. A. a DUMAY, J. *The angel investment decision: insights from Australian business angels*. Venture Capital 60(3): 3133-3162. 2020. ISSN 0810-5391. Dostupné z: doi:10.1111/acfi.12427
- [70] WORLD BANK GROUP. *Stimulating Business Angels in the Czech Republic*. 2018. Dostupné z: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/30913>
- [71] ZINECKER, M. a BOLF, D. *Venture Capitalists' Investment Selection Criteria in CEE Countries and Russia*. Verslas: Teorija ir Praktika 16(1): 94-103. 2015. ISSN 1648-0627. Dostupné z: doi:10.3846/btp.2015.441
- [72] ZINECKER, M. a RAJCHLOVÁ, J. *Private equity and venture capitalists' investment criteria in the Czech Republic*. Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendeliana Brunensis 58(6): 641-652. 2010. ISSN 12118516. Dostupné z: doi:10.11118/actaun201058060641

- [73] ZINECKER, M., SKALICKA, M., BALCERZAK, A. P. a PIETRZAK, M. B. *Business angels in the Czech Republic: characteristics and a classification with policy implications*. Economic Research-Ekonomska Istraživanja 34(1): 1-26. 2021a. ISSN 1331-677X. Dostupné z: doi:10.1080/1331677X.2021.1890179
- [74] ZINECKER, M., SKALICKA, M., BALCERZAK, A. P. a PIETRZAK, M. B. *Identifying the impact of external environment on business angel activity*. Economic Research-Ekonomska Istraživanja 34(1): 1-23. 2021b. ISSN 1331-677X. Dostupné z: doi:10.1080/1331677X.2021.1888140

## **AUTOR**

**Ing. Mgr. Lada Vejmělková**, Ústav ekonomiky, Fakulta podnikatelská, Vysoké učení technické v Brně, Kolejní 2906/4, 612 00 Brno, e-mail: lada.vejmelkova@vutbr.cz.

## **AUTHOR**

**Ing. Mgr. Lada Vejmělková**, Department of Economics, Faculty of Business and Management, Brno University of Technology, Kolejní 2906/4, 612 00 Brno, Czech Republic, e-mail: lada.vejmelkova@vutbr.cz.