

스타트업의 벤처캐피탈 선택에 미치는 요인 연구

김진수

한양대학교 경영대학 박사과정*

배태준

한양대학교 창업융합학과 교수**

이상명

한양대학교 경영대학 교수***

국 문 요 약

지금까지의 투자 의사결정 요인에 관한 연구는 벤처캐피탈 관점에서 이루어져 왔다. 벤처캐피탈이 투자할 만한 가치가 있는 스타트업을 선정하는 요인이 무엇인가 하는 것이 기존의 연구의 핵심이었다. 하지만, 최근 우수한 스타트업의 경우, 많은 벤처캐피탈이 투자를 하기를 원하면서, 오히려 능력 있는 스타트업들은 벤처캐피탈을 선별해서 투자를 받고 있는 현상이 나타나고 있다. 따라서 우수한 스타트업이 벤처캐피탈을 선택하는 결정 요인을 알아봐야 하는 시기가 된 것이다.

본 연구는 창업 초기단계(Series A) 창업가 4명, 중기단계(Series B/C) 창업가 3명을 인터뷰하여 스타트업이 벤처캐피탈을 선정하는 요인을 탐색하고자 한다. 연구 결과, 스타트업이 벤처캐피탈을 선정하는 주요 요인으로는 1) 계약내용, 2) 벤처캐피탈 명성(reputation), 3) 투자 심사역인 것으로 나타났다. 먼저, 초기 및 중기 단계의 스타트업 모두가 중요하게 생각하는 요인은 계약내용으로, 구체적으로는 가치평가(valuation)와 우호적인 투자조건으로 나타났다. 다음으로, 벤처캐피탈의 명성(reputation)의 경우, 벤처캐피탈이 지금까지 투자해 왔던 회사들의 면면(portfolio)과 투자한 후, 후속 투자를 하는 경향(Follow-on)을 중요시 하는 것으로 나타났다. 마지막으로, 벤처캐피탈을 선정할 때, 창업 초기 단계에서는 상대적으로 투자심사역의 영향이 컸고, 창업 중기 단계 이후로 갈수록 투자심사역 개인보다는 회사 차원의 벤처캐피탈의 영향력이 커짐을 발견하였다.

핵심어: 벤처캐피탈(Venture Capital), 스타트업, 투자심사역(Venture Capitalist), 가치평가(Valuation), 계약조건(Terms and Condition), 투자 포트폴리오(Portfolio)

I. 서론

중소벤처기업부와 한국벤처캐피탈협회, 한국엔젤투자협회가 발표한 자료에 따르면, 2019년 벤처투자는 4조 2,777억 원으로 2018년(3조 4,249억 원) 대비 25% 증가하며 급성장하였다. 2017년 2조 3,803억 원과 비교하면 1.8배 증가한 수치이다. 2018년 엔젤투자도 5,538억 원을 기록하며, 제1벤처붐 시절의 엔젤투자액(2000년, 5,493억 원)을 돌파했다. 또한 벤처캐피탈은 2014년 103개에서 2019년 149개로 50%의 성장을 기록하였다(한국벤처캐피탈 협회). 이와 같이 시장 내 벤처 자금과 벤처캐피탈이 많아짐에 따라 한정된 유망한 스타트업을 투자하고자 하는 시장 내 경쟁이 심해지고

있다. 예를 들어, 스타트업에 투자하기 위해 벤처캐피탈은 스타트업에 자신의 강점을 발표하고 적극적으로 어필하면서 딜을 하는 케이스가 늘어나고 있다.

하지만, 현재까지의 연구는 벤처캐피탈이 스타트업을 선정하는 관점에서 이루어진 연구가 대다수였다. 특히, 벤처캐피탈의 스타트업을 선정하는 의사결정 기준에 관한 연구가 많았다. 의사결정 기준에 대한 최초의 연구로 알려진 Wells(1974)는 벤처캐피탈의 의사결정 과정에서 창업팀, 시장, 제품과 재무적 특성에 관한 기준이 사용된다는 것을 언급했다. 이외에도 Tyebjee & Bruno(1984)는 의사결정 기준을 시장의 특성, 제품 또는 서비스의 특성, 경영 능력 및 환경적 위협과 같은 4가지 주요 분류하였으며, 미국의 벤처캐피탈을 대상으로 연구한 MacMillan et al.(1985)은 27

* 제1저자, jjinsoo.kim@gmail.com

** 교신저자, tjbae@hanyang.ac.kr

*** 제2저자, sanglee@hanyang.ac.kr

개의 의사결정 기준을 활용하여 창업자의 성격, 창업자의 경험, 제품/서비스의 특성, 재무적 고려사항, 창업 팀의 특성 등의 6가지 범주로 구분하였다.

본 연구의 목적은 현재의 벤처캐피탈 중심으로 이루어진 의사결정 구조 연구와는 반대의 관점에서 스타트업이 벤처캐피탈을 선정하는데 중요하게 생각하는 요소를 분석하는 데 있다. 이를 위해 투자 유치 시, 인기가 있었던 초기 및 중기 스타트업 대표 7명을 대상으로 개별 인터뷰를 진행하여 스타트업이 벤처캐피탈을 선정하는데 필요한 중요 요소인 ①계약조건, ②투자회사의 레퓨테이션, ③투자심사 역의 우선순위를 탐색하고, 초기와 중기의 스타트업이 바라보는 벤처캐피탈의 중요요소를 탐색적으로 새로운 설명 변수를 제시하고자 한다.

II. 연구 배경 및 가설

2.1. 계약내용: 가치평가(Valuation), 투자 조건(Terms and Conditions)

벤처캐피탈은 그들이 참여하는 투자 라운드를 지배하기 위해 계약서를 작성한다. 213개의 투자를 분석한 결과, 주요 계약조건은 현금흐름, 주주 참여, 의사회, 청산, 각종 제한 조약을 행사할 수 있게 만드는데 있다(Kaplan & Stromberg, 2001).

기업의 가치평가는 투자에 따라서 얼마의 가치를 벤처캐피탈에 제공하는지를 결정하는 것이다. 이것은 Pre-money value 또는 벤처캐피탈이 요구하는 자본의 양에 의해 결정이 난다(Bruno & Tyebjee, 1983; Smith, 1999). 벤처캐피탈에게 가치평가는 매우 중요하다. 왜냐하면, 투자에 대한 수익을 결정하고 그들의 펀드 성과를 결정하기 때문이다. 또한, 창업가에게는 동기부여와 그들의 노력에 대한 가치 및 뉴 벤처에 대한 리소스를 설정하기 때문에 중요하다. 더해서, 창업가와 투자자의 욕망을 할당하고, 구조를 도와 주고 정당한 대우를 확실하게 해주기 때문이다(Clercq et al., 2006). 가치평가는 창업가와 투자자의 향후 갈등의 가능성을 줄여준다(Zacharakis et al, 2010). 벤처캐피탈의 가격은 벤처 창업가와 포텐셜 투자자 사이의 협상의 핵심이다(Tyebjee & Bruno, 1984)

벤처캐피탈과 창업가 사이의 주요 제한 권리는 투자조건 의 핵심이다(Kaplan & Stromberg, 2001). Principal-agent 이슈를 줄이기 위해 벤처캐피탈은 제한 권리를 가진다. 만약 벤처의 성과가 나쁘다면, 계약에 의해서 벤처캐피탈이 회사를 조정할 수 있다(Hellmann, 1998).

반대로 Cestone(2013)은 벤처캐피탈이 외부에서 강력한 주장이 필요할 때, 창업자에게 벤처캐피탈의 지나친 간섭을 피하기 위한 조정 권한을 줘야 한다고 하고, 이를 통해 창업자에게 더 열심히 하고자 하는 더 많은 인센티브 제공할 수 있다고 제안한다. 기업가의 ‘Control dilemma’ 영향을 주는 다른 요소들이 있고 이를 통해 벤처캐피탈의 투자를 거부하게 할 수도 있다(Wasserman, 2017).

명제1: 초기 및 중기 단계의 스타트업 창업자가 벤처캐피탈을 선정하는 가장 중요한 요인은 가치평가와 투자조건이다.

2.2. 벤처캐피탈 명성(Reputation): 투자포트폴리오, Follow-on 경향

명성은 고객에게 물건을 팔 때 중요한 정보이고, 경쟁 효과를 제공한다(Kreps & Wilson, 1982; Milgrom & Roberts, 1982; Shapiro, 1983). 특히, 금융기관의 명성은 투자회사와 회사 간의 정보의 비대칭으로 인해서 가치 관점에서 매우 중요하다(Grinblatt & Hwang, 1989). 특히, 벤처캐피탈의 명성과 성공적인 투자 회수/Post-IPO 성과 간의 긍정적인 관계가 있다(Krishnan, 2006, 2011; Nahata, 2008)

다양한 연구에서 벤처캐피탈의 명성을 활용하였으나, 명성을 측정하는 개념은 서로 다르게 이용되었다.

Studies	VC Reputation measure
Gompers(1996)	VC age
Gompers & Lerner(1999)	VC capital under management
Kaplan & Schoar(2005)	VC fund returns
Sorensen(2007)	VC number of investment rounds
Nahata(2008)	VC cumulative IPO capitalization market share
Krishnan et al.(2011)	rolling-window IPO market share
Timothy et al.(2015)	Firm age Blockbuster deals

벤처캐피탈의 펀드 수익, IPO를 통한 회수, 유명한 딜은 모두 벤처캐피탈이 지금까지 투자한 면면(포트폴리오)에 관련된 개념이다. 벤처캐피탈의 역사(나이), 운용규모 등 또한 중요 명성 측정 지표로 활용되었다.

또한, 투자한 기존 투자자가 후속투자에도 따라서 들어가는 Follow-on은 리드 투자자가 시장에 더 많은 자금을 모을 수 있는 가능성을 높이는 시그널이다(Dorobantu, 2006).

내부 투자자는 수익성 및 성장성에 대한 정보 접근성이 더 좋기 때문에 다른 투자자들에게 더 좋은 시그널을 보내서 처음 투자 때보다 더 많은 공동 투자자를 이끌어낸다(Ferrary, 2010; Cumming, 2005). 다음 라운드 투자 성공 가능성을 높이고 더 많은 자금을 모으기 위해 Follow-on 하는 경향 또한, 벤처캐피탈의 명성을 결정하는 중요요소로 판단된다.

벤처캐피탈의 명성은 포트폴리오 회사를 위해 중요하다. 그들은 금융시장에서 장기적으로 활동하기 위해 그들의 명성에 대한 걱정을 한다. 벤처캐피탈의 상당히 좁고 강력한 네트워크 성격으로 인해 명성을 유지하고 강화하는 것이 매우 핵심적이다. 좋은 명성은 가능성 있는 투자자를 부르고, 창업가와와의 관계를 좋게 만든다(Sahlman, 1990).

명제2: 스타트업이 벤처캐피탈을 선정하는 중요요소인 투자회사의 명성은 투자 포트폴리오와 Follow-on 경향이 가장 중요한 요소이다.

2.3. 스타트업 초기(Series A), 중기(Series B, Series C) 단계에서 벤처캐피탈을 선정하는 요인 변화: 벤처캐피탈 vs. 투자 심사역

투자 심사역은 일정기간 내에 높은 성장 잠재력을 회사에 투자하고 자본을 받는 자본 투자자(Equity Investor)이다(Gordon, 2014). 투자심사역의 투자목적은 고성장, 고수익의 포텐셜을 가진 스타트업에 자금을 제공하고 벤처캐피탈 및 스타트업 모두에게 높은 수익을 만들어 투자가치를 창출하는 것이다(De Treville et al., 2014).

투자심사역의 도덕적 명성은 창업가가 파트너가 되고 싶어 만드는 요인에 영향을 미친다. 편당이 꼭 필요한 경우에만, 도덕적이지 않은 투자 심사역에 대해서 참을성을 가지게 된다(Drover, Wood, & Fassin, 2014). 창업가는 명성 있는 투자 심사역에 대해 낮은 가격에 프리미엄을 지불할 의지가 존재한다(Hsu, 2004).

지식이 있는 전문직(벤처캐피탈 등)은 창업자의 경험이 그들의 행동을 이해하는데 중요하다는 것을 믿는 경향이 있다(MacMillan et al., 1985; Goslin & Barge, 1986; Riquelme & Rickards, 1992). 벤처캐피탈리스트와 창업자 간의 상호반응이 어떻게 일어나는지에 집중함으로써 의사 결정과 행동의 결과에 대한 경험의 역할을 이해할 수 있다(Reuber & Fischer, 1999)

Wong(2002)에 따르면 엔젤은 벤처캐피탈이 행하는 전형

적인 컨트롤 방법에 의지하지 않는다. 대신에 그들은 비공식적이고 믿음에 의지하여 컨트롤한다. 엔젤은 그들이 투자한 창업가와 강한 친분을 가진다(Goldfarb et al., 2007). 엔젤과 창업가의 관계는 벤처캐피탈 보다 서로 강하고 정서적인 관계를 가진다. 이러한 정서적인 관계는 믿음으로 해석될 수 있으며, 심리학적 친밀감으로 나타난다. 이러한 믿음과 정서적 공감은 벤처캐피탈보다 엔젤을 선택하는 이유가 되기도 한다(Fairchild, 2011). 창업초기 단계일수록 창업자와 투자심사역 간의 정서적인 공감을 통한 믿음이 중요하다.

명제3: 벤처캐피탈을 선정할 때, 창업 초기 단계에서는 상대적으로 투자심사역의 영향이 컸고, 창업 중기 단계 이후로 갈수록 투자심사역 개인보다는 회사 차원의 벤처캐피탈의 영향력이 커진다.

III. 연구방법

스타트업의 벤처캐피탈 선택에 관한 연구는 아직까지 매우 드물다. 스타트업이 벤처캐피탈을 선택한 사례는 신문에 단발적인 기사 형식으로 나오고 있는 정도이다. 따라서, 현 단계에서 정량적이고 분석적인 접근보다는 이론 형성에 필요한 통찰력을 얻는 것이 중요하다. 그래서 본 연구에서는 사례 연구를 통해 스타트업이 벤처캐피탈을 선택하는 각 사건들의 “이유(Why)”와 “모습(How)”을 밝혀내고자 하였다(Yin, 1984)

사례의 분석과정에서는 Mintzberg & Waters(1982)의 단계적인 방법과 Sutton(1987)의 분석방법을 병행하여 진행하였다. 단계적이라 함은 정보 수집→주요 사건 구분→사건 심층 분석→이론 형성의 단계를 거침을 의미하여, Sutton(1987)의 분석방법은 사례분석과 이론적 고찰을 반복적으로 실시하며 연구 모형을 바로 잡아가는 과정을 의미한다. 본 연구는 이론적 고찰과 인터뷰를 반복적으로 진행하였으며, 그 후에 주요 사건을 심층 분석하였다.

3.1. 연구대상

연구 표본은 질적 사례연구를 위해 창업 초기단계(Series A) 창업가 4명, 중기단계(Series B/C) 창업가 3명을 인터뷰였다. 면접은 2020년 1월 21일부터 4월 23일까지 각 한 차례씩 개별면접(Person-to-person interview)을 실시하였다. 본 연구의 표본은 각 투자단계에서 벤처캐피탈의 경쟁이 치열했던 Series A 기업(G, F, H, T), Series B 기업(B(a),

B(b)), Series C 기업(L) 총 7개 기업을 발견하여 수집했다.

3.2. 연구결과

초기단계 기업 4개와 중기단계 기업 3개의 벤처캐피탈 선정 요소를 발굴하기 위해 매우 강함, 강함, 약함의 3단계로 분류했으며 결과는 <표 1>과 같다.

<표 1> 7개 기업의 벤처캐피탈 선택 요인

기업	투자단계	계약내용	벤처캐피탈 명성	투자심사역
G Company	Series A	매우 강함	강함	강함
F Company	Series A	약함	강함	매우 강함
H Company	Series A	매우 강함	약함	강함
T Company	Series A	매우 강함	강함	매우 강함
B(a) Company	Series B	매우 강함	강함	약함
B(b) Company	Series B	강함	매우 강함	약함
L Company	Series C	강함	매우 강함	약함

또한 벤처캐피탈 선정에 영향을 미치는 계약 내용에 영향을 미치는 중요 요인을 발굴하기 위하여 매우 강함, 강함, 약함 총 3단계로 분류했으며 결과는 <표 2>와 같다.

<표 2> 7개 기업의 벤처캐피탈 선정 중요 계약내용 요인

기업	가치평가	우호적인 투자조건	자금납입기간
G Company	매우 강함	매우 강함	약함
F Company	강함	강함	약함
H Company	매우 강함	강함	약함
T Company	매우 강함	강함	약함
B(a) Company	매우 강함	매우 강함	약함
B(b) Company	강함	매우 강함	약함
L Company	매우 강함	강함	약함

또한 벤처캐피탈 선정에 영향을 미치는 벤처캐피탈 명성에 영향을 미치는 중요 요인을 발굴하기 위하여 매우 강함, 강함, 약함 총 3단계로 분류했으며 결과는 <표 3>와 같다.

<표 3> 7개 기업의 벤처캐피탈 명성 관련 요인

기업	포트폴리오	Follow-on 경향	VC Age	자신운동액
G Company	매우 강함	강함	약함	강함
F Company	강함	매우 강함	약함	강함
H Company	강함	매우 강함	약함	강함
T Company	강함	강함	약함	약함
B(a) Company	강함	강함	약함	약함
B(b) Company	강함	매우 강함	약함	약함
L Company	매우 강함	매우 강함	약함	약함

<표 1>, <표 2>, <표 3>의 세부 내용은 다음과 같다.

① 창업 초기 및 중기단계에서는 계약내용이 제일 중요한 벤처캐피탈 선정 이유인 것으로 나타났으며, 그 중 가치평가와 우호적인 투자조건이 중요한 것으로 나타났다.

가치평가가 매우 중요한 요소이고, 대체로 높은 밸류를 선호하지만, 너무 높다고 좋은 것은 아니라는 인식도 대부분 존재한다. 또한, 투자조건은 향후 사업의 방향 및 의사결정에 영향을 미치기 때문에 우호적인 것이 중요하다는 의견이 많았다. 하지만, 너무 우호적인 경우, 벤처캐피탈의 투자 참여를 소극적으로 만들 가능성에 대해서도 걱정하였다. 계약은 협상으로 상호 Win-win 할 수 있는 구조를 만드는 것이 중요하다는 인식이 깔려 있다. 자금납입의 경우 대부분 중요하지 않다고 느꼈다.

② 스타트업이 벤처캐피탈을 선정하는 주요 요소인 벤처캐피탈의 명성은 벤처캐피탈이 지금까지 투자해 왔던 회사들의 면면 (portfolio)과 투자한 후, 후속 투자를 하는 경향 (Follow-on)을 중요시 하는 것으로 나타났다

명성이 있는 벤처캐피탈의 투자를 받는 것은 명성이 있는 다른 벤처캐피탈의 향후 투자를 이끌어 내고 외부의 인식을 급상승 시키는 매우 중요한 요인으로 생각하였다. 좋은 포트폴리오를 보유한 벤처캐피탈이 투자하면, 그들의 투자기준을 통과한 회사로 인정받을 수 있고 좋은 포트폴리오의 회사처럼 될 수 있다는 꿈을 가질 수 있게 만든다. 특히, 해당 업종(ex: SaaS)에서 유명한 포트폴리오를 가진 벤처캐피탈을 더 선호하는 것으로 나타났다. 벤처캐피탈의 Follow-on 경향은 중요한 선택요소로 생각됐다. 기존 투자자의 후속투자 참여는 신규 투자자에게 좋은 시그널을 제공하여 후속 투자 성공에 적극적인 기여를 한다고 생각하는 것으로 나타났다.

③ 벤처캐피탈을 선정할 때, 창업 초기 단계에서는 상대적으로 투자심사역의 영향이 컸고, 창업 중기 단계 이후로

갈수록 투자심사역 개인보다는 회사 차원의 벤처캐피탈의 영향력이 커진다.

Series A 단계에서는 투자에 대한 경험이 적기 때문에, 투자심사역의 적극성, 친밀감, 전문가적 역량이 벤처캐피탈을 결정하는데 중요 요소로 나타났다. 하지만, Series B 이후 단계부터는 투자금액이 커지고 투자자와의 관계도 좀 더 비즈니스적인 관계로 진행되기 때문에 투자 심사역 보다는 벤처캐피탈 회사 자체가 더 중요하였다. 벤처캐피탈의 명성을 통한 향후 투자유치 시 필요한 많은 투자자급과 네트워크를 더 우선시 하는 것으로 나타났다.

참고문헌

- 구중희·김영준·이수용·김도현·백지연(2019). 한국 벤처캐피탈리스트의 투자결정에 미치는 요인 연구. *벤처창업연구*, 14(4), 1-18.
- 중소벤처기업부(2020). '19년 벤처투자 및 '18년 엔젤투자 실적. <https://www.k-startup.go.kr/common/post/detail.do?mid=30005&bid=710&postSn=107342>
- 한국벤처캐피탈협회(2019). *창업투자회사 투자조합 현황 및 투자실적*. http://www.index.go.kr/potal/main/EachDtlPageDetail.do?idx_cd=1196
- Bruno, A. V., & Tyebjee, T. T.(1983) *The one that got away: a study of ventures rejected by venturecapitalists*, in: J. Timmons (Ed.) *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 289-306 (Wellesley, MA:Babson College).
- Cestone, G.(2014). Venture capital meets contract theory: risky claims or formal control?. *Review of Finance*, 18(3), 1097-1137.
- Chemmanur, T., & Chen, Z.(2006). *Venture capitalists versus angels: the dynamics of private firm financing contracts*. *Carroll School of Management*. Boston College. Working Paper.
- Cumming, D. J.(2005). Capital structure in venture finance. *Journal of Corporate Finance*, 11(3), 550-585.
- De Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O., & Sapienza, H. J.(2006). An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 20(3), 90-112.
- De Treville, S., Petty, J. S., & Wager, S.(2014). Economies of extremes: Lessons from venture-capital decision making, *Journal of Operations Management*, 32(6), 387-398.
- Dorobantu, F. A.(2006). Syndication and partial exit in venture capital: A signaling approach. *Job Market Paper*.
- Drover, W., Wood, M. S., & Payne, G. T.(2014). The effects of perceived control on venture capitalist investment decisions: A configurational perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(4), 833-861.
- Fairchild, R.(2011). An entrepreneur's choice of venture capitalist or angel-financing: A behavioral game-theoretic approach. *Journal of Business Venturing*, 26(3), 359-374.
- Ferrary, M.(2010). Syndication of venture capital investment: The art of resource pooling. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(5), 885-908.
- Goldfarb, B., Hoberg, G., Kirsch, D., & Triantis, A.(2007). *Are angels preferred venture investors*. University of Maryland.
- Gompers, P. A.(1996). Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial economics*, 42(1), 133-156.
- Gompers, P. A., & Lerner, J.(1999). *What drives venture capital fundraising?* (No. w6906). National bureau of economic research.
- Gordon, J.(2014). A stage model of venture philanthropy, *Venture Capital*, 16(2), 85-107.
- Goslin, L., & Barge, B.(1986). *Entrepreneurial qualities considered in venture capital support*, in: R. Ronstady, J. A. Hornaday, R. Peterson and K. H. Vesper (Eds) *Frontiers of Entrepreneurial Research*, 366-379 (Wellesley, MA: Babson College).
- Grinblatt, M., &Hwang, C. Y.(1989). Signalling and the pricing of new issues. *The Journal of Finance*, 44(2), 393-420.
- Hellmann, T.(1998). The allocation of control rights in venture capital contracts. *The Rand Journal of Economics*, 57-76.
- Hsu, D. H.(2004). What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation?. *The Journal of Finance*, 59(4), 1805-1844.
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2001). Venture capitals as principals: contracting, screening, and monitoring. *American Economic Review*, 91(2), 426-430.
- Kaplan, S. N., & Schoar, A.(2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The journal of finance*, 60(4), 1791-1823.
- Kreps, D. M., & Wilson, R.(1982). Reputation and imperfect information. *Journal of economic theory*, 27(2), 253-279.
- Krishnan, C. N. V., Masulis, R., & Singh, A.(2006). *Does venture capital reputation affect subsequent IPO performance*. In AFA 2008 New Orleans Meetings.
- Krishnan, C. N. V., Masulis, R., Thomas, R. S., & Thompson, R. B.(2011). *Litigation in mergers and acquisitions*. Available at SSRN 1443384.
- Krishnan, C. N. V., & Masulis, R. W.(2013). Law firm reputation and mergers and acquisitions. *Journal of Law and Economics*, 56(1), 189-226.
- Krishnan, C. N. V., & Ronald W. M.(2011). *Venture*

- capital reputation: a survey.* (2011).
- MacMillan, I. C., Seigel, R., & Subba, N. P. N.(1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals, *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119-128.
- Milgrom, P., & Roberts, J.(1981). *Predation, reputation, and entry deterrence* (No. TR-353). STANFORD UNIV CA INST FOR MATHEMATICAL STUDIES IN THE SOCIAL SCIENCES.
- Mintzberg, H., & Waters, J. A.(1982). Tracking strategy in an entrepreneurial firm. *Academy of management journal*, 25(3), 465-499.
- Nahata, R.(2008). Venture capital reputation and investment performance. *Journal of financial economics*, 90(2), 127-151.
- Pollock, T. G., Lee, P. M., Jin, K., & Lashley, K.(2015). (Un) tangled: Exploring the asymmetric coevolution of new venture capital firms' reputation and status. *Administrative Science Quarterly*, 60(3), 482-517.
- Reuber, A. R. and Fischer, E.(1999) Understanding the consequences of founders' experience, *Journal of Small Business Management*, 37(2), 30-45.
- Riquelme, H., & Rickards, T.(1992) Hybrid conjoint analysis: an estimation probe in new venture decisions, *Journal of Business Venturing*, 7(6), 505-518.
- Sahlman, W. A.(1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of financial economics*, 27(2), 473-521.
- Shapiro, C. (1983). Premiums for high quality products as returns to reputations. *The quarterly journal of economics*, 98(4), 659-679.
- Smith, D. G.(1999) *How early stage entrepreneurs evaluate venture capitalists*, in: P. D. Reynolds (Ed.)*Frontiers of Entrepreneurship Research*, 289-303 (Wellesley, MA: Babson College).
- Sutton, R. I.(1987). The process of organizational death: Disbanding and reconnecting. *Administrative Science Quarterly*, 542-569.
- Sørensen, M. (2007). How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital. *The Journal of Finance*, 62(6), 2725-2762.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V.(1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management science*, 30(9), 1051-1066.
- Wasserman, N.(2017). The throne vs. the kingdom: Founder control and value creation in startups. *Strategic Management Journal*, 38(2), 255-277.
- Wells, W. A.(1974). *Venture capital decision-making* (Doctoral dissertation, Carnegie-Mellon University).
- Yin, R.(1984). *case study research*. Beverly Hills.
- Zacharakis, A., Erikson, T., & George, B.(2010). Conflict between the VC and entrepreneur: the entrepreneur's perspective. *Venture Capital*, 12(2), 109-126.