

엔젤투자자의 위험 회피 성향이 투자 행동 및 관심에 미치는 영향

조수연*

국민대학교 글로벌창업벤처대학원 창업학전공 창업학 석사과정

임한규**

국민대학교 일반대학원 경영학과 창업학전공 창업학 박사과정

이우진***

국민대학교 글로벌창업벤처대학원/경영대학 창업전공 부교수

국 문 요 약

최근 급변하는 세계 경제 환경에서 창업기업은 혁신, 고용 및 경제 활력의 핵심 동력으로 등장했다. 그러나 초기 창업 기업이 성장하는 여정에는 많은 어려움이 따르며, 이 과정에서 엔젤투자자의 역할이 필수적이다. 초기 창업 시장의 촉매제 역할을 하는 엔젤 투자자는 필요한 자본을 제공할 뿐만 아니라 경영 노하우 및 네트워크를 통해 창업기업이 성공할 수 있도록 지원한다. 그러나 최근 데이터에 따르면 신생 기업 중 엔젤 투자의 혜택을 받는 기업은 1.4%에 불과한 것으로 나타나 창업기업의 잠재력과 지원 사이에는 분명한 공백이 존재한다. 이 연구는 지속가능한 경제 성장을 위해 창업 생태계의 중요한 요소인 엔젤투자자의 위험회피 성향을 이해함으로써 이들의 투자 행동, 의사결정 프로세스에 대한 통찰력을 얻을 수 있다. 위험회피가 엔젤투자에 미치는 영향을 알아보고 엔젤투자가 활성화 될 수 있는 방법을 제안하고자 한다.

본 연구를 통해 위험회피 성향이 엔젤투자에 대한 관심도와 실제 투자 활동 간의 관계를 추정해보고자 한다. 위험회피 성향이 엔젤투자에 어떻게 영향을 미치는지 탐색하는 것에 중점을 두고, 엔젤투자자의 행동과 관심사에 영향을 미치는 다양한 요인들을 포함하여 진행한다. 연구 표본은 서울 및 경기 지역의 일반 성인과 엔젤투자자로 설문조사를 통해 필요한 데이터를 수집한다. 이 연구는 위험회피 성향이 엔젤투자 결정에 어떻게 반영되는지에 대한 깊은 이해를 제공하고, 엔젤투자 활성화를 위한 정책 및 전략을 수립하는데 중요한 통찰력을 제공할 것이다.

핵심어: 엔젤, 엔젤투자, 위험회피, 행동, 관심, 의사결정, 순서형 프로빗 모형

I. 서론

최근 급변하는 세계 경제 환경에서 창업기업은 혁신, 고용 및 경제 활력의 핵심 동력으로 등장했다. 그러나 초기 창업 기업이 성장하는 여정에는 많은 어려움이 따르며, 이 과정에서 엔젤투자자의 역할이 필수적이다. 초기 창업 시장의 촉매제 역할을 하는 엔젤투자자는 필요한 자본을 제공할 뿐만 아니라 경영 노하우 및 네트워크를 통해 창업기업이 성공할 수 있도록 지원한다. 그러나 최근 데이터에 따르면 신생 기업 중 엔젤 투자의 혜택을 받는 기업은 1.4%에 불과한 것으로 나타나 창업기업의 잠재력과 지원 사이에는 분명한 공백이 존재한다. 이 연구는 지속가능한

경제 성장을 위해 창업 생태계의 중요한 요소인 엔젤투자자의 위험회피 성향을 이해함으로써 이들의 투자 행동, 의사결정 프로세스에 대한 통찰력을 얻을 수 있다. 위험회피가 엔젤투자에 미치는 영향을 알아보고 엔젤투자가 활성화 될 수 있는 방법을 제안하고자 한다.

II. 연구 배경

2.1. 엔젤투자자와 엔젤투자자

엔젤(Angel)은 창업 초기 단계의 기업에 필요한 자금을 투자 형태로 제공하고, 경영에 대한 자문을 해 주어 기업

* 주저자, 국민대학교 글로벌창업벤처대학원 창업학전공 창업학 석사과정, mvdu21@gmail.com

** 공동저자, 국민대학교 일반대학원 경영학과 창업학전공 창업학 박사과정, cco@maincontents.com

*** 교신저자, 국민대학교 글로벌창업벤처대학원/경영대학 창업전공 부교수, drlee@kookmin.ac.kr

의 가치를 높인 후 일정한 방법으로 투자이익을 회수하는 '개인투자자'를 말한다(고영하 외, 2020). 창업 초기 단계(Early Stage) 기업에 '천사'처럼 나타나 필요한 자금을 공급하는 사람이라는 뜻에서 '엔젤'이라고 하였으며(한상영, 2000), 가족 관계에 있지 않은 새로운 성장기업에 직접 위험 자본(Risk Capital)을 제공하는 개인투자자로 정의하였다(양현봉·박중복, 2020). 홍성도(1998)는 엔젤투자자에 대해 기술과 아이디어를 가진 창업가들에게 자본과 경영 노하우를 지원하는 개인투자자라고 하였다. 이처럼 국내외 학자들이 내린 정의를 종합해보면, 엔젤투자자는 창업 초기 단계의 기업에 자본과 지식, 경험, 네트워크를 제공하여 그 기업의 성장과 발전을 지원하는 개인투자자로 정의할 수 있다. 미국에서는 공인투자자(Accredited Investor)라고 표현하고, 영국에서는 비즈니스 엔젤(Business Angel)이라 칭한다. 우리나라에서는 창업한 지 7년 이내의 벤처기업에 투자하는 개인 또는 개인들로 구성된 조합을 뜻한다. 이런 엔젤이 상용하는 자금을 '엔젤캐피탈(Angel Capital)'이라고 한다(고영하 외, 2020).

엔젤투자자는 대기업이나 벤처캐피탈에 비해 개인의 자산을 직접적으로 운용한다는 특징을 가지고 있다. 엔젤투자자의 주목적은 초기 단계의 기업에 자금을 제공하여 그 기업의 성장과 발전을 지원하는 것이다. 엔젤투자자는 투자 대상 기업에 대한 깊은 이해와 투자에 대한 높은 위험을 감수하면서 투자 결정을 내린다. 이들은 투자 대상 기업의 비즈니스 모델, 시장의 잠재력, 경영진의 역량 등 다양한 요소를 평가하여 투자를 결정한다. 이러한 이유로 엔젤투자자는 자금 제공뿐만 아니라 기업의 컨설팅을 지원하고 성장을 촉진(Mason & Harrison, 1996)하는 데 큰 도움을 주는 단순한 자본 제공자 이상의 역할을 한다. 엔젤은 기업가적 활동의 수준과 투자 활동의 강도에 따라 기업가형 엔젤, 부(富) 극대화형 엔젤, 수입추구형 엔젤로 구분(Covebey & Moore, 1998) 되기도 하며, 법·제도적 개념과 관련하여 투자신탁(Trust), 적격투자자(개인)로만 구성된 단체(Entigy)도 해당된다(고영하 외, 2020). 국내에서는 일반투자자, 엔젤클럽, 전문엔젤투자자 등으로 구분되나 상호 배타적인 관계에 있지 않다(양현봉·박중복, 2020).

창업 초기 기업은 유망한 기술이나 사업 모델을 보유하고 있다고 하여도 기업을 성장시키고 정상적인 궤도에 올려놓는 데 소요되는 비용은 예상 외로 큰 반면, 정보 비대칭성과 높은 사업 위험 때문에 외부 투자자로부터 필요한 자금을 조달하기 쉽지 않고, 창업자의 자금을 소진한 후 벤처캐피탈 투자를 유치하기까지 자금 조달이 중단되거나 어려워지는 '에쿼티 갭(Equity gap)' 상황에 놓이게 된다(손수정, 2015). 이러한 문제를 극복하기 위한 중요한 해결책

으로 엔젤투자자의 역할이 대두된다. 특히 코로나 19와 같은 경제위기 상황에서 창업 기업의 자금 조달 문제는 더욱 중요하게 여겨졌으며, 엔젤투자자의 활동은 경제 회복과 성장에 필수적인 역할을 하게 된다. 엔젤투자자의 역할을 살펴보면, 엔젤투자자는 창업가와 그 기업에 종자 자금을 제공하고(Chemmanur & Chen, 2014; Cumming & Zhang, 2019), 스타트업과 벤처캐피탈(VC) 간의 자금 조달을 연결하는 역할도 할 수 있다(Honjo et al., 2022). 즉 엔젤투자자는 VC로부터 투자를 받기 위한 발판이 되는 경우가 많다. 창업가와 엔젤투자자의 관계는 시드 파이낸싱(Seed Financing)을 위해 꼭 필요하므로, 기업가와 엔젤투자자 간의 관계를 활성화하는 것이 필요하다(Mason & Botelho, 2016). 엔젤투자자는 초기 창업 기업의 성장과 발전을 지원하는 중요한 투자 방식이다. 엔젤투자자들의 개인적인 관심과 지원은 기업의 성공을 위한 중요한 자원이 되며, 그들의 투자는 기업의 성장을 크게 촉진하는 데 기여한다.

2.2. 엔젤투자자의 위험회피 행동

엔젤투자자는 초기 창업 기업에 투자하는 행위로, 전체적인 투자 환경에서 비교적 높은 위험을 수반한다. 이러한 특성은 투자자들이 투자 결정 시 다양한 위험 요소에 따라 행동하는 주요 요인으로 작용한다. 최근 수년간의 경제적 변동성과 급변하는 시장 환경은 투자자들의 위험 인식을 더욱 높였다. 특히, 코로나 19와 같은 대규모 팬데믹 상황은 글로벌 경제 전체에 불확실성을 확대시켰고, 이는 엔젤투자자들의 투자 결정에도 영향을 미쳤다.

창업 생태계 구성원의 행동과 관련된 연구는 대부분 창업자의 창업 의도와 행동에 관한 연구가 주를 이루고 있고, 엔젤투자에 대한 개인의 행동과 관심사(의도)에 대한 연구는 이루어지지 않고 있다(Honjo et al., 2022). 국내에서 이루어진 연구 또한 비슷한 상황으로 특히, 엔젤투자자에 관한 연구가 충분히 이루어지지 않았다고 볼 수 있다. 한상영(2000)이 엔젤투자자의 투자행태와 투자 결정 요인을 파악한 후 엔젤의 제도화 방안을 제안하였고, 윤영숙·황보윤(2014)은 엔젤투자자들이 기업을 평가하고 투자여부를 결정하는 과정에서 기업가적 특성 요인을 도출하고 중요도를 비교하여 엔젤투자자의 성향을 확인했다. 김태년 외(2018)는 비공식투자자의 특성과 투자여부 결정 요소를 파악하였고, 투자금의 현금화 가능성 및 투자 수익성이 투자 의도에 미치는 영향을 분석하였다. 김승찬·김홍근(2019)는 문헌고찰을 통해 개인 투자조합 출자자의 출자 의사결정 요인을 분석하는 데 그쳤다.

엔젤투자자는 일반적으로 대부분의 투자자보다 높은 위험을 수반하고 있다(Mason & Harrison, 2002b). 이는 엔젤 투자자의 의사결정이 일반투자자와 다른 이유이다. 일반적으로 투자자는 투자 대상에 대해 더 많은 정보를 요구한다. 그러나 창업 초기 기업은 기업의 성격, 젊은 나이, 소규모 자본, 간소화된 회계 요건으로 인해 외부 투자자가 스타트업의 순가치를 확인하기 어려워 기업가와 투자자 사이에 정보 비대칭이 발생하는 경향이 있다(Honjo et al., 2022). 이런 점에서 엔젤투자자는 높은 위험을 감수해야 한다.

엔젤투자에 있어 위험회피 수준이 중요하다는 주장이 종종 제기되는데(Maula et al., 2005), 엔젤투자자의 의사결정 과정에 어떻게 영향을 미치는지를 명시적으로 다룬 연구는 거의 없다(Freear et al., 1994; Sørheim & Landström, 2001; White & Dumay, 2017). 특히, 위험을 감수하려는 의지에 있어 엔젤들 간의 내재적인 차이를 인정하는 연구는 아직 없다(Annalisa Croce et al., 2020). Fiet(1995)는 시장 위험과 대행사 위험에 대한 투자자의 견해를 명시적으로 질문하여 엔젤과 벤처캐피탈(VC) 투자자들이 사용하는 위험 회피 전략을 비교하였으나, 그 연구에서는 엔젤과 VC가 동질적인 범주로 묶여있다. 그 밖에 다른 연구에서는 주로 프로토콜 분석 기법과 인터뷰를 통해 관찰된 투자(Lahti, 2011) 또는 투자/출구 전략과 의사결정을 통해 위험에 대한 엔젤투자자의 태도를 암시했다(Harrison et al., 2016; Maxwell et al., 2011; Söderblom et al., 2016). Honjo 외(2022)는 위험회피 정도가 낮은 개인일수록 초기 단계의 새로운 비즈니스에 투자할 가능성이 크고, 엔젤투자에 더 많은 관심을 가질 수 있음을 주장하였다. 즉 위험회피 수준은 엔젤투자에 대한 개인의 행동과 관심 모두에 중요한 역할을 함에도 불구하고, 선행연구는 이 문제에 대한 기준을 제시하는데 부족했다.

본 연구를 통해 엔젤투자자의 위험회피 수준을 연구함으로써, 그들의 동기, 심리적 특성, 정부의 인센티브와 같은 외부 요인의 잠재적 영향에 대해 파악할 수 있다. 또한, 엔젤투자자의 본질적인 동기와 우려에 부합하는 전략을 세워 투자자와 기업 간의 보다 효율적인 공생관계를 보장할 수 있으며, 엔젤투자를 촉진할 수 있다.

2.3. 국내외 엔젤투자 시장현황

벤처기업육성법이 제정된 1997년 이후 2000년대 초반의 ‘벤처붐’ 시기에는 개인투자자에 의한 엔젤투자가 비교적 활발하였으나, 2000년대 초반 ‘벤처붐’ 붕괴와 코스닥 시장 침체에 따라 엔젤투자가 급속하게 줄어들어 10년 정도

엔젤투자가 제대로 이루어지지 못했다(양현봉·박종복, 2020).

벤처붐 이후 지난 10년간 엔젤투자자의 연령대가 30대에서 40대로 높아지고, 투자자의 직업도 다양해졌다. 투자 선호 업종 또한 정보통신분야의 편중현상이 어느 정도 개선되면서 벤처붐 당시 부정적인 요소로 지적되었던 문제가 많이 개선되었다(고영하 외, 2020). 그러나 여전히 개선해야 할 점이 적지 않다. 고영하 외(2020)는 엔젤투자를 활성화 하려면 ‘투자 회수에 대한 불투명’ 문제 해결을 최우선 과제로 꼽았고, 가치평가에 대한 두려움, 투자 대상 기업 발굴의 어려움 등도 해결해야 할 과제라고 하였다.

중소벤처기업부(2023)의 최근 보고서에 따르면 국내 엔젤투자 규모는 5,493억원(2000년)에서 6,308억원(2019년)으로 증가했으나, 동일 기간 벤처투자 시장 규모의 성장에 비해 미약하며, 매년 약 12만 개의 신설법인이 생겨나고 있지만, 이 중 엔젤투자를 받는 기업은 1,640개로 이 수치는 신설법인의 1.4%에 해당한다는 결과를 발표했다. 주요 투자 분야로는 소프트웨어, 바이오, 의료, 에너지 환경 등이 있다.

해외 엔젤시장 규모는 2022년 2분기 동안 총 1,085억달러, 총 7,651건이 투자되었으나, 투자 건수는 3분기 연속 감소, 투자금액은 2분기 연속 감소로 직전 분기와 비교하면 23%의 하락세를 보이고 있다. 2022년 2분기 지역별 투자를 살펴보면, 미국이 529달러(2,689건), 아시아가 270억 달러(2,630건), 유럽이 227억 달러(1,705건) 등의 수치를 기록하였고, 모든 지역에서 직전 분기 대비 투자 건수 및 투자 금액이 하락, 전 세계적으로 엔젤 투자에 대한 심리가 위축되고 있음을 확인할 수 있다(한국엔젤투자협회, 2022).

• 해외 지역별 엔젤투자금액 (단위 : 억달러, 건)

구분	미국	아시아	유럽	캐나다	라틴아메리카 & 캐리비안	호주	아프리카
투자금액	529	270	227	20	23	7	8
투자건수	2,698	2,630	1,705	159	224	106	129

* CB-insight_Venture-Report-Q2-2022통계 자료

<그림 1> 해외 지역별 엔젤투자금액

국내외적으로 엔젤투자시장은 위축되어 있다. 그러나 국가 경제에 있어 창업 시장의 활성화는 중요 과제이며, 엔젤투자 시장은 창업 시장의 중요한 기초 자원이다. 엔젤투자 활성화 방안을 모색하여 창업생태계를 강화하고, 지속 가능한 성장을 위한 토대를 마련해야 한다.

III. 연구방법

선행연구는 금융투자 상품 및 부동산 자산과 관련된 자본시장 투자자에 대한 위험 회피 성향을 측정하는 연구가 대부분이며, 일부 학자들은 엔젤투자의 결정 요인을 조사했지만, 개인의 엔젤투자 경험 여부만을 확인했다(Honjo, 2015; Honjo et al., 2020). 본 연구에서는 개인의 행동과 관심사(의도)에 따른 투자 성향을 고려하여 위험회피가 엔젤투자와 관련이 있는지를 살펴보고자 한다.

3.1. 순서형 프로빗 모형

엔젤투자자의 행동과 관심사의 결정요인을 추정하기 위해 구조방정식을 활용한 순서형 프로빗 모형(Ordered Probit Model)을 사용하였다. 여기에서 $y_i (i = 1, \dots, n)$ 는 엔젤투자에 대한 개인(i)의 반응을 나타내는 잠재변수를 나타내며, 잠재변수는 공변량 벡터와 선형 관계를 갖는다고 가정한다. X_i 는 엔젤투자에 대한 위험회피, 재산, 개인적 특성 등 개인(i)의 특성을 설명하는 값이다.

$$y_i = X_i^T \beta + \epsilon_i$$

여기서 β 는 계수 벡터이고 ϵ_i 는 오차항이다. 관찰변수 Y_i 는 잠재변수와 연관되어 있다.

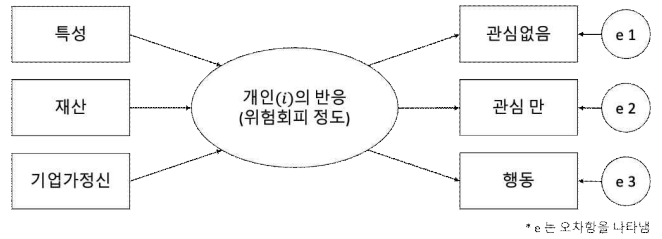
<표 1> 관찰변수

관찰변수 Y_i			
개인(i)의 엔젤투자에 대한 태도	관심이 없는 경우	관심은 있지만 경험이 없는 경우	엔젤투자 경험이 있는 경우
정의	관심없음	관심만 있음	행동
변수	$Y_i = 1$	$Y_i = 2$	$Y_i = 3$

순서형 프로빗 모형에 따라 개인이 관심 없음, 관심만 있음, 행동에 대한 확률을 지정한다.

3.2. 가설설정 및 연구모형

본 연구에서는 위험회피 성향이 엔젤투자자의 행동과 관심사에 영향을 미치는지 살펴보고, 엔젤투자에 대한 개인(i)의 반응을 나타내는 잠재변수가 관찰변수를 잘 측정하는지 타당성을 분석하고 인과관계를 확인하기 위해 연구모형을 <그림 2>과 같이 구성하였다.



<그림 2> 연구모형

본 연구의 가설은 다음과 같다.

가설 1: 엔젤투자에 대한 관심 및 참여하는 개인은 위험회피 수준이 낮다.

가설 2: 수익률 때문에 엔젤투자에 참여하는 개인은 위험회피 수준이 낮다.

가설 3: 열정을 이유로 엔젤투자에 참여하는 개인은 위험회피 수준이 낮다.

가설 4: 금융 경험이 있는 개인은 경험이 없는 개인에 비해 엔젤투자에 참여할 확률이 높으며 위험회피수준이 낮다.

가설 5: 창업경험이 있는 개인은 엔젤투자에 참여할 확률이 높으며 위험회피 수준이 낮다.

가설 6: 위험을 회피하는 개인은 세금 인센티브 및 기타 위험감소 정책의 영향을 받을 가능성이 더 크다.

가설 7: 개인의 재산 상태는 위험회피와 엔젤투자에 대한 관심 및 참여 사이의 관계에 중요한 요인으로 작용할 것이다.

3.3. 연구대상 및 위험회피 분석

개인의 위험회피 특성을 평가하는 방법에는 여러 가지가 있다. 본 연구에서는 Cramer et al.(2002)가 제안한 위험회피 측정 방법을 사용한다. 또한, 절대적 위험회피에 대한 Arrow-Pratt 측정법을 고려했다(Pratt, 1964). 이 방법은 단일 질문으로 위험회피 수준을 파악하는 데 유용하며, 이 방법에 따라 절대 위험회피 지수(A_RISK_AVERS)를 측정한다(Honjo et al., 2020). 위험 회피 수준은 개인의 자산에 따라 달라진다. Crammer et al.(2002)은 개인의 절대 위험회피 지수와 자산의 배수를 정의하는 상대적 위험회피 지수

(R_RISK_AVERS)를 제안하기도 했다. 상대적 위험 회피 지수를 사용하여 개인의 위험회피 성향이 엔젤투자자와 관련이 있는지 살펴본다(Honjo et al., 2020).

연구 표본은 서울 및 경기 지역의 일반 성인과 엔젤투자자를 대상으로 설문조사를 진행하여 데이터를 수집한다.

참고문헌

- 김승찬·김홍근(2019). 개인투자조합 출자자의 출자의사결정요인 실증연구: 벤처기업 투자자의 결정요인을 중심으로, *대한 경영학회지*, 제32권 제11호, 2051-2084.
- 김태년·박선영·송영화(2018). 비공식투자자의 창업기 투자자의사결정요소 연구, *한국콘텐츠학회 논문지*, 제18권 제9호 584-593.
- 고영하·황철주(2020). *유망 스타트업 발굴과 투자성공전략 엔젤투자자 알아야 성공한다*, 서울; 한국엔젤투자협회/한국청년기업가정신재단.
- 손수정(2015). 기술사업화: 갭(Gap)의 인식과 브릿지(Bridge)의 설계, *STEPI Insight*, 제178호, 1-28.
- 양현봉·박중복(2020). 국내 엔젤투자 실태분석과 발전과제, *중소기업금융연구*, 제40권 제2호, 51-86.
- 윤영숙·황보윤(2014). 엔젤투자자의 투자자의사결정에 영향을 미치는 기업가특성에 관한 연구. *벤처창업연구*, 제9권 제3호, 47-61.
- 한상영(2000). 엔젤의 벤처기업 투자 연구, *정보사회와 미디어*, 제1권, 167-193.
- 홍성도(1998). *벤처캐피탈의 투자기업*, 서울; 학문사.
- 한국엔젤투자협회(2023). 해외 엔젤투자 동향, *한국엔젤투자협회 뉴스레터*, Vol. 28, Retrieved (2023.10.10.) from URL. <https://narangdesing.com/mail/kban/#iframe-4>.
- Annalisa Corce, Elisa Ughetto and Marc Cowling(2020). Investment Motivations and UK Business Angels' Appetite for Risk Taking: The Moderating Role of Experience, *British Journal of Management*, Vol. 31, 728-751.
- Bass, B. M.(1985). *Leadership & performance beyond expectations*, NewYork; The Free Press, 191.
- Coveney, P. & K. Moore.(1998). *Business Angels: Securing Start-up Finance*, NewYork; John Wiley & Sons.
- Chemmanur, T. J., & Chen, Z.(2014). Venture capitalists versus angels: The dynamics of private firm financing contracts. *Review of Corporate Financial Studies*, Vol. 3, 39-86.
- Cramer, J.S., Hartog, J., Jonker, N., Van Praag, & C. M. (2002). Low risk aversion encourages the choice for enterpreneurship: An empirical test of a truism. *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 48, 29-36.
- Cumming, D., & Zhang, M,(2019) Angel investors around the world. *Journal of International Business Studies*, 50, 692-719.
- Freear, J., J. E. Sohl & W. E. Wetzel(1994). Angels and non-angels: are there Differences?, *Journal of Business Venturing*, Vol 9, 109-123.
- Harrison, R. T., Botelho & M. C. Mason(2016), Patient capital in entrepreneurial finance: a reassessment of the role of business angel investors, *Socio- Economic Review*, Vol 14, 669-689.
- Honjo, Y.(2015). Why are entrepreneurship levels so low in Japan?, *Japan and World Economy*, 36, 88-101.
- Honjo, Y., Ikeuchi, K., & Nakamura, H.(2022) Does risk Aversion affect individuals' actions and interests in angel investing? Empirical evidence from Japan, *RIETI Discussion Paper*, Series 22-E-040.
- Mason, C., & Botelho, T.(2016) The role of the exit in the initial screening of investment opportunities: The case of business angel syndicate gatekeepers, *International Small Business Journal*, Vol. 34(2) 157-175.
- Mason, C. M. & R. T. Harrison(1996), Why 'Business Angels' Say No: A Case Study of Opportunities Rejected by an Informal Investor Syndicate, *International Small Business Journal Researching Entrepreneurship*, Vol 14(2), 35-51.
- Mason, C. M. & R. T. Harrison(2000b). The Size of the Informal Venture Capital Market in the United Kingdom, *Small Business Economics*, 15(2), 137-148.
- Maula, M., Autio, E., Arenius, P.(2005) What drives micro-angel Investments? *Small Business Economics*, Vol 25, 459-475.
- Maxwell, A. L., S. A. Jeffery & M. Lévesque(2011), Business angel early stage decision making, *Journal of Business Venturing*, 26, 212-225.
- Lahti, T.(2011). Categorization of angel investments; an explorative analysis of risk reduction strategies in Finland, *Venture Capital*, 13, 49-74.
- Sodderblom, A., M. Samulsson & P. Martensson(2016) Opening the black box: triggers for shifts in business angels' risk mitigation strategies within investment', *Venture Capital*, 18, 211-236.
- Sørheim, R. & H. Landström (2001), Informal investors: a categorization, with policy implications', *Entrepreneurship and Regional Development*, 13, 351-370.
- White, B. A. & Dumay(2017). Business angels: a research review and new agenda', *Venture Capital*, 19, 183-216.