

벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 모형 : 한국과 미국의 비교연구

반성식* · Andrew Zacharakis** · 송경모***

〈요 약〉

미국의 벤처캐피탈 산업은 벤처캐피탈 분야에 진입하고 있는 많은 나라들에게 본보기가 되고 있다. 그러나 서로 다른 문화, 정치·경제적 상황 및 각국의 벤처캐피탈 산업의 고유한 역사 등은 벤처캐피탈의 경영 방식에 영향을 미칠 수 있다. 본 연구는 한국의 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정이 미국의 벤처캐피탈리스트와 어떻게 다른가에 초점을 두었다. 연구 결과는 한국의 벤처캐피탈리스트는 투자의사결정의 과정에서 미국과는 다른 기준을 사용하며, 그 예측의 정확성은 미국에 비해 떨어지는 것으로 나타났다.

한국 벤처캐피탈리스트와 미국 벤처캐피탈리스트 모두 경쟁력은 매우 중요한 투자의사결정 기준으로 나타났다. 그러나 미국의 벤처캐피탈리스트가 시장규모와 성장성을 중요하게 고려한 데 비해 한국의 벤처캐피탈리스트는 소유권 보호에 중점을 두었다. 그렇지만, 한국과 미국의 벤처캐피탈리스트 사이에는 기대 이상으로 유사점이 많은 것으로 나타났다. 이러한 유사점이 존재하는 현상은 많은 한국의 벤처캐피탈리스트들이 미국에서 교육을 받았거나 미국식의 모형에 의한 교육을 받아왔다는 점에서 찾을 수 있을 것이다. 또한 한국의 벤처캐피탈리스트는 이미 성공적인 미국식 벤처캐피탈 모형을 표준으로 삼고 모방하려고 노력하고 있다는 점을 들 수 있을 것이다.

* 진주산업대학교 벤처경영학과 부교수 / Babson College 연구교수

** 미국 Babson College Entrepreneurship 학과 부교수

*** 한국신용정보(주) 평가사업본부 특수평가사업실장

**** 이 논문은 2001년도 학술진흥재단의 지원에 의하여 연구되었음(KRF-2001-042-C00097).

이 논문은 2002 Babson College-Kauffman Foundation Entrepreneurship Research Conference에서 발표되었으며, 그 내용의 일부를 수정 보완하였음. 이 논문에 대하여 유익한 조언과 연구자료의 수집을 도와준 이강국 교수, 김태오 연구원과 심사과정에서 유익한 논평을 해주신 익명의 두분 심사위원께 감사드립니다. 또한 이 논문을 완성할 수 있도록 도움을 주신 Babson College의 Bygrave 교수님과 Spinelli 교수님께도 감사드립니다.

I. 서론

최근 한국의 벤처캐피탈(Venture Capital) 산업은 급속히 성장해 왔다. 벤처캐피탈리스트(Venture Capitalist)의 총 투자액과 운용펀드 규모는 2000년말 현재 58억 US달러로 1990년부터 2000년도 말까지 약 1,000% 증가하였다. 여기에 덧붙여 금융기관과 대기업이 출자한 펀드까지 감안한다면 2000년도 말에는 총 투자액이 85억 US달러가 넘는다(한국벤처캐피탈협회 : KVCA, 2002). 한국의 벤처캐피탈 회사는 2000년말 당시 63개에서 2001년말에 148개로 증가하였다. 한국의 경제위기가 발발했던 1997년이래, 코스닥시장의 활황과 정부의 벤처육성정책에 힘입어 수많은 벤처캐피탈 회사가 설립되었고, 특히 2000년에는 그 비율이 폭발적으로 증가하여 1개월에 10개 이상의 신생 벤처캐피탈이 등장했다. 2000년말에는 약 261개의 펀드가 운영되었다(KVCA, 2002). 이와 같이 한국의 벤처캐피탈 산업이 빠르게 성장해 오기는 했지만, 한국의 벤처캐피탈 산업을 보다 발전한 미국의 벤처캐피탈 산업과 비교함으로써 더 많은 것을 배울 수 있을 것이다. 본 논문은 한국과 미국의 벤처캐피탈 산업은 그들의 벤처 투자의사결정에 있어 어떻게 다른가 라는 점에 대하여 연구한다.

한국과 미국의 산업은 구조적 차이(예 : 금융시장과 정부의 규제)나 문화적 차이, 또한 산업의 역사를 포함하는 여러 요소들로 인해 다르다. 예를 들면 잘 발달된 자본시장은 벤처캐피탈을 위한 선결조건이다(Black and Gilson, 1998). 미국과 같이 보다 발달된 주식 시장을 가진 경제는 일본이나 독일처럼 은행 위주의 자금조달에 의존하는 경향이 있는 국가들에 비해 더 우수한 벤처캐피탈 산업을 보유할 가능성이 크다. 한국의 자본시장은 그동안 은행에 기반을 두는 경향을 보여왔다(Chung, 1990). 한국에서 은행의 역할이 상대적으로 컸다는 점에서 볼 때 한국의 벤처캐피탈리스트의 투자위험/수익에 대한 태도에 영향을 미칠 수도 있을 것이다.

1997년의 금융위기 이전에는 한국산업은행, 수출입은행, 외환은행과 같은 다수의 선도적 은행이 정부 소유였다. 그때까지만 해도 정부는 은행의 최고경영자 선임, 대출기업 선정, 이자율 설정, 그리고 그외의 영역에서 큰 영향력을 행사했다. 그당시 정부가 은행에 대해 그토록 통제를 할 수밖에 없었던 상황에 대한 설명은 대기업 지향적, 수출주도형 성장의 한 수단으로서 은행을 통하여 산업부문에 자금배분을 유도하고자 했다는 데에서 찾을 수 있을 것이다. 1997년 한국의 경제위기는 그러한 관행의 일대 변화를 요구하는 압력으로 작용했다. 이런 영향으로 인하여, 은행에 대한 정부의 영향력이 상대적으로 감소하였음에도 불구하고 그 흔적은 여전히 남아서 은행권의 사고방식, 행동방

식, 그리고 의사결정 방식 역시 과거의 방식에 영향을 받는 것으로 보인다. 뿐만 아니라 우리나라의 기업지배구조 역시 미국에 비해 차이점이 있는 것으로 보인다. 지배구조가 양호한 기업과 국가가 상대적으로 기업가치가 높고, 국가 경쟁력이 높다는 것이 학자들의 연구에 의해 확인되고 있다. 한국의 경우 1997년 금융위기 위기 이후 기업지배구조에 대한 폭넓은 개혁이 이루어져 경영과 회계의 투명성이 상당히 개선된 나라로 평가되고 있다. 그러나 우리나라의 주가수준이 미국 등 선진국들에 비해 상대적으로 낮으며, 이의 주요한 원인으로 지배구조의 취약성과 회계의 불투명성이 지적되고 있다.

문화의 차이 또한 의사결정에 영향을 미친다. 한국사회에서 '유교적 역동성(Confucian Dynamism)'은 매우 큰 의미를 지닐 수 있다(Hofstede, 1991 ; Hofstede and Bond, 1988). 한국적 시각에서 보면, 미국이 개인주의적임에 비해 한국인들은 그들의 문화적 바탕인 유교주의로 인하여 더욱 공동체주의적이며, 미국에서는 능력주의가 본위를 이루고 있음에 반하여 한국사회에서는 연장자의 우위성(seniority)이 강조된다는 사실을 시사한다(Mueller, Iverson and Jo, 1999). 한국인들은 공식적 사업관계를 논의하기 전에 먼저 기업가 개인적 차원의 접촉을 하고자 한다. 따라서, 한국인들은 사업과 관련된 비공식적 모임을 자주 갖는다. 그러나 미국의 벤처캐피탈들은 비즈니스에서 보다 공식적인 회의에 중점을 두는 경향이 있다. 이러한 것들을 비롯하여 두 나라 사이의 다양한 문화적 차이점들은 벤처캐피탈들의 투자의사결정에 영향을 미치는 주변의 정보들을 해석하는데 영향을 미칠 수도 있다.

마지막으로, 각국의 벤처캐피탈이 거처온 고유의 역사와 연륜이 그 의사결정 방식에 영향을 미칠 수도 있다. 미국의 벤처캐피탈 산업은 제 2차 세계대전 직후에 등장했다고 볼 수 있다. 그들은 이후 지속적인 발전을 거듭하여 2000년도에 1,000억 달러 이상을 투자했으며 2001년도에는 36억 달러를 투자했는데, 이는 닷컴기업(dot-com)의 추락을 고려해 본다면도 여전히 상당한 액수이다(Venture Economics, 2002). 반면에 한국은 벤처캐피탈 산업의 역사가 훨씬 짧다. 한국의 벤처캐피탈은 1986년에 최초로 등장한 이래 자금회수(exit) 시장의 부재와 하이테크 기업의 지분투자에 대한 인식부족으로 별다른 성과를 보이지 못했다. 그러나 1999년 이후 한국의 기술벤처 산업의 창업열풍, 정부의 벤처육성정책, 그리고 미국 나스닥 시장의 활황 등에 힘입어 한국 벤처캐피탈리스트의 투자는 1999년 14억 달러에서 2001년 2분기까지 24억 달러로 폭발적으로 증가하였다(KVCA, 2002).

본 연구는 한국 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정이 미국 벤처캐피탈리스트와 어떻게 다른가를 실증적으로 분석하는데 목적을 두고 있다. 이러한 연구목적을 달성하기 위

하여 이론적 고찰과 실증연구를 병행한다. 본 논문은 다음과 같이 구성한다. 서론에 이어 제 II장에서는 문헌연구를 통한 이론적 배경과 벤처캐피탈의 투자 의사결정 과정에 대한 선행연구를 고찰한다. 제 III장에서는 본 연구에서 채택한 연구설계의 구체적인 내용으로 연구모형 및 가설 설정, 연구방법, 표본, 실험절차 및 변수에 대하여 설명한다. 제 IV장에서는 실증분석의 결과를 제시하고 이에 대한 해석과 토론을 한다. 제 V장에서는 본 연구의 결과를 요약하고 연구의 한계점, 시사점 및 향후 연구를 위한 제언을 한다.

II. 이론적 배경

벤처캐피탈리스트는 기술력과 잠재성은 있으나 위험부담이 큰 벤처기업과 성장가능성이 있는 발전단계의 초기의 기업들에 대하여 자금을 공급하고 성장을 지원하는 투자가를 의미한다. 즉, 벤처캐피탈리스트들은 고위험 - 고수익이 예상되는 성장가능성이 있는 벤처기업에 전문적으로 투자하는 사람을 의미한다. 만약 투자의 대부분이 실패하더라도, 소수의 투자에서 거두는 성공으로 인하여 그 실패를 보상할 수 있으며, 심지어 초기 투자에 비해 10배 내지 100배에 달하는 수익률을 가져올 수도 있다(Kenney, 2000).

여러 연구에서 벤처캐피탈 지원기업의 성과가 벤처캐피탈 비지원기업에 비해 높은 것으로 나타났다(Sandberg, 1986 ; Timmons, 1994). 벤처캐피탈 지원기업의 생존율은 65%(Sahlman, 1990)에서 85% 사이에 있는 것으로 나타났다(Dorsey, 1979). 그러나 이 생존한 기업 중에서 20%는 벤처캐피탈에게 적절한 수익을 제공하지 못하는 것으로 나타났다(Ruhnka, Feldman and Dean, 1992). 또한 Dean and Giglierano(1990)의 연구에서는 벤처캐피탈 지원기업의 42% 만이 투자수익률(ROI) 15%에 달성한다고 하여, 약 60%는 실패하는 것으로 나타났다.

벤처캐피탈에 관한 연구는 기업 공개시의 역할, 지원성과, 투자결정 등 다양한 관점에 연구되고 있다. 벤처캐피탈리스트의 공개시의 역할에 관한 연구는 벤처캐피탈리스트들은 제 3자 보증역할(the certification role)을 함으로써 벤처기업이 최초공모주(IPO)시에 정보불균형을 완화시킬 수 있게되며, 이에 따라 벤처캐피탈리스트의 지원을 받은 벤처기업은 IPO시에 높은 수익률을 실현하지 못하는 것으로 알려져 있다. Barry, Muscarella and Peavy III, Vetsuypens(1990)는 미국 주식시장에 신규 상장한 벤처캐피탈 지원기업과 비지원기업들을 표본으로 하여 IPO시 벤처캐피탈의 역할에 대하여 분석하였다. 분석결과 벤처캐피탈은 정보불균형을 완화시켜 벤처캐피탈리스트의 지원을 받은 기업이 IPO시에 할인발행 수준이 낮은 것으로 나타났다¹⁾.

Gompers(1996)는 벤처캐피탈리스트는 IPO 시장에서 그들이 투자한 기업을 조기에 공개하여 투자성과에 대한 명성을 얻으려는 조기업적과시현상(Grandstanding)을 보임으로써 그 자신의 명성을 얻고자함을 밝혔다. 허남수, 윤병섭, 이기환(2002)은 코스닥증권시장에 등록된 벤처기업의 IPO를 대상으로 발행시장에서 벤처캐피탈리스트의 역할에 대하여 분석하였다. 분석결과 벤처캐피탈리스트의 조기업적과시현상이 있음을 밝혔다²⁾.

벤처캐피탈의 투자기업에 대한 가치평가는 증권시장의 건전한 발전을 위하여 매우 중요하다. 벤처기업의 의사투자결정과 관련한 연구는 벤처기업의 현금흐름할인법(discounted cash flow : DCF), 본질가치법 및 실물옵션가치법(real option value : ROV) 등 가치평가에 관한 연구가 주류를 이루고 있다. Schwartz and Moon(2000)은 인터넷 기업의 가치평가와 관련하여 실물옵션 이론과 자본예산 기법을 바탕으로 인터넷기업의 가치를 평가하였다. 김동환, 정군오(2002)는 흐름할인법(DCF)과 실물옵션가치법(ROV)에 의한 기업가치평가 모형으로 벤처기업의 가치를 평가했다. 연구결과 DCF 모형보다 ROV 모형이 더 합리적인 것으로 분석되었다. 반성식(2000)은 우리나라 벤처캐피탈의 기업가치평가 사례분석을 실시하였다. 분석결과 연구사례는 DCF법과 본질가치법에 의한 계량적 평가모형에 의한 평가와 질적 요인을 고려함으로써 평가의 신뢰성을 높이고, 파트너십(partnership) 펀드회사의 평가결과를 비교함으로써 평가자의 주관적 판단에 의한 한계점을 보완하고자 하였다. 그러나 보다 다양한 질적 변수들의 도입과 옵션가격 모형의 이용 등 보다 종합적인 평가방법이 요구되는 것으로 분석되었다.

기업가치를 평가하는 과정에서 가치평가 모형의 결과를 토대로만 기업가치를 평가한다면 평가과정에서 얻을 수 있는 값진 정보를 놓칠 위험이 있다. 벤처캐피탈리스트는 투자기업의 기업가치를 평가하는 과정을 통해서 가치를 결정하는 요인에 대한 많은 정보를 얻을 수 있으며, 이는 근본적인 문제를 해결하는데 많은 도움을 줄 수 있다. 따라서 기업가치 평가는 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 질적인 요인과 계량적인 요인을 고려하여 종합적으로 평가할 필요가 있다.

벤처캐피탈리스트는 투자의사결정 과정에서 그들이 투자하고자 의도하는 벤처기업과

1) IPO 시장에서 제 3자 보증역할에 관한 연구는 투자은행이나 회계감사기관 등의 역할을 중심으로 이루어졌다(Barry, 1989 ; Carter and Manaster, 1990). 그 후 벤처캐피탈리스트가 IPO 시장에서 정보불균형을 완화하는 보증역할에 관한 연구로 발전하였다. 국외의 연구로는 Lerner(1994 a, 1994 b), Parker(1994), Gompers(1995, 1996), Gompers and Lerner(1996, 1997, 1998, 1999, 2001) 등의 연구가 있으며, 국내의 연구로는 남명수(1993), 이기환, 임병균, 최해술(1998), 장상수, 김재욱(2000), 윤병섭(2001), 허남수, 윤병섭, 이기환(2002), 정진호, 윤병섭(2002), 오세경, 한경호(2002) 등의 연구가 있다.

2) 그밖에 Brav and Gompers(1997), 박수웅, 이기환, 남기풍(2000), 오세경, 한형호(2002) 등의 연구가 있다.

관련된 다양한 정보를 평가함으로써 성공 혹은 실패의 가능성을 타진한다. 투자대상으로 고려되는 벤처들은 벤처캐피탈로부터 투자를 받기 위해서 수주일 또는 수개월 간의 정밀기업실사(due diligence)와 벤처캐피탈의 투자심의위원회 등 내부 의사결정 절차를 거쳐야 한다.

많은 연구자들이 어떤 정보가 벤처캐피탈의 의사결정에서 중요한 위치를 부여받고 있는지를 연구해 왔다. 이들 문헌을 검토해보면 대개 벤처캐피탈들이 그들의 투자 의사결정의 기반으로 삼는 4개의 주된 범주가 제시되고 있음을 알 수 있다. 그 4개의 범주는 다음과 같이 요약될 수 있다. (1) 기업가/팀의 능력 (2) 제품/서비스의 우수성 (3) 시장/경쟁기업 현황 (4) 성공시의 잠재적 수익율(Wells, 1974 ; Poindexter, 1976 ; Tyebjee and Bruno, 1984 ; MacMillan, Zeman and Subba Narasimha, 1987 ; Robinson, 1987 ; Zacharakis and Meyer 1998, 2000). 비록 중요한 정보요인을 확인하는 것은 쉽지만, 벤처캐피탈리스트들이 이와 같은 정보를 실질적으로 어떻게 사용하는가를 평가하는 것은 보다 어렵다.

인지심리학(cognitive psychology)의 사회적 판단이론(SJT : Social Judgement Theory) (Brunswik, 1956)에서는 의사결정 과정에 대한 기초적 이해 방식을 제공한다. 사회적 판단이론의 가장 기본적인 가정은 의사결정자들이 “실제의” 정보(real information)를 획득할 수는 없지만, 대신 대리변수들(proximal cues)을 통해 그 정보를 지각할 수 있다는 것이다(Zacharakis and Meyer, 1998). 이러한 변수들은 어떤 사람의 판단과 판단에 사용되는 정보간의 관계를 계량적으로 설명해 준다(Stewart, 1988). 사회적 판단이론은 이러한 기준들이 어떻게 분해되고 재결합되어 의사결정 과정에 사용되는지를 설명하는 이론이다. 따라서 사회적 판단이론은 행동에 관해 밝혀진 이론(exposed theories)을 그대로 다루는 것이 아니라 의사결정에 활용 가능한 이론(theories in use)을 다룬다(Hitt and Tyler, 1991). 결국 사회적 판단이론에 의하면 인간의 판단은 현실의 모든 정보를 그대로 반영한 것이 아니라, 렌즈를 통해 투영된 변수만을 보고 이루어진다는 렌즈모형(lens model)에 의해 모형화 할 수 있다.

Ⅲ. 연구모형의 설계

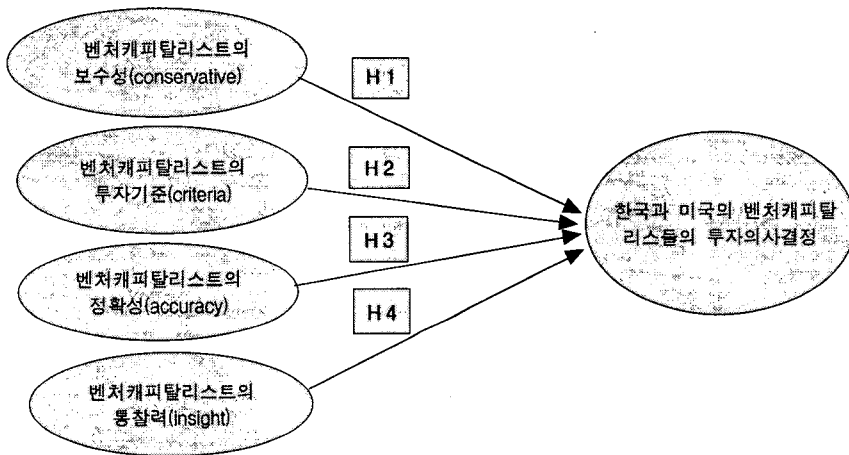
1. 연구모형 및 가설

이상에서 논의한 이론적 배경을 토대로 하여 본 연구는 [그림 1]과 같은 연구모형을

설정하였다.

본 연구에서는 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정의 보수성, 투자기준, 정확성 및 통찰력의 관점에서 한국과 미국의 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 모형을 비교하고자 하였다.

1) 연구 모형



[그림 1] 연구 모형

2) 가설 설정

(1) 한국과 미국의 벤처캐피탈 산업간의 차이

한국과 미국의 벤처캐피탈 산업간의 차이는 첫째, 구조적 차이(예를 들어서, 금융시장의 특성과 정부의 규제 여부), 둘째, 문화적 차이, 셋째, 산업의 역사를 통해 찾을 수 있다. 먼저 미국의 경우, 벤처캐피탈의 역사는 부호들의 가족벤처자금(wealthy family venture funds)을 활용한 벤처캐피탈 활동과 DEC(Digital Equipment Corporation)에 투자하여 크게 성공한 사례로 잘 알려진 ARD(American Research and Development)의 설립과 더불어 시작되었지만, 벤처캐피탈 산업이 본격적으로 발전하기 시작한 것은 1958년의 소기업투자회사법(Small Business Investment Corporation Act)과 1978년에 정부가 자본이득세를 감면하고자 하는 법적 조치를 취한 이후였다(Kennedy, 2000 ; Berlin, 1998). 아마도 가장 중요한 변화는 1979년의 연금기금(pension fund)의 벤처투자에 대한 규제를 완화한 것이었을 것이다(Kennedy, 2000 ; Berlin, 1998). 1979년의 이

조치 이후 벤처캐피탈로의 자금유입이 크게 증가했으며, 2001년에도 연금기금이 벤처캐피탈 총 투자액의 약 20%를 차지하고 있다(Venture Economisc, 2002).

한국에서는 1974년에 기술신용보증기금과 한국과학기술연구원(KIST) 등이 출자하여 설립한 한국기술진흥금융(KTAC)이 벤처캐피탈의 효시가 된다. 그러나, 그 역할이 한국과학기술연구원의 연구결과의 상업화 등에 한정되는 것과 같이 오늘날과 같은 의미의 벤처캐피탈로 역할은 부족했다. 1981년 이후 한국기술개발주식회사(KTDC, 현 KTB 네트워크) 등 정부 주도로 소수의 창업지원금융기관이 설립되었으나 주로 신기술 용자 기능 등에 치중하여 그 역할은 다소 제한되어 있었다.

한국 금융시장은 1970년대 개발경제 시절 이후 정부의 강력한 영향력과 그 지배력에 놓여있던 대출 은행의 역할이 매우 컸고, 자본시장을 통한 직접금융 관행이 미국처럼 발달하지 못했다는 사실은 널리 알려져 있다(Lee, 1998). 이런 관행이 과거 신기술창업 지원 부문에서도 유지되었다고 볼 수 있다. 그 와중에서도 1986년에 중소기업창업지원법이 제정된 이후 투자를 본연의 업무로 하는 벤처캐피탈이 설립되기 시작하였으나, 크게 활성화되지는 않았다. 그러나, 1999년 이후 코스닥시장(KOSDAQ)의 활황과 정부의 강력한 벤처기업 육성정책, 그리고 인터넷 비즈니스 열풍 등에 힘입어 투자 위주의 벤처캐피탈의 설립이 전례없이 증가했다.

정부의 정책은 투자 스타일에 영향을 미침으로써 벤처캐피탈 분야의 현재, 그리고 장기적인 생존가능성에 엄청난 영향을 줄 수 있다(Jeng and Well, 1997). 한국의 벤처캐피탈 산업은 1997년에 벤처기업육성에관한특별조치법이 제정되기 전까지는 규모가 작았다. 1997년에 연금 및 각종 기금 중 10% 이내에서 벤처기업과 그 제휴회사에 투자될 수 있도록 허가되었다. 벤처캐피탈 파트너십 펀드에 대한 외국인 투자에 대한 규제는 1998년 폐지되었다. 벤처기업육성에관한특별조치법에 명시되어 있듯이, 벤처 펀드에 대한 소득공제와 배당소득에 대한 분리과세, 자본이득에 대한 세액공제 등 각종 세제상의 혜택이 벤처 투자를 촉진하기 위해 확대되었다. 물론 정부의 이런 지원의 이면에서, 한국의 벤처캐피탈은 7년 미만의 소규모 회사에 그들의 자본금의 일부를 투자하고 중소기업청에 그들의 경영활동을 정기적으로 보고할 의무를 지는 등 몇 가지 규제를 피할 수는 없었다. 이런 면에서 정부의 정책은 벤처캐피탈에 대하여 우호적인 환경을 조성하기는 했지만, 한편으로는 자율적인 의사결정을 방해하고 보수적 태도를 고착화시키는데 어느정도 기여한 면도 있다고 할 수 있다.

요약하면, 한국에서의 벤처캐피탈 산업은 비교적 역사가 짧고 전반적인 금융 시스템이 은행 중심적이었으며, 최근 정부의 벤처기업 및 벤처캐피탈 육성정책이 있기 전까지

는 그 영업환경이 상당히 불리했다. 1997년 이후 전반적인 한국경제의 환경변화가 있었지만, 그 변화의 모든 영향력이 현실화되기까지는 시간이 꽤 걸릴 것이라고 본다. 즉, 한국의 벤처캐피탈은 아직까지는 벤처투자의 위험에 대한 태도에 있어서 미국의 경우보다 더욱 보수적이라는 가설을 설정할 수 있을 것이다.

가설 1(H1) : 한국의 벤처캐피탈리스트들은 그들의 의사결정에 있어 더욱 보수적(conservative)일 것이므로 미국의 벤처캐피탈리스트 보다 벤처투자를 거절할 가능성이 더 클 것이다.

미국과 한국의 문화적 배경은 크게 다르다. 일반적으로, 중국, 일본 및 한국과 같은 동아시아 국가출신의 사람들은, 미국인이나 북유럽인이 보다 미래지향적인 것에 비해, 좀더 과거지향적이다(Choi *et al*, 1999). 또한 미국의 문화는 보다 개인주의적이며 아시아의 문화는 보다 공동체적이다. 이러한 점으로 보아, 비공식적인 인간관계가 동아시아 공동체 사회에서 보다 높은 가치를 지닌다는 일반적인 견해를 받아들일 수 있다.

만약 한국의 벤처캐피탈리스트들이 미국의 벤처캐피탈리스트들보다 개인적 관계에 더욱 가치를 둔다면, 이는 그들이 투자결정 주변의 정보요인을 활용하는 방법에 영향을 미칠 수도 있다. 미국인들은 미래의 잠재성에 보다 중점을 두며, 이 때문에 시장의 잠재성을 보다 심도 있게 검토할 것이라고 생각할 수 있다. 따라서 이러한 문화적 특징들이 한국과 미국이라는 두 사회에서 어떻게 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 기준에 서로 다른 비중을 제공하는지에 대해 가설을 설정할 수 있을 것이다.

가설 2(H2) : 한국의 벤처캐피탈리스트는 의사결정의 기준(decision criteria)을 미국의 경우와는 다르게 사용할 것이다.

(2) 의사결정의 정확성

한국의 벤처캐피탈 산업은 미국에 비해 아직 성장초기 단계에 있다. 각국의 벤처캐피탈 산업의 역사와 경험은 승자(winners)와 패자(losers)를 예측하는 능력에 영향을 미칠 수도 있다. Shepherd, Zacharaskis and Baron(2002)은 경험이 축적될수록 의사결정의 결과를 개선시키는 속도는 증가되며, 경험이 적을수록 그 정도가 커진다는 사실을 발견했다. 전문성의 효과에 대한 많은 연구에 따르면 개인은 다양한 업무를 수행하면서 경험을 쌓아갈 때 올바른 의사결정을 내릴 수 있는 능력이 점점 향상된다는 사실을 알 수 있다. 경험이 많은 의사결정자는 보다 개념간의 상호관계 구조에 근거하여 의사결정의 기반이 되는 정보의 범주를 스스로 형성할 수 있다(Gobbo and Chi, 1986). 그러므로

경험이 보다 풍부한 미국의 벤처캐피탈리스트들이 벤처의 성공가능성에 대한 예측이라는 면에서 한국의 벤처캐피탈리스트보다 우수하다는 가설을 설정할 수 있을 것이다.

가설 3(H3) : 미국의 벤처캐피탈리스트는 한국의 벤처캐피탈리스트들 보다 벤처기업의 성공가능성에 대한 투자의사결정의 정확성(accuracy)이 높을 것이다.

개인의 풍부한 경험은 의사결정의 정확도를 높이는데 기여하지만, 가끔 의사결정 과정에 대한 자기관찰(introspection, 내관)의 능력, 즉 어떤 정보요인이 의사결정에 사용되는지를 명료하게 하는(articulate) 능력을 약화시키기도 한다. 벤처캐피탈리스트는 그들 자신의 의사결정 과정에 대한 내적으로 관찰하는 능력이 다소 미숙하다. 이에 대한 의미는 의사결정자가 경험을 쌓을수록, 그들의 의사결정 과정은 경험에 의해 더욱 자동화된다는 것이다(Logan, 1990). 다시 말하면 한 사람이 전문 지식을 쌓으면 쌓을수록 의사결정을 하는데 필요한 주변의 다수의 정보 요인들을 동시에 고려하는 데에는 소홀해진다. 많은 경험을 축적한 의사결정자는 자신의 과거 지식에 바탕을 둔 판단기준에 의존하는 성향을 보인다. 이 때문에 그들은 새로운 변수들을 인식하기 힘들게 한다(Tversky and Kahneman, 1974).

전문적인 벤처캐피탈리스트는 다양한 모든 변수들을 다함께 고려하여 평가하지 않고 직감(gut feeling)에 의존하는 것으로 알려져 있다(Zacharakis and Shepherd, 2001). 한국의 벤처캐피탈리스트는 미국의 벤처캐피탈리스트에 비해 경험이 부족하다고 할 수 있으므로, 그들은 자동적인 의사결정을 덜 수행하기 때문에 보다 다양한 변수들을 면밀히 종합적으로 고려하는 성향이 있다고 할 수 있다. 이와 같이 사물의 본질을 종합적으로 판단하는 성향을 통찰력(insight)이 있다고 정의한다면, 한국의 벤처캐피탈리스트는 미국의 벤처캐피탈리스트에 비해 그들의 투자결정 과정에 있어 보다 다양한 변수를 고려하여 종합적으로 판단하는 통찰력을 발휘하는 것으로 생각할 수 있다.

그러므로 한국 벤처캐피탈리스트는 미국 벤처캐피탈리스트에 비해 경험이 부족하므로 성공가능성 판단의 의사결정 정확도는 낮지만, 의사결정 과정을 위한 자기관찰의 능력은 높아서 다양한 변수들을 고려하여 종합적으로 판단하는 통찰력은 상대적으로 높을 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정할 수 있을 것이다.

가설 4(H4) : 한국의 벤처캐피탈리스트는 투자의사결정 과정에서 미국 벤처캐피탈리스트에 비해 다양한 변수들을 종합적으로 판단하는 통찰력(insight)이 높을 것이다.

위의 가설들은 한국과 미국의 벤처캐피탈리스트 사이의 투자의사결정의 차이점을 검

토하려는 목적에서 제시한 것들이다. 본 연구에서는 Zacharakis and Meyer(1998, 2000)의 의사결정 실험과 정책결정 방법(decision exercise and policy capturing method)을 원용하여, 투자의사결정의 여러 기준간의 차이점, 그리고 벤처캐피탈리스트가 지각하는 의사결정 과정과 실제의사결정 과정간의 차이점을 찾는다.

2. 연구 방법

본 연구에서는 한국과 미국의 벤처캐피탈리스트 간의 투자의사결정의 차이점을 검토하기 위해 한·미 양국의 벤처캐피탈리스트들을 대상으로 설문조사와 병행하여 인터뷰를 실시한다. 실험은 실험에 참가한 각 벤처캐피탈리스트들(본 연구의 경우 한국 50명, 미국 39명)은 설문지에 제시된 50개의 벤처기업들의 투자의사결정과 관련된 8가지 정보요인(information cues : 의사결정 변수)을 분석 평가하여, 이들 50개 벤처기업 각각에 대해서 투자의사결정의 관점에서 성공가능성을 평가한다. 그리고 본 실험에서 벤처캐피탈리스트가 각 벤처기업에 내린 성공가능성에 대한 판단과 각 해당기업의 실제 성과를 비교한다. 본 연구의 모형에서는 한 명의 벤처캐피탈리스트가 8개의 의사결정 변수를 사용하여 50개의 벤처기업의 성공가능성을 예상 및 판단하도록 한다. 회귀모형의 독립변수들은 이 8개의 의사결정변수로 주어지며, 종속변수는 벤처캐피탈리스트들이 평가한 각 벤처기업에 대한 성공가능성이다.

투자의사결정의 정책을 분석하기 위해서 벤처캐피탈리스트의 의사결정 기준을 일반적인 8가지의 구성요소로 분해한다. 실험에 참가한 벤처캐피탈리스트들은 각각의 잠재적인 벤처 투자안의 기준별 속성에 대하여 몇 가지 평가정보를 제시받는다. 실험에서는 참가자들이 각각의 벤처의 성공가능성을 마치 실제의 투자의사결정을 내리는 상황인 것처럼 판정할 것을 요구받는다. 본 연구에는 이들 성공가능성에 대한 벤처캐피탈리스트들의 평가결과를 회귀분석과 ANOVA를 통해 분석함으로써 한국과 미국의 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정의 차이점을 검증한다.

3. 표 본

설문은 한국과 미국에서 벤처캐피탈리스트들을 대상으로 우편을 통해 설문을 수집하거나 방문을 통해 직접 설문을 받았다. 한국 표본은 2001년 11월부터 2002년 1월까지 한국벤처캐피탈협회에 가입된 102개 회원사 및 가입되지 않은 1개사에 근무하는 대표 심사역들을 대상으로 2차에 걸쳐 150부의 설문지를 우편 발송한 후, 우편 회수 또는 직접

방문 회수하여 총 53부의 응답을 회수했다. 미국 표본은 1995년과 1999년 2차에 걸쳐 미국 벤처캐피탈리스트들을 대상으로 편지를 발송하고 약속을 한 후 직접 방문하여 그들이 직접 노트북 PC에 설문지를 완성하게 하여 총 39부의 설문문을 수집했다.

이와 같은 방법으로 한국과 미국에서 각각 2차례의 조사에 의해 한국 53명, 미국 39명, 총 92명으로부터 설문문을 회수하였으나 한국 설문 중에서는 데이터가 의문시되는 3명의 표본은 제외하였다. 따라서 한국 50개, 미국 39개, 총 89개의 표본으로 구성하였다.

또한, 본 연구는 설문조사의 한계점을 보완하기 위해 설문조사와 병행하여 2002년 1월부터 6월까지 한국과 미국에서 한·미 각 4명씩, 총 8명의 벤처캐피탈리스트들과 인터뷰를 실시하였다.

4. 실험절차 및 변수

본 연구에서 사용한 실험은 Zacharakis와 그의 동료 교수들에 의해 사용되었던 방식을 원용했다. 따라서 본 연구에서 사용한 변수 및 실험도구는 이미 기존 연구에서 검증된 2차 도구를 사용하였다(Zacharakis and Meyer, 1998, 2000).

실험을 위해서는 다음과 같은 두 단계의 과정이 필요하다. 첫째, 투자의사결정에 유용성이 있다고 판단되는 정보요인의 확인이 필요하다. 둘째, 벤처캐피탈리스트들이 판단할 수 있게 하는 의사결정 사례(decision case)의 수집과정이 필요하다. 너무 많은 정보요인은 변수상호 간에 관련성으로 인해 다중공선성의 문제로 정책결정에 문제가 제기될 수 있다(Stewart, 1988). 뿐만 아니라 실험시나리오(scenarios : 본 연구의 경우 실험대상 기업)가 많으면 의사결정 정책판단의 타당성을 높일 수 있다. 그러나 너무 많은 시나리오는 벤처캐피탈리스트가 평가에 실증을 내게되고 참가자수를 줄일 수 있게 한다(Zacharakis and Meyer, 2000).

따라서 본 연구에서는 8개의 정보요인과 50개의 실험 벤처기업을 대상으로 하였다. 총 89명의 각 벤처캐피탈리스트들은 50개의 잠재적인 벤처기업들에 대하여 8개의 정보요인을 관찰하고 그 성공가능성을 평가하게 된다. 외부적 타당성을 높여줌과 동시에 다중공선성의 문제를 줄이기 위해 실제 벤처기업 사례(case)와 통계적으로 생성한 벤처기업 사례를 결합하였다(Stewart, 1988, 1991 ; Zacharakis and Meyer, 2000). 본 연구의 50개 기업 중에서 20개 기업은 실제 미국 벤처기업이며, 30개 기업은 PC소프트웨어 팩키지(Stewart, 1991)에 의해 무작위로 생성한 것이다. 생성한 가상의 기업은 MANOVA 분석을 실시한 결과 실제기업과 통계적으로 동일한 모집단으로부터 생성되었음을 입증하였다(Zacharakis and Meyer, 2000).

이를 위해, 벤처캐피탈리스트들은 각 잠재적 벤처기업들의 성공여부를 7점의 Likert 척도를 기준으로 평가할 것을 요구한다. 성공 여부에 관한 벤처캐피탈리스트의 답변은 5~7점(성공할 가능성이 높음), 4점(불확실하거나 잘 모름), 1~3점(실패할 가능성이 높음)으로 나뉜다. 이 실험에서 벤처캐피탈리스트가 내린 성공가능성에 대한 판단과 대상기업의 실제결과를 비교하였다. 이에 의거하여 적중률(hit rate) - 벤처기업의 실제결과와 비교하여 벤처캐피탈리스트들이 정확한 의사결정을 한 비율 - 을 계산했다. 적중률을 평가하기 위해서 50개 대상기업 중에서 측정 가능한 성과지표를 얻을 수 있는 20개의 실제기업을 대상으로 검증하였다. 실제 20개 기업 중 70%는 투자수익률(ROI) 15% 이상을 달성했으며, 30%는 ROI 15% 미만 혹은 부(-)의 투자수익률을 나타냈다. 따라서 ROI 15%를 기준으로 하여 15% 이상이면 성공기업으로, 15% 미만이면 실패기업으로 보고 적중률을 계산하였다.

본 연구의 모형에서는 한 명의 벤처캐피탈리스트가 8개의 의사결정 변수를 사용하여 50개의 벤처기업의 성공가능성을 예상 및 판단하도록 한다. 한국과 미국 총 89명의 벤처캐피탈리스트들이 50개 기업을 평가하므로 분석에 사용된 사례(case)는 총 4450개이다³⁾. 회귀모형의 독립변수들은 이 8개의 의사결정변수로 주어지며, 종속변수는 해당기업의 성공가능성이다. 이에 따라 회귀식은 다음과 같이 표현된다.

$$\begin{aligned}
 Y = & \alpha + \beta_1(\text{기업가의 시장 정통성}) + \beta_2(\text{기업가의 리더십 능력}) \\
 & + \beta_3(\text{기업가의 과거 창업 경험}) + \beta_4(\text{상품의 소유권 보호}) \\
 & + \beta_5(\text{시장 규모}) + \beta_6(\text{시장 성장성}) + \beta_7(\text{경쟁자의 수}) \\
 & + \beta_8(\text{경쟁의 강도})
 \end{aligned}$$

위의 회귀모형은 한국 벤처캐피탈리스트 50명, 미국 벤처캐피탈리스트 39명이 50개 대상기업을 평가하였으므로 분석에서 사용된 회귀모형은 총 89개이다.

회귀분석은 벤처캐피탈리스트의 실제적 의사결정에 관한 분석을 가능하게 한다. 이에 덧붙여서 본 연구에서는 각각의 벤처캐피탈리스트로 하여금 8개의 투자의사결정 변수에 대하여 중요도를 백분율 가중치로 표현해 달라고 요청했다. 이러한 과정은 벤처캐피탈리스트의 의사결정 과정이 사전적으로(a priori) 어떤 변수를 중시하면서 이루어지는

3) 총 89명의 벤처캐피탈리스트들이 50개 벤처기업 각각에 대하여 분석하게 됨으로 총 사례의 수는 4450개이다. 이 중 25개 사례는 일부 데이터의 누락으로 제외하여 총 4425 사례를 분석 하였다.

가, 그리고 실제의 의사결정이 그와는 어떤 식으로 다르게 이루어지는지를 판단할 수 있게 한다.

IV. 분석결과 및 토론

1. 분석 결과

1) 상관관계 분석

변수들의 상관관계는 <표 1>에서 보는 바와 같이 모든 독립변수들 간의 상관계수가 0.4 미만으로 나타나 다중공선성(multicollinearity)의 문제는 거의 없는 것으로 볼 수 있다. 분석결과 시장 정통성, 리더십 능력, 창업 경험, 소유권 보호, 시장 규모 및 시장 성장성은 종속변수인 성공가능성과 유의한 정(+)의 관계로 나타났으며, 경쟁자의 수와 경쟁의 강도는 성공가능성과 유의한 부(-)의 결과를 나타내어 예상과 일치하였다.

<표 1> 변수간의 상관계수

변수	성공가능성	시장정통성	리더십능력	창업경험	소유권보호	시장규모	시장성장성	경쟁자수	경쟁의강도
성공가능성	1.000								
시장정통성	.246***	1.000							
리더십능력	.190***	.145***	1.000						
창업경험	.106***	.054***	.074***	1.000					
소유권보호	.133***	.174***	-.245***	.029*	1.000C				
시장규모	.228***	.128***	-.044***	.254***	.043***	1.000			
시장성장성	.140***	.080***	.078***	.163***	-.032**	.327***	1.000		
경쟁자수	-.241***	-.146***	-.004	.141***	-.105***	.091***	.326***	1.000	
경쟁의강도	-.274***	-.078***	-.186***	-.124***	.164***	-.107***	.106***	.227***	1.000

1. 사례의 수(n) : 4425

2. *** : 1% 수준에서 유의함, ** : 5% 수준에서 유의함, * : 10% 수준에서 유의함.

2) 가설 검증

(1) 가설 1의 검증결과

한국의 벤처캐피탈리스트들이 성공가능성에 대한 예측 면에서 미국의 벤처캐피탈리스트들 보다 보수적인지에 대한 가설 1의 검증결과는 <표 2>와 같다.

<표 2> 한·미 벤처캐피탈들의 투자의사결정의 보수성(conservative) 비교

T-검 증						
집 단 (group)	사례의 수 (case)	평 균 (mean)	표준편차 (sd)	F 값 (F-value)	t 값 (t-value)	유의수준 (sig)
미 국	1929	3.96	1.66	168.692	0.417	0.667
한 국	2496	3.98	1.34			

(2) 가설 2의 검증결과

한국과 미국의 벤처캐피탈리스트들 간의 투자기준을 비교한 가설 2에 대한 검증결과는 <표 3>과 같이 나타났다. 먼저, 벤처캐피탈리스트의 실제 의사결정(actual decision policy : ADP)을 비교하기 위한 회귀분석의 결과는 <표 3> (a)와 같다.

<표 3> 한·미 벤처캐피탈리스트들의 투자의사 결정기준(decision criteria) 비교

(a) 실제 의사결정(ADP)에 대한 한·미 벤처캐피탈리스트들 간의 비교

변 수 (variable)	미국 VCs (39VCs)			한국 VCs (50VCs)			두 국가간의 T-검증결과 (t-test)
	평 균 (mean)	표준오차 (SE)	순 위 (rank)	평 균 (mean)	표준오차 (SE)	순 위 (rank)	
창업자/팀							
시장 정통성	.1618	.0230	5	.1652	.0157	6	0.092
리더십 능력	.1263	.0397	7	.1888	.0266	4	1.444
창업 경험	.0656	.1309	8	.0291	.0905	8	-3.239***
제 품							
소유권 보호	.1410	.1237	6	.2150	.0849	2	1.812*
시 장							
시장 규모	.1739	.0003	4	.1365	.0002	7	-0.955
시장 성장성	.1819	.0069	3	.1795	.0047	5	-0.061
경쟁자 수	.2477	.0513	1	.1910	.0359	3	1.901*
경쟁의 강도	.2280	.0965	2	.3301	.0825	1	-2.117**

1. *** : 1% 수준에서 유의함, ** : 5% 수준에서 유의함, * : 10% 수준에서 유의함.
2. 경쟁자의 수와 경쟁의 강도는 실제부호는 부(-)이나 순위부역을 위해 절대치로 표시함.

또한, 이 실제의 의사결정 결과와 함께 벤처캐피탈리스트들이 8개의 투자의사결정 변수에 대하여 사전에 중요하다고 진술한 의사결정(stated decision policy : SDP)과 비교하였다. 한·미 벤처캐피탈리스트들이 투자의사결정 기준으로 백분율 가중치를 진술한 결과는 <표 3> (b)와 같다.

<표 3> 한·미 벤처캐피탈리스트들의 투자 의사 결정 기준(decision criteria) 비교
 (b) 진술한 의사결정(SDP)에 대한 한·미 벤처캐피탈리스트들 간의 비교

변수 (variable)	미국 VCs (39VCs)			한국 VCs (50VCs)			두 국가간의 T-검증결과 (t-test)
	평균 (mean)	표준편차 (SD)	순위 (rank)	평균 (mean)	표준편차 (SD)	순위 (rank)	
창업자/팀							
시장 정통성	13.9474	6.9163	3	12.58	6.8246	4	-0.924
리더십 능력	16.2895	8.5009	1	16.82	11.5576	1	0.238
창업 경험	9.9474	6.5096	7	5.64	4.0276	8	-3.761***
제품							
소유권 보호	10.7105	6.8058	5	10.94	6.9793	6	0.155
시장							
시장 규모	13.9737	6.5903	2	16.02	6.8705	3	1.416
시장 성장성	13.0526	5.7935	4	16.56	5.4741	2	2.881***
경쟁자 수	8.8421	3.8381	8	9.40	4.8149	7	-4.083***
경쟁의 강도	10.6053	5.2171	6	12.12	6.0191	5	-0.257

1. *** : 1% 수준에서 유의함, ** : 5% 수준에서 유의함, * : 10% 수준에서 유의함.
2. 경쟁자의 수와 경쟁의 강도는 실제부호는 부(-)이나 순위부여를 위해 절대치로 표시함.

(3) 가설 3의 검증결과

미국의 벤처캐피탈리스트들이 한국의 벤처캐피탈리스트들 보다 정확한 투자 의사결정을 하는지를 검증하기 위해서는 실제기업을 대상으로 파악하여야 한다. 따라서 89명의 벤처캐피탈리스트들이 20개 실제기업을 평가하여 총 1780개 사례를 분석하였다. 한·미 벤처캐피탈리스트의 투자 의사결정의 정확성을 검증하기 위한 가설 3에 대한 검증한 결과는 <표 4>와 같다.

<표 4> 한·미 벤처캐피탈의 투자 의사결정의 정확성(accuracy) 비교

T-검 증						
집 단 (Group)	사례의 수 (Case)	평균 (Mean)	표준편차 (SD)	F값 (F-Value)	t 값 (T-value)	유의수준 (Sig.)
한 국	1000	0.385	0.49	12.330	-1.843	0.065
미 국	780	0.428	0.50			

각 벤처캐피탈리스트들이 7점의 Likert 척도로 각 기업들의 성공가능성 여부를 평가한 결과에서 5점 이상을 부여하였다면 성공가능 하다고 평가한 것으로 보았다. 이와 같

이하에 벤처캐피탈리스트가 내린 성공가능성에 대한 판단과, 대상기업의 실제 성과를 비교하였다. 대상기업의 성공기준은 실제 투자수익률(ROI)이 15% 이상이면 성공한 기업으로 보았다. 이와 같은 방법에 의해 성공가능성 예측의 적중률(hit rate) - 벤처기업의 실제결과와 비교함으로써 정확한 의사결정을 한 비율 - 을 계산했다.

(4) 가설 4의 검증결과

마지막으로, 실제 의사결정과 진술한 의사결정 과정간의 비교를 통하여 한국과 미국의 벤처캐피탈리스트의 통찰력을 비교하였다. 이를 위해 한국과 미국 총 89명의 벤처캐피탈리스트들이 50개 기업에 대하여 제시한 실제 의사결정(ADP)과 진술한 의사결정(SDP) 각각에 대한 결정계수 r^2 의 중위수 및 설명된 분산의 변화를 계산하였다⁴⁾. 여기서 ADP와 SDP간의 차이가 크면 통찰력이 낮은 것으로 해석된다. 이를 위해 설명된 분산의 변화를 한국과 미국의 벤처캐피탈리스트 간에 비교하였다. 이와 같은 방법에 의해 벤처캐피탈리스트의 통찰력에 대한 가설 4의 검증결과는 <표 5>와 같다.

<표 5> 한·미 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정에 관한 통찰력(insight) 비교

미국 VCs (39VCs)			한국 VCs (50VCs)		
ADP에 대한 r^2 중위수 (Median r^2 for ADP (A))	SDP에 대한 r^2 중위수 (Median r^2 for SDP (B))	설명된 분산의 변화(Change in explained variance) (A - B)	ADP에 대한 r^2 중위수 (Median r^2 for ADP (A))	SDP에 대한 r^2 중위수 (Median r^2 for SDP (B))	설명된 분산의 변화(Change in explained variance) (A - B)
.6072	.3785	.2287	.5432	.3120	.2312

2. 검증결과의 해석 및 토론

본 연구의 결과는 한국의 벤처캐피탈리스트들이 예측에 있어 아주 정확하지는 않지만 투자의사결정 과정에서 기대했던 것 이상으로 미국의 벤처캐피탈리스트와 유사함을 시사한다. 한국의 벤처캐피탈리스트는 미국의 벤처캐피탈리스트에 비해 보수적이라고 할 수 없으며 또한 벤처기업의 성공가능성을 평가할 때 시장의 경쟁상황에 초점을 두는

4) 먼저, 각 변수의 값에 대하여 표준화 [(실제값 - 평균) / 표준편차] 하여 ADP와 SDP를 계산하고, 이 ADP 및 SDP와 각 벤처캐피탈리스트들의 각 기업에 대한 실제의사결정(1점에서 7점 사이) 간의 상관계수 r 을 구하고 이를 제곱하여 결정계수 r^2 를 계산하였다. 다음으로 이와 같이 계산한 r^2 의 중위수와 설명된 분산의 변화를 계산하여 한·미 두 집단간에 비교한다. 따라서 ADP와 SDP 간의 차이가 클수록 직감에 의해 자동적으로 평가하는 것으로 해석된다.

것으로 나타났다. 단지 양국의 차이점이라면 시장 성장성과 시장 규모, 소유권보호의 중요성 항목에서 나타났다. 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

<표 2>에서 보는 바와 같이 한국의 벤처캐피탈리스트들이 성공가능성에 대한 예측에서 미국의 벤처캐피탈리스트보다 보수적이라는 가설 1은 채택할 수 없었다($p = .667$). 모든 사례에서, 미국 벤처캐피탈리스트들이 평균 근처에 더 큰 표준편차를 가졌지만, 미국 벤처캐피탈리스트 응답의 평균치는 3.96이었고, 한국 벤처캐피탈리스트의 평균치는 3.98이었다.

한국의 벤처캐피탈리스트와 미국의 벤처캐피탈리스트가 서로 다른 투자의사결정 기준을 지니고 있다는 가설 2는 근거가 있는 것으로 나타났다. 한국과 미국 모두 경쟁력은 매우 중요한 기준으로 나타났다. 그러나 미국의 벤처캐피탈리스트는 투자의사결정에서 '시장'이라는 범주에 초점을 맞추었다(<표 3> (a) 참조). 경쟁자의 수, 경쟁의 강도, 시장 성장성 및 시장규모가 상위 4개의 기준으로 나타났다.

한국의 벤처캐피탈리스트는 경쟁에 관한 기준은 역시 중요시하였지만, 시장성장성이나 시장규모 등은 미국의 벤처캐피탈리스트보다 소홀히 다룬다. 반면에 한국의 벤처캐피탈리스트는 미국 벤처캐피탈리스트보다 상품의 소유권보호를 더 중요한 위치에 두는 것으로 나타났다. 그리고 투자의사결정 기준에서 창업 경험, 경쟁자의 수, 소유권 보호의 정도 및 경쟁의 강도는 한국 벤처캐피탈리스트와 미국 벤처캐피탈리스트간에 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다.

미국의 벤처캐피탈리스트들이 그 오랜 역사와 경험의 도움을 얻어 한국의 벤처캐피탈리스트보다 정확한 예측을 한다고 보는 가설 3은 근거가 있는 것으로 나타났다. 본 가상적 의사결정 실험에서 한국의 벤처캐피탈리스트가 38.5%의 정확도를 보인 반면 미국의 벤처캐피탈리스트는 42.8%의 정확도를 보였다($p = .065$)(<표 4>참조). 마지막으로 가설 4는 한국의 벤처캐피탈리스트가 미국의 벤처캐피탈리스트보다 뛰어난 통찰력을 지녔는지에 대한 여부를 검토한 것이다(<표 5> 참조). <표 5>에서 보는 바와 같이 한국과 미국간에 설명된 분산의 변화에 있어 거의 차이가 없게 나타나 한국과 미국의 벤처캐피탈은 투자의사결정에 있어 직감에 의하기 보다 다양한 변수들을 종합적으로 판단하는 통찰력을 지닌 것으로 나타났다. 따라서 가설 4는 채택할 수 없었다.

본 연구는 투자의사결정에서 한국과 미국의 벤처캐피탈리스트간의 차이점을 검증한다. 비록 한국의 벤처캐피탈 산업이 비교적 역사가 짧은 하지만, 그들은 기대 이상으로 미국의 벤처캐피탈리스트와 유사하였다. 예를 들어, 우리는 상대적으로 미숙한 경험, 은행 중심의 경제 구조(주식시장을 중심으로 하는 시장에 비해), 그리고 최근에는 비록 완

화됐지만 비교적 강력한 정부 규제에 처한 환경 등으로 인해 한국의 벤처캐피탈들이 신생 벤처에 대한 평가에서 상대적으로 보수적인 성향을 보일 것으로 예상했었다. 그러나 한국의 벤처캐피탈들이 벤처의 성공가능성을 예측함에 있어 미국의 벤처캐피탈과 유사한 성향을 보인다는 사실을 발견하게 되었다. 여기에는 다양한 설명이 가능하다. 먼저, 정부가 벤처투자에 대하여 세제혜택 등 각종 정책적 지원을 아끼지 않은 결과 벤처투자의 위험이 크게 감소했다는 점을 들 수 있다. 이는 1958년 투자자금에 대한 정부의 보증을 제공한 미국의 SBIC(Small Business Investment Funds)가 신생 벤처의 출현과 투자를 촉진했던 것과 유사하다(Bygrave, W. and Timmons, 1992).

양국 사이에 위험에 대한 태도가 유사한데 대한 두 번째 설명은 많은 한국의 벤처캐피탈리스트들이 미국의 경영대학원 등에서 교육을 받거나, 미국의 벤처캐피탈의 실무적 관행을 폭넓게 접할 수 있었다는 것이다. 한국의 벤처캐피탈리스트와 행한 인터뷰의 결과 그들은 자신의 업무와 관련하여 미국에서 출간된 도서와 논문을 폭넓게 활용하는 것으로 나타났다. 또한 그들은 국내의 한국벤처캐피탈협회(KVCA)나 다른 기관에서 제공되는 교육 프로그램들이 미국에서 교육받은 강사(그들 중 다수는 미국 은행이나 벤처캐피탈 회사에서의 경력 또한 갖고 있다)들을 사용한다고 말했다. 그렇다면 한국과 미국의 벤처캐피탈리스트들이 그들의 공식적 결정 방법에 있어 결정 기준을 유사하게 사용한다는 것은 놀라운 사실이 아니다(<표 3> (b) 참조). 이러한 유사점들은 비록 실무에서는 그들이 의사결정과정에 있어 구체적인 활용기준 상의 차이가 있다 하더라도 미국과 한국의 벤처캐피탈리스트들이 실제적으로는 매우 유사한 철학을 가지고 있다는 것을 제시한다.

또한 양국의 벤처캐피탈리스트들이 현실적으로 어떻게 정보와 실제적 의사결정 방법을 사용하는지를 조사하였다(가설 2). 앞에서 논의했듯이, 두 그룹에서 경쟁력 변수는 매우 중요한 것으로 나타났다. 그러나 미국의 벤처캐피탈리스트가 시장규모와 성장성을 중요하게 고려하는 것에 비해 한국의 벤처캐피탈리스트는 소유권 보호에 중점을 두었다. 이는 벤처캐피탈리스트들이 투자하는 국내 산업의 절대 규모 자체가 차이가 나고 있다는데 기인한다고 생각한다. 예를 들어, 대부분의 새로운 미국 회사들은 미국 시장 내에서 규모가 크고 성장중인 하이테크 산업을 대상으로 한다. 한국의 신생 벤처들이 절대적 시장규모의 확보를 위해 국제시장을 즉각적으로 탐색해야 하는 것과 달리 미국의 벤처들은 큰 규모의 국내시장이 존재함으로 인해 국제시장을 곧바로 고려할 필요가 없다. 이와 같은 점에서 한국의 벤처캐피탈리스트들은 미국 벤처캐피탈리스트들에 비해 시장규모와 성장성에 대해 심각하게 고려하지 않는다. 한국의 벤처캐피탈리스트들은 제품의

경쟁적 지위가 소규모의 한국 시장에서 얼마나 공고히 유지될 것인가에 대한 문제와 소유권 보호가 제품의 해외시장 진출을 어떻게 허용해 줄 수 있을 것인가에 더 관심이 많다고 볼 수 있다.

비록 미국의 벤처캐피탈리스트가 더 정확한 예측률을 보이고 있기는 하지만, 사전적인 투자의사결정 변수 구조의 유사성(<표 3> (b) 참조)은 한국의 벤처캐피탈리스트들이 미국의 실무와 철학을 빠르게 습득해 왔다는 것을 보여준다. Shepherd, Zacharakis and Baron(2002)은 벤처캐피탈리스트의 초기에는 보다 많은 경험이 투자의사결정의 예측력을 더 강화하지만, 경험이 쌓일수록 그 예측력 강화의 정도는 떨어진다는 사실을 발견했다. 약 13년의 경험을 대상으로 분석했을 때, 경험의 영향력은 시간이 흐를수록 저하하는 것으로 밝혀졌다. 앞에서 논의한 바와 같이, 한국의 벤처캐피탈 산업은 1997년에 와서야 제대로 된 모습을 갖추어 등장하였고 이는 비교적 짧은 역사이다. 그러나 한국 벤처캐피탈리스트의 업무능력은 미국의 그것에 점점 수렴해 간다고 예측할 수 있다.

한국의 벤처캐피탈리스트들은 그들의 투자의사결정에서 여러 변수들에 대한 체계적 평가에 의하기보다는 직감(gut feeling)에 의존하는 단계에 이미 와 있을 수도 있다(가설 4). 한국 벤처캐피탈리스트와의 인터뷰를 한 결과, 투자의 성공을 위해 가장 중요하게 요구되는 능력은 여러 변수를 종합적으로 판단하는 통찰력이며, 이는 수년간의 다양한 사회경험과 개인적 학습에 의해 형성되는 것이라고 말했다. 인터뷰에 응한 한국과 미국의 벤처캐피탈이 일반적으로 벤처캐피탈리스트를 양성할 때 도제식 전수의 역할을 강조하지만, 최종적인 결정 기준은 경험이 많은 벤처캐피탈리스트에게서 발견할 수 있는, 전수 받을 수 없는 일종의 개인적인 통찰력에 기초한다. 이는 벤처캐피탈리스트들이 진술한 투자결정기준과 실제로 사용하는 투자결정기준간의 일반적 차이를 야기시킬 수 있음을 뜻하며, 어째서 한국 벤처캐피탈리스트들의 통찰력이 경험이 더 많은 미국 벤처캐피탈리스트들보다 좋지 못한가에 대한 설명을 가능하게 한다.

V. 결 론

본 연구의 실험은 한국과 미국의 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 방식을 명확히 비교해 줌과 동시에, 벤처캐피탈리스트들이 받아들이는 변수들을 통제할 수 있도록 해 준다는 이점이 있다. 그러나, 여기에는 몇 가지 한계가 있다. 대부분의 실험에서 그러하듯이 단순화가 그 한계 중의 하나이다. 의사결정 실험에서 사용된 변수들은 현실을 완전하게 반영하지 못한다. 이러한 '서면상의 실험'들은 렌즈 모형 실험(Brehmer and Brehmer,

1988 ; Strong, 1992)의 외부적 타당성에 영향을 미친다. 연구자들은 비록 이러한 실험들이 한계가 있다고 비판해왔지만, Brown(1972)은 이런 방식으로 이루어진 실험들이 현실적 결정의 중요한 특성을 잘 반영한다는 사실을 밝혔다.

실험은 또한 벤처캐피탈리스트들이 제시된 변수에만 의존해 결정을 할 수밖에 없도록 한다. 현실적으로 벤처캐피탈리스트들은 (1) 다양한 가능한 정보 변수에 접근하여 (2) 선택된 변수의 속성을 명확히 밝히고 변수의 내용을 정확히 평가하기 위해 정밀실사 (due diligence)나 다른 방법들을 사용한다. 본 실험에서는 예를 들면 참가자들에게 경쟁의 강도를 5단계로 구분하여 제시했다. 그러나 이와 같이 경쟁의 강도(혹은 다른 변수들)를 측정하기 위해 매겨진 수치는 벤처캐피탈리스트들이 실제로 매기는 수치와 다를 가능성이 있다. 더욱이 참가한 벤처캐피탈리스트들은 정보 변수의 속성에 대해 서로 다른 해석을 내릴 수도 있다. 예를 들어서 벤처기업이 제시한 사업계획서를 평가하면서 경쟁이라는 요소를 고려할 때, (1) 수많은 경쟁자들이 존재하거나 (2) 경쟁자 중 몇이 아주 거대하거나 (3) 경쟁자들이 새로운 참여자에 대해 심하게 보복한다고 알려져 있거나 여타의 다양한 상황을 고려할 수 있다. 그들이 경쟁을 중요한 요소로 생각하는 이유는 이런 다양한 상황이 그들의 뇌리에 개입되어 있기 때문일 수도 있다. 우리의 실험이 제시하는 일률적인 정보변수들은 벤처캐피탈리스트의 주관적인 해석을 방해할 수 있으며, 때로는 이들 변수의 속성에 대해 구조적으로 과대평가하거나 과소평가할 수도 있다. 그러나 이렇게 통제된 환경에서 정보변수를 분석하는 것이 정보가 무분별하게 유입되는 상황이나 불규칙성이 많은 현실 상황보다 의사결정 과정의 특징을 더 잘 포착할 수 있다고 본다.

벤처기업의 적절한 투자 의사결정을 위한 벤처캐피탈리스트의 투자 의사결정 모형에 대한 연구는 벤처산업의 활성화와 국민 경제적인 효과를 고려할 때 기대효과가 매우 크다고 할 수 있다. 따라서 본 연구는 한국과 미국의 벤처캐피탈리스트들의 투자 의사결정에 대하여 실증적으로 비교 분석함으로써 한·미 벤처캐피탈리스트들의 투자 의사결정에 기여할 수 있을 것으로 기대된다. 특히, 벤처캐피탈의 지원을 받은 기업은 벤처캐피탈의 지원을 받지 않은 기업들에 비하여 생존가능성이 높다는 기존의 연구결과에도 불구하고, 벤처캐피탈의 지원을 받은 벤처기업이 여전히 적정한 수익을 발생하지 못하는 벤처기업이 있다는 점을 볼 때, 벤처캐피탈의 투자결정을 위한 투자 의사결정 모형 연구는 매우 시사하는 바가 크다고 할 수 있다. 또한, 국내에서는 벤처산업의 성장과 더불어 여러 벤처캐피탈이 설립되어 투자대상 벤처기업의 가치를 평가하고 있으나 아직 벤처캐피탈리

스트의 투자의사결정 모형에 대한 체계적인 연구가 거의 없는 실정에서 벤처캐피탈 뿐만 아니라 투자은행, 벤처기업 등의 벤처기업 투자의사결정에 대한 시사해주는 바가 크다고 할 수 있다. 이상과 같은 점을 고려하면 본 연구 결과는 벤처캐피탈 뿐만 아니라 벤처기업에 투자를 고려하는 벤처투자 금융기관, 벤처투자 산업체, 벤처기업 개인투자가 및 벤처기업들의 벤처투자와 관련한 의사결정에 매우 유용한 정보로 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

한국의 벤처캐피탈 산업은 급속히 성장해 왔다. 과거 한 때 대출이 주를 이루었던 벤처기업 자금조달은 지분투자자로 급속히 전환했다. 벤처캐피탈로 부터 투자를 받은 기업 중 80% 정도가 창업 이후 3년 미만의 기업으로 구성되어 있으며, 이는 벤처캐피탈이 혁신적인 창업기업들을 지원하고 있다는 사실을 보여준다(KVCA, 2002). 이들 기업의 상당수가 기업공개에의 절차를 밟고 있다. 1998년 이후 코스닥에 등록된 기업들을 살펴보면 그들에 대한 주요 투자자들이 벤처캐피탈리스트임을 알 수 있다(KVCA, 2002). 그리고 이러한 추세는 점점 강화되고 있다.

한국과 미국의 벤처캐피탈은 역사적, 문화적, 정책적 배경의 차이로 인하여 투자의사결정 방식에서 차이를 보일 것이라고 예상했던 일반적인 추측과는 달리, 본 연구를 통해서 양국의 벤처캐피탈은 의사결정 변수의 비중 면에서 다소의 차이가 있을 뿐, 많은 경우 상당한 유사성을 보이고 있음을 알 수 있었다. 그리고 한국의 벤처캐피탈은 그 짧은 역사에도 불구하고 경험이 축적되면서 향후 미국 벤처캐피탈의 방식을 점차 학습하여 두 나라간의 투자의사결정에 관한 지식은 점점 수렴할 것으로 예상된다.

본 연구와 관련하여 향후 예상되는 연구는 다음과 같다. 첫째, 본 연구에서 사용하지 않은 지배구조(예, 경영자의 지분), 재무특성(예, 자기자본비율, 기대 ROI 및 유동성), 기타 다른 투자의사결정에 영향을 줄 수 있는 특성변수를 사용한 모형으로 연구할 수 있을 것이다. 둘째, 투자의사결정에서 벤처캐피탈리스트들이 자신이 내린 평가에 대한 신뢰성(confidence)의 관점에서 연구할 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- 김동환, 정근오, “DCF와 ROV에 의한 벤처기업의 가치평가”, 5개 학회 춘계공동학술 연구발표회 발표논문집, 제2권, (2002), 539-559.
- 남명수, “모험자본이 지원한 기업의 성과분석”, 기술과 벤처, 한국기술개발(주), (1993), 27-38.
- 박수용, 이기환, 남기풍, “IPO 시장에서 벤처캐피탈리스트의 조기업적과시 현상에 대한 분석”, 한국재무학회 발표논문집, (2000), 333-358.
- 반성식, “한국 벤처캐피탈의 벤처기업가치 평가에 관한 연구”, 진주산업대학교 논문집, 제39집, (2000), 233-252.
- 오세경, 한경호, “IPO 벤처기업의 지원기관 성격에 따른 장·단기성과 연구”, 재무관리학회 추계학술대회 발표논문집, (2002), 145-183.
- 윤병섭, “벤처캐피탈의 보증역할과 벤처기업 최초공모주의 성과분석”, 경남대학교 박사 학위논문, 2001.
- 이기환, 임병균, 최해술, “벤처기업 IPO의 장·단기 성과와 벤처캐피탈리스트의 역할”, 증권·금융연구, 제4권 제1호, 서울대학교 경영대학 증권·금융연구소, (1998), 49-80.
- 장상수, 길재욱, “벤처기업의 장외등록과 벤처캐피탈의 보증역할에 관한 연구”, 재무관리 연구, 제17권 제1호, 재무관리학회, (2000), 111-136.
- 정진호, 윤병섭, “벤처캐피탈리스트의 지분률 차이가 벤처기업의 IPO 성과에 미치는 영향”, 춘계공동학술연구발표회 발표논문집, 제2권, (2002), 589-611.
- 허남수, 윤병섭, 이기환, “벤처기업공개와 벤처캐피탈리스트의 역할 분석”, 재무관리연구, 제19권 제1호, 한국재무관리학회, (2002), 189-209.
- Barry R. P., “Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings,” *Accounting Review*, 64(4), (1989), 693-709.
- Barry, C. B., Muscarella C. J, Peavy III, J. W. and Vetsuypens M. R., “The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies : Evidence from the Going-Public Process,” *Journal of Financial Economics*, 27, (1990), 447-471.
- Berlin, M., “That Thing Venture Capitalists Do,” *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, (1998), 15-27.
- Black, B. S. and Gilson, R. J., “Venture Capital and the Structure of Capital Markets : Banks versus Stock Markets,” *Journal of Financial Economics*, 47, (1998), 243-277.

- Brav A. and Gompers, P. A., "Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings : Evidence from Venture Nonventure Capital-Backed Companies," *Journal of Finance*, 52(5), (1997), 1791-1821.
- Brehmer, A. and Brehmer, B., "What have We Learned about Human Judgment from Thirty Years of Policy Capturing," In B. Brehmer and C. Joyce, eds., *Human Judgment : The SJT View*. North Holland : Elsevier, 1988.
- Brown, T. R., "A Comparison of Judgmental Policy Equations Obtained from Human Judges Under Natural and Contrived Conditions," *Mathematics Bioscience*, 15, (1972), 205-230.
- Brunswik, E., *Perception and the representative design of experiments*, Berkeley : University of California Press, 1956.
- Bygrave, W. and Timmons, J., *Venture capital at the crossroads*, Boston : Harvard Business School Press, 1992.
- Carter R., Manaster, S., "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation," *Journal of Finance*, 45(4), (1990), 1045-1068.
- Cho B., Kwon U., Gentry S. J. and Kropp F., "Cultural Values Reflected in Theme and Execution : A Comparative Study of U.S. and Korea Television Commercials," *Journal of Advertising*, 28(4), (1999), 59-73.
- Chung U. C., *Korean Economic Growth and Financial Development, The Economic Development of Japan and Korea*, (C. H. Lee and I. Yamazawa, ed.), Praeger, 1990.
- Dean, B. V. and Giglierano, J. J., "Multistage Financing of Technical Start-up Companies in Silicon Valley," *Journal of Business Venturing*, 5, (1990), 375-389.
- Dorsey, T., *Operating Guidelines for Effective Venture Capital Funds Management*, Austin : University of Texas, 1979.
- Gobbo, C. and Chi, M., "How Knowledge is Structured and Used by Expert and Novice Children," *Cognitive Development*, 1, (1986), 221-237.
- Gompers, P., "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital," *Journal of Finance*, 50(5), (1995), 1461-1489.
- _____, "Grandstanding in the Venture Capital Industry," *Journal of Financial Economics*, 42, (1996), 133-156.

- Gompers, P. and Lerner J., "The Use of Covenants : An Analysis of Venture Partnership Agreements," *Journal of Law and Economics*, 39, (1996), 463-498.
- Gompers, P. and Lerner J., "Risk and Reward in Private Equity Investments : The Challenge of Performance Assessment," *Journal of Private Equity*, (Winter 1997), 5-12.
- Gompers, P. and Lerner J., "Venture Capital Distribution : Short-Run and Long-Run Reactions," *Journal of Finance*, 53, (1998), 2161-2183.
- Gompers, P. and Lerner J., "An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership," *Journal of Financial Economics*, 53, (1999), 2161-2183.
- Gompers, P. and Lerner J., "The Venture Capital Revolution," *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), (Spring 2001), 145-168.
- Hitt, M. A. and Tyler, B. B., "Strategic Decision Models : Integrating Different Perspectives," *Strategic Management Journal*, 12, (1991), 327-351.
- Hofstede, G. *Cultures and organizations : Software of the mind*. London : McGraw-Hill, 1991.
- Hofstede, G. and Bond, M., "The Confucius Connection : from Cultural Roots to Economic Growth," *Organizational Dynamics*, 16(4), (1988), 5-21.
- Jeng L. A. and Wells P. C., "The Determinants of Venture Capital Funding : An Empirical Analysis," *Unpublished Working Paper*, Harvard University, 1997.
- Kenney, M., "A Note on Venture Capital," *BRIE Working Paper*, 142, (2000), 1-10.
- Kim, Y. S., "Two ways of thinking : Korean way vs. American way," Lecture given to University of Massachusetts Business School, September 1998.
- KVCA(Korean Venture Capital Association), "Venture Capital Market in Korea, 2002".
- Lee, K., "The Change of Financial System and Developmental State in Korea," *Paper Presented at WIDER*, 1998.
- Lerner, J., "The Syndication of Venture Capital Investments," *Financial Management*, 23(3), (1994a), 16-27.
- _____, "Venture Capitalists and Decision to Go Public," *Journal of Financial Economics*, 35, (1994b), 293-316.
- Lodge, G. and Vogel, E., *Ideology and National Competitiveness*, Boston : Harvard

- Business School Press, 1987.
- Logan, G. D., "Repetition Priming and Automaticity : Common and Underlying Mechanisms?," *Cognitive Psychology*, 22, (1990), 1-35.
- MacMillan, I. C., Zeman, L. and Subba Narasimha, P. N., "Criteria Distinguishing Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process," *Journal of Business Venturing*, 2, (1987), 123-137.
- Mueller C., Iverson, R. and Jo, D., "Distributive Justice Evaluation in Two Culture Contexts : A Comparison of U.S. and South Korean Teachers," *Human Relations*, 52(7), (1999), 869-893.
- Parker, F., "Venture Capital, Bank Shareholding, and the Certification of Initial Public Offerings : Evidence from the OTC Market in Japan," *Research Paper*, No.9401, *Federal Reserve Bank of New York*, 1994.
- Poindexter, E. A., "The Efficiency of Financial Markets : The Venture Capital Case," Unpublished Doctoral Dissertation : New York University, New York, 1976.
- Robinson, R. B., "Emerging Strategies in the Venture Capital Industry," *Journal of Business Venturing*, 2, (1987), 53-77.
- Ruhnka, J. C., Feldman, H. D. and Dean, T. J., The "Living Dead" Phenomena in Venture Capital Investments, *Journal of Business Venturing*, 7(2), (1992), 137-155.
- Sahlman, W. A., "Structure of Venture Capital Organizations," *Journal of Financial Economics*, 27, (1990), 483.
- Sandberg, W. R., *New Venture Performance*, Lexington, MA : Lexington, 1986.
- Schwartz, E. S. and Moon M., "Rational Pricing of Internet Companies," *Financial Analysts Journal*, 3, (2000), 62-75.
- Shepherd, D., Zacharakis, A. and Baron, R. "VCs Decision Process : Evidence Suggesting more Experience may not Always be Better," *Journal of Business Venturing*, forthcoming, 2002.
- Stewart, T. R. "Judgment Analysis Procedures," In B. Brehmer and C. Joyce, eds., *Human Judgment : The SJT View*, North Holland : Elsevier, 1988.
- _____, *Police PC : Judgment Analysis Software Reference Manual*, Albany : Executive Decision Service, 1991.
- Strong, K. C., *A Cognitive Model of Downstructuring Strategy*, Unpublished Doc-

- toral Dissertation : University of Colorado, Boulder, 1992.
- Timmons, J. A., *New Venture Creation : Entrepreneurship for the 21st Century*, Homewood, IL : Irwin, 1994
- Tversky, A. and Kahneman, D., "Judgments under Uncertainty : Heuristics and Biases," *Science*, 185, (1974), 1124-1131.
- Tyebjee, T. T. and Bruno, A. V., "A Model of Venture Capitalist Investment activity," *Management Science*, 30(9), (1984), 1051-1056.
- Venture Economics. Venture Xpert database, 2002.
- Wells, W. A., "*Venture capital decision-making*, Unpublished Doctoral dissertation," Carnegie-Mellon University, Pittsburgh, 1974.
- Zacharakis, A. and Shepherd, D. A., "The Nature of Information and VCs overconfidence," *Journal of Business Venturing*, 14(6), (2001), 311-332.
- Zacharakis, A. and Meyer, G. D., "The Potential of Actuarial Decision Models : Can They Improve the Venture Capital Investment Decision?," *Journal of Business Venturing*, 13(1), (2000), 57-76.
- _____, "A Lack of Insight : Do VCs Really Understand Their Own Decision Process?," *Journal of Business Venturing*, 11(1), (1998), 57-76.