

액셀러레이터의 스타트업 투자 의사결정 영향요인에 관한 연구

한주형*

주식회사프라이머시즈5 매니저

황보윤**

국민대학교 글로벌창업벤처대학원 부교수

국문 요약

스타트업의 자금조달 능력은 초기 스타트업 생존에 가장 직결되는 문제이다. 스타트업은 정부 지원금을 비롯하여 엔젤투자자, 벤처캐피탈 등으로부터 자금을 지원받고 있지만 초기기업 회수시장의 불확실성으로 인해 투자 규모는 작은 편이다. 이에 따라 초기기업에 투자함과 동시에 경영 및 기술 멘토링, 교육, 관리 등을 체계적으로 지원하는 '액셀러레이터'가 최근 창업생태계의 핵심으로 떠오르고 있다.

액셀러레이터는 단순히 인큐베이팅 시스템을 제공하는 것이 아니다. 초기기업의 팀빌딩부터 성장 과정을 함께하는 '공동 창업자'와 같은 역할을 하면서 이들이 성장해나갈 수 있도록 집중적인 멘토링과 교육 등의 프로그램을 제공한다. 이러한 시스템을 거친 스타트업은 생존 기간이 상대적으로 높고, 벤처캐피탈도 이렇게 성장한 스타트업 투자에 보다 더 적극적으로 참여하는 경향이 있다.

하지만 액셀러레이터 설립의 역사가 오래되지 않아, 관련 연구는 비교적 다양하지 않은 편이다. 이에 본 연구에서는 엔젤투자자, 벤처캐피탈과 다른 액셀러레이터의 특징이 무엇인지 분석하고, 특히 액셀러레이터가 스타트업 투자 의사결정시 영향을 미치는 요인에는 어떤 것들이 있는지 렌즈모델을 통해 알아보하고자 한다.

1. 서론

스타트업이 갖춰야 할 가장 중요한 요소 중 하나는 자금을 효과적으로 조달할 수 있는 능력으로, 이는 초기 스타트업에 있어 생존과 직결되는 문제이다(이현호, 황보윤, 공창훈, 2017; KSEF, 2016). 이에 따라 정부의 초기기업을 위한 창업지원 정책은 많지만, 자금 운용을 비롯한 기업의 생존은 여전히 힘든 상황이다(이중훈, 2018; 이동희, 2012). 그동안 스타트업은 정부 지원 정책과 더불어 외부 자금인 엔젤투자자 혹은 벤처캐피탈로부터의 투자유치를 이용해 왔다(최윤수, 2017, OECD, 2006). 그러나 초기기업 회수시장의 불확실성이 높아 창업 초기기업에 대한 국내 투자 규모는 작은 편이다(윤영숙, 황보윤 2014). 이에 따라 자금 지원 이후 투자한 초기 창업팀의 관리와 보육을 체계적으로 진행하는 액셀러레이터가 최근 창업생태계의 '키(key) 플레이어'로 떠오르고 있다(이정우, 2016).

액셀러레이터는 자체 선발을 통해 초기기업에 투자금을

제공하고 지분을 받으며, 정해진 기간의 멘토링과 교육을 통해 거친 뒤 데모데이를 통해 후속 투자를 받는 과정으로 이루어지며, 미국의 Y Combinator가 처음 사용한 개념이다(이정우, 2016; Cohen & Hochberg, 2014; Miller & Bound, 2011). 즉, 지분투자에 그치는 것이 아니라 성공한 창업자가 경험과 노하우를 공유하여 초기 스타트업의 공동 창업자 혹은 동반자 같은 역할을 하는 것이다. 현재 많은 액셀러레이터가 존재하고 투자를 비롯하여 다양한 방법으로 스타트업을 지원하고 있지만, 액셀러레이터가 어떠한 기준으로 스타트업을 선발하는지에 대해서는 정보가 전무한 상황이다.

따라서 본 연구에서는 액셀러레이터의 역할 및 기능에 대해 정리하고 동시에 액셀러레이터의 스타트업 투자 의사결정에 영향을 미치는 요인에 대해 분석을 진행하고자 한다.

* 주식회사프라이머시즈5 매니저, erin@primer.kr

** 국민대학교 글로벌창업벤처대학원 부교수, yun88@kookmin.ac.kr

II. 이론적 배경

2.1. 스타트업 투자결정요인

2.1.1. 엔젤투자자

한국벤처투자(2016)가 정의한 엔젤투자자는 초기 단계 기업에 '천사처럼 필요한 자금을 투자 형태로 공급하고, 경영 자문 등을 제공하여 기업의 가치를 높여 투자금을 회수하는 개인투자자를 말한다(양영석, 황보윤, 변영조, 2013; 한상영, 1999).

그중에서도 기존 연구들이 가장 중요하게 다룬 엔젤투자자의 투자 결정요소는 기업가적 요인이다(최운수, 2017). 성공한 창업가들은 그들만의 공통된 기업가적 특성이 있으며(Sexton & Bowman, 1986), 성장 초기 단계의 기업은 이러한 창업가(팀)의 기업가적 특성에 의해 기업의 생존 및 성패가 좌우되는 경우가 많기 때문이다(Herron & Robinson, 1993). 특히 창업 초기기업은 대부분 권한이 창업자에게 편중되어 있다. 주요 의사결정 및 경영의 전반적인 부분을 창업자가 담당하므로 창업가의 특성은 기업의 성과에 상당 부분 영향을 미치게 되는 것이다(빈봉식, 박정기, 2002). 엔젤은 따라서 창업가의 특성을 의사결정 과정에서 중요하게 보고(Haar, Starr, & MacMillan, 1989), 윤영숙과 황보윤(2014)은 이러한 창업가(팀)의 특성을 Hisrich & Peter(1992)와 Hornaday & Aboud(1971) 등의 기존 연구를 토대로 인구통계학적 특성과 심리적 특성으로 나누어 연구하였다.

2.1.2. 벤처캐피탈리스트

벤처캐피탈이 투자의사결정시 영향을 미치는 요인 중 일부는 공식적인 문서나 수치화할 수 있는 지표로 확인할 수 있지만, 주관적인 판단을 내려야 하는 부분들도 있다. 판단을 내릴 때 사람들은 쉽게 알기 어려운 '실질(real)' 정보를 대신하여 가까운 단서(proximal cues)를 통해 정보를 파악할 수 있는데(심준섭, 2006, 2004; 구경철, 2009), 이는 사회적 판단이론(Social Judgement Theory : SJT)의 기본 가정을 뒷받침한다(Strong, 1992).

이러한 사회적 판단이론을 배경으로 한 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정에 관한 연구는 Wells(1974)를 비롯하여 상당히 많은 연구자들에 의해 진행되었다. 특히 '실질 정보'와 더불어 주관적 판단을 뒷받침할 수 있는 '가까운 단서'를 분석하는 연구가 주로 이루어졌는데, 연구자에 따라 제시한 변수 및 요인은 크게 다르지 않다. 반성식과 송경모(2004)는 벤처캐피탈이 투자의사결정시 활용하는 주요소를 첫째, 기업가 및 팀의 능력, 둘째, 제품 및 서비스의 우

수성, 셋째, 시장 및 경쟁기업 현황, 넷째, 성공시의 잠재적 수익률이라고 하였다(Wells, 1974; Poindexter, 1976; Tyebjee & Bruno, 1984; Robinson, 1987; Zacharakis & Meyer 2000). 위 요소를 바탕으로 대부분 의사결정이 이루어지지만, 구경철(2009)은 세부적으로 나누어 보았을 때 벤처캐피탈들이 본인들만의 자체적인 심사 기준을 가지고 있으며 벤처캐피탈 회사나 벤처캐피탈리스트(심사역)에 따라 중요하게 생각하는 요소에 있어서 조금씩 차이가 있다고 하였다.

2.2 액셀러레이터

액셀러레이터는 투자 유치를 비롯하여 멘토링 및 네트워킹을 동시에 제공하는 새로운 스타트업 지원 모델로, 기존 투자유형인 엔젤이나 다른 인큐베이터에 비해 적은 금액을 투자하지만, 더 많은 프로그램을 제공한다(Pauwels, Clarysse, Wright & Van Hove, 2016; Cohen, 2013). 이러한 점에서 기존에는 주로 전통적인 투자유형인 인큐베이터, 엔젤투자자, 벤처캐피탈리스트와 액셀러레이터의 차이점을 비교하는 연구가 주로 이루어져 왔다.

먼저 인큐베이터와 비교해 보면, 액셀러레이터는 기존 인큐베이터를 기반으로 형태를 조금 변형하여 발전시킨 투자유형이라고 볼 수 있다(최운수, 김도현, 2016). 따라서 액셀러레이터와 인큐베이터 두 형태를 동일 선상에서 보거나 용어를 혼용하여 사용하기도 한다(김용재, 엄수현, 2014). 하지만 평균 지원 기간, 자금 지원 여부, 보육 공간 제공, 프로그램의 다양성 등의 측면에서 두 유형은 분명한 차이가 존재한다(강유리, 2014; 김용재, 엄수현, 2014; Cohen & Hochberg, 2014). 먼저 인큐베이터는 평균 1~2년 정도 지원 프로그램을 운영하는 반면, 액셀러레이터는 3~12개월의 다소 짧은 기간 동안 프로그램을 운영한다. 또한 인큐베이터는 자금 지원이 이루어지지 않는 반면, 액셀러레이터는 투자금과 주식을 교환하는 지분투자를 진행한다. 더불어 공간 지원이 주로 함께 이루어지는 인큐베이터에 비해 액셀러레이터는 공간을 제공하기도 하지만 필수적이지는 않다. 특히 주로 사무 공간 및 경영 지원에만 집중하는 인큐베이션 모델에 대응하여 액셀러레이터가 등장한 만큼(Pauwels, Clarysse, Wright & Van Hove, 2016), 멘토링, 다양한 교육 프로그램을 비롯하여 네트워크 제공 등이 기존의 스타트업 지원 모델과 비교하여 가장 주목할 만한 차이라고 볼 수 있다(Pauwels, Wright, & Van, 2016; Cohen, 2013).

한편 초기 기업과 지분 교환의 방식으로 시드 투자를 진

행하는 엔젤은(윤영숙, 황보윤, 2016), 본인의 경험과 노하우를 멘토링으로 제공한다는 측면에서(Mason & Harrison, 2008; Ardichvili, 2002) 액셀러레이터와 가장 유사한 투자 유형이라고 볼 수 있다. 다만 개인투자자들이 대부분인 엔젤은 액셀러레이터에 비해 체계적인 교육 프로그램을 제공하기에는 한계가 있다(Cohen, 2013; 조대연, 2017). 액셀러레이터는 특히 초기기업이 후속투자를 유치할 준비가 될 때까지 지속적으로 도움을 주는데, 이러한 측면에서 액셀러레이터의 스타트업 지원 효과가 상대적으로 높다고 볼 수 있다. 또 다른 투자유형인 벤처캐피탈은 데모데이나 간담회 등에 참석하여 액셀러레이터가 투자한 기업을 발굴하기도 한다(구경철, 2009). 일정 부분 검증된 팀을 대상으로 투자 여부를 결정하므로, 어느 정도 투자의 위험성을 낮출 수 있다(Miller & Bound, 2011).

선행 연구를 살펴본 결과, 액셀러레이터는 그 역사가 오래되지 않아 자세하고 실증적인 분석이 많지 않다. 또한 연구의 대부분이 Y Combinator와 Techstar 등과 같은 스타트업 액셀러레이터에 집중되어 있어 포괄적이고 세부적인 액셀러레이터에 대한 연구는 부족한 상황이다(최윤수, 김도현, 2017).

2.3. 렌즈모델

렌즈모델(Lens Model)은 의사결정과정에서 의사결정이 이루어지는 사회 환경과 판단자의 인지과정 관계를 설명하는 데 중점을 두는 이론이다. 판단과정이 빛이 렌즈를 통과하여 모이는 것처럼 어떠한 환경에서의 정보들이 종합적으로 반영되어 판단이 이루어진다는 것이다(심준섭, 2006). 렌즈모델은 특정 정보 혹은 변수를 의미하는 큐(cue)를 기준으로 왼쪽에는 판단이 이루어지는 환경을, 오른쪽에는 판단과정을 두고 있다(심준섭, 2002). 즉, 왼쪽 환경과 오른쪽 판단과정과의 관계에 초점을 두는 것이다. 개인은 판단을 위해 환경 속에서 정보나 변수를 선택하는데, 이것이 바로 큐(cue)이다(허성영, 2008). 환경은 복잡하고 불확실하므로, 의사결정을 할 때 각 개인은 각각의 큐(cue)의 중요도를 저마다 다르게 여긴다. 이처럼 큐들이 실제 환경 속에서 어떻게 작용하는지에 대한 정보는 각 개인마다 달라 완벽하지 않다. 즉, 상대적 중요성, 가중치가 다르며, 렌즈모델의 판단분석을 통해 그 관계가 선형, 비선형, 음(-), 양(+), 양(+)의 관계인지도 파악할 수 있고, 이를 큐이용 타당도(cue utilization validities)라고 한다(심준섭, 2004). 종합하면 개인은 불확실하고 복잡한 환경 속에서 의사결정을 할 때 저마다 큐(cue)를 다르게 고려하여 판단

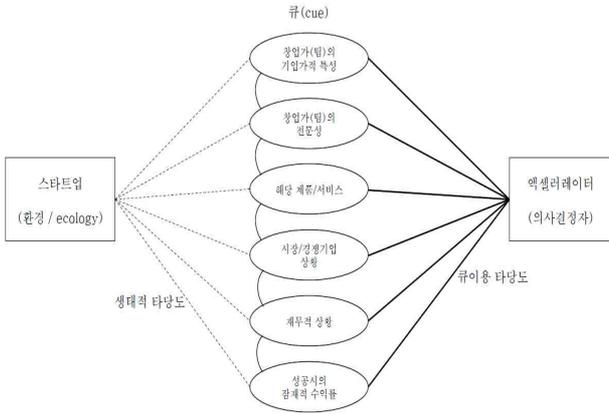
을 한다. 이 때 큐(cue)의 관계를 계량적으로 외연화하고, 상대적인 가중치를 분석하여 판단과 큐의 관계를 설명하는 과정을 '판단분석'이라고 한다(허성영, 2008).

III. 연구 설계

3.1. 연구 모형

스타트업 투자의사결정에 영향을 미치는 요인에 관한 연구 중 액셀러레이터를 주로 다룬 연구는 많지 않다. 벤처캐피탈의 투자의사결정 요인에 관한 연구가 주를 이루는데, 대부분은 사회적 판단이론을 바탕으로 진행되었다. 이때 주 변수로 활용된 요인(cue)을 본 연구에도 활용하고자 한다. 반성식과 송경모(2004)는 벤처캐피탈리스트가 투자의사결정시 고려하는 주요 요인을 창업팀의 능력, 제품 및 서비스의 우수성, 시장과 경쟁기업, 성공시의 수익률의 총 네 가지 요인을 제시하였다. 차명수(2009)는 여기서 재무적 상황을 추가로 한 다섯 가지 요인을 제시하는 등 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 요인은 위 변수를 크게 벗어나지 않았다. 한편 엔젤투자자가 투자의사결정시 고려하는 요인은 창업팀의 특성을 세부적으로 나누어 분석하는 특징을 보였다(윤영숙, 황보윤, 2014). 이에 본 연구에서는 두 가지를 모두 활용하여 액셀러레이터의 스타트업 투자 의사결정 요인(cue)을 정하였다. 벤처캐피탈리스트가 주로 고려하는 4가지 요인인 제품 및 서비스, 시장 및 경쟁기업 상황, 재무적 상황, 성공시의 잠재적 수익률을 적용하되, 창업가 및 팀에 대해서는 엔젤투자자의 입장과 동일하게 세부적인 사항을 고려하였다.

윤영숙과 황보윤(2014)은 성취욕구, 위험감수성, 인내력, 혁신성, 진실성, 자신감 등의 심리적인 부분을 창업가(팀)의 심리적 특성으로, 학력 및 경험, 나이 등을 인구통계학적 특성으로 구분하여 제시하였다. 본 논문에서는 이에 따라 창업가(팀)의 특성을 세분화하였다. 단, 많은 논문에서 창업가(팀)의 기업가적 특성을 심리적 특성으로 파악하는 경향이 있어(김범성, 2012; 윤종록, 김형철, 2009), 심리적 특성을 기업가적 특성으로 명명하였다. 또한 창업 경험, 업종 경험, 성공 경험, 경영 경험 등은 창업가(팀)의 전문성으로 나누었으며, 이를 중소벤처기업부 등록 액셀러레이터에서 근무하는 현직자 12명의 검토를 거쳐 최종적인 큐(cue) 값으로 선정하였다. 아래 그림은 액셀러레이터의 스타트업 투자의사결정 영향 요인을 렌즈모델의 판단문제에 두고, 여기서 도출된 큐(cue)를 적용한 것이다.



<그림 1> 액셀러레이터의 스타트업 투자 의사결정 영향요인

3.2. 연구 방법 및 과정

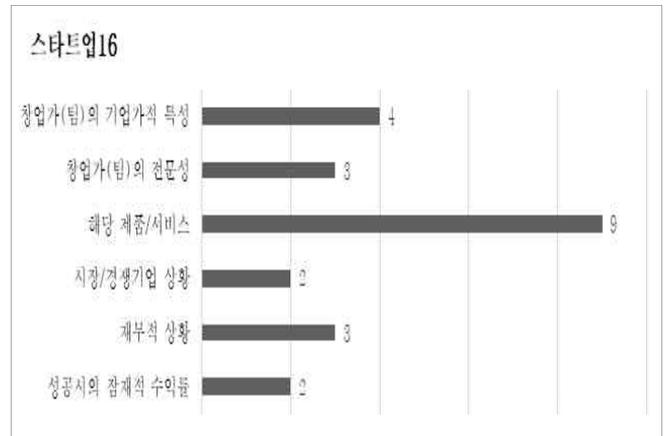
본 연구는 Cooksey(1996)가 제시한 렌즈모델 및 판단분석을 바탕으로 하였으며, 특히 벤처캐피탈의 투자 의사결정 연구(차명수, 2009)의 판단분석 연구모델과 그 절차를 참고하였다. 먼저 '액셀러레이터 투자 결정'을 판단에 대한 정의로 두었으며, 정확한 분석을 위해 중소벤처기업부에 등록된 액셀러레이터의 대표 파트너, 심사역 등 투자결정권이 있는 사람들로 판단자를 규정하였다. 또한 대상 스타트업은 액셀러레이터가 투자 가능한 3년 이내 창업기업으로 정의하였다. 앞서 설명한 것과 마찬가지로 큐(cue)값은 벤처캐피탈이 주로 고려하는 요인인 제품 및 서비스, 시장 및 경쟁기업 상황, 재무적 상황, 성공시의 잠재적 수익률 4가지와 더불어 창업가(팀)의 전문성, 심리적 특성의 6가지로 규정하였다. 이는 판단분석연구에서 큐(cue)의 숫자의 기본 원칙인 최소 2개에서 64개 사이의 수치에도 부합한다(Roose, 1974).

본 연구에서는 대표성을 가진 판단과제 설계를 위하여 전문가들의 인터뷰를 바탕으로 시나리오(사례)를 제작하였다. 중소벤처기업부에 등록된 액셀러레이터에 소속된 전문가들은 투자 경력이 3년 이상인 대표 파트너 혹은 심사역으로, 이들이 큐(cue)값을 활용한 판단과제 제작에 참여하였다. 심준섭(2004, 2006)에 따르면 판단 결과를 신뢰하려면 큐의 개수보다 최소 5배 이상의 시나리오를 제작하여야 하는데, 본 연구는 36개의 서로 다른 사례를 구성하여 요건을 충족하였다. 또한 가장 많이 활용되는 설문 설계 모습인 비네트(vignette) 방식을 채택하였고(Cooksey, 1996), 큐값을 각각 다르게 적용하여 중복되는 사례가 없도록 하였다. 이를 조금 더 자세히 살펴보면, 각 큐(cue), 즉 변수를 A, B, C, D, E라고 가정할 경우, 사례 1에서는 A 요인의 점수 비중을 가장 높게, 사례 2에서는 B 요인의 점수

비중을 가장 높게 하는 등 차례대로 한 큐(cue)씩 점수를 높여 시나리오를 제작하였다. 반대로 다른 사례에서는 A의 점수를 가장 낮게, B, C, D, E의 점수를 가장 낮게 구성하는 등의 방식으로 한 큐(cue)씩 경우의 수를 만들어 나갔으며, 큐값 2개, 3개의 서로 다른 조합이 높은 점수일 경우 등 사례를 다양하게 만들었다. 또한 비슷한 방식으로 시나리오가 반복될 경우 판단자가 정확한 판단을 내리지 못할 가능성이 있으므로 순서 역시 임의로 배정하였다.

이렇게 시나리오를 제시하면 개별 의사결정자의 종합판단점수가 결정된다. 해당 데이터는 개인에게 얻는 데이터이므로, 개별적 회귀분석이 적용된다.

아래 <그림 2>은 현직 액셀러레이터가 스타트업을 요인별로 평가한 사례이다.



<그림 2> 현직 액셀러레이터의 스타트업16에 대한 평가

위 사례는 위에서 3번째에 위치한 큐(cue)가 상대적으로 높은 점수를 보이는 스타트업의 사례이다. 이러한 방식으로 제작된 판단과제 중 실제 환경에서 존재하기 어려워 보이거나 값이 중복되는 사례는 판단과제에서 제외하였다.

아래는 제작한 판단과제 중 하나의 응답 사례 예시이다.

다음 사례는 어느 액셀러레이터가 스타트업 투자시 고려하는 내용을 점수화한 차트입니다.

- (참고)
 · 창업가(팀)의 기업가적 특성은 성취욕구, 위험감수성, 인내력, 혁신성, 진실성, 자신감 등의 심리적 특성을 뜻함
 · 창업가(팀)의 전문성은 학력, 경험(창업 경험, 업종 경험, 성공 경험, 경영 경험) 등을 뜻함
 · 점수가 높을수록 해당 항목에 감정이 있음

가정1 :응답자 A 액셀러레이터는 '창업가의 전문성'을 중요시함
 가정2 :응답자 B 액셀러레이터는 '성공시의 잠재적 수익률'을 중요시함

[응답자 A 액셀러레이터의 종합평가점수 답변]

- ① 10점 ② 20점 ③ 30점 ④ 40점 ⑤ 50점 ⑥ 60점 ⑦ 70점 ⑧ 80점 ⑨



위와 같은 방법으로 6개의 큐(cue)로 구성된 36개의 시나리오(사례)에 대해 현직 중소벤처기업부 등록 엑셀러레이터 심사역 이상의 투자의사결정자 45명에게 설문지를 진행하였다.

참고문헌

강유리(2014). 스타트업 육성 프로그램 성과 정보 제공 현황과 과제- 엑셀러레이터(accelerator)를 중심으로, *정보통신방송정책*, 26(9), 1-19.

구경철(2008). *AHP를 활용한 벤처캐피탈의 투자결정모형 도출 및 타당성 분석*. 박사학위논문. 건국대학교 대학원

김범성(2012). 창업가의 심리적 특성과 기업가정신에 관한 연구: 과정 모형을 중심으로. *유라시아연구*, 9(1), 119-152.

김용재·염수현(2014). *벤처 엑셀러레이터의 이해와 정책방향*. KISDI Premium Report, 19.

반성식·송경모(2004). 한국 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 요인과 투자평가 모형. *대한경영학회*, 42, 267-291.

빈봉식·박정기(2002). 소상공인 창업의 성공요인에 관한 실증적 연구. *중소기업연구*, 24(3), 135-158.

심준섭(2004). 판단분석(Judgment Analysis) 기법의 활용. *한국정책분석평가학회 학술대회발표논문집*, 2004(0), 1-13

심준섭(2006). 정책과정에 대한 판단분석(Judgment Analysis) 기법의 적용에 관한 연구. *한국정책과학학회보*, 10(4), 345-376.

양영석·황보윤·변영조(2013). 창조형창업 활성화를 위한 엔젤투자역량 겸비 창업 Facilitators 양성방안 연구. *벤처창업연구*, 8(3), 27-37.

윤영숙, 황보윤(2014). 엔젤투자자의 투자의사결정에 영향을 미치는 기업가특성에 관한 연구. *벤처창업연구*, 9(3), 47-61.

윤종록·김형철(2009). 벤처기업의 창업가특성과 차별화전략이 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구. *대한경영학회지*, 22(6), 3693-3721.

이동희(2012). *국내 벤처캐피탈의 IT 벤처기업에 대한 투자결정 요인에 관한 연구: 현금화 가능성의 매개효과를 중심으로*. 박사학위논문. 국민대학교 대학원

이정우(2016). 창업대중화의 주역, 엑셀러레이터. *Entrepreneurship Korea*, 1, 7-10.

이종훈(2018). *한국 벤처캐피탈의 창업초기기업투자에 관한 연구: 공적 재정지원 효과를 중심으로*. 박사학위논문 한양대학교 기술경영대학원 .

이현호·황보윤·공창훈(2017). 스타트업의 초기 성공을 결정하는 요인에 관한 연구. *벤처창업연구*, 12(1), 1-13.

차명수(2009). 벤처캐피탈의 투자의사결정 연구 : 판단분석의 활용, *벤처경영연구*, 11, 12-4,

최운수(2017). *투자자 유형이 피투자 스타트업 성과에 미치는 영향: 엑셀러레이터의 투자를 중심으로*. 박사학위논문. 국민대학교 대학원

최운수·김도현(2016). 투자 행태를 통한 엑셀러레이터와 벤처캐피탈의 비교 연구. *벤처창업연구*, 11(4), 27-36.

한상영(2000). 엔젤의 벤처기업 투자 연구. *정보사회와 미디어*, (1), 167-193.

허성영(2008). *갈등의 조정기제로써 분석적 조정의 적용가능성에 관한 연구: 한국의 노사협상을 중심으로*. 석사학위논문. 중앙대학교 대학원

KSEF(2016), *한국 스타트업 생태시스템 포럼 백서*

Ardichvili, A., Cardozo, R. N., Tune, K., & Reinach, J.(2002). The Role Angel Investors in The Assembly of Non-financial Resources of New Ventures: Conceptual Framework and Empirical Evidence. *Journal of Enterprising Culture*, 10(01), 39-65.

Cohen, S.(2013). What do accelerators do? Insights from incubators and angels, *innovations*, 8(3-4), 19-25.

Cohen, S., & Hochberg, Y.(2014). Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon. Available at SSRN Electronic Journal 2418000, 1-16.

Cooksey, R. W.(1996). The Methodology of Social Judgment Theory. *Thinking and Reasoning*, 2(2/3), 141-173.

Haar, N. E., Starr, J., & MacMillan, I. C.(1988). Informal risk capital investors: investment patterns on the East Coast of the USA. *Journal of Business Venturing*, 3(1), 11-29.

Herron, L. & R. B. Robinson, Jr.(1993), A Structural Mode of the Effect of Entrepreneurial Characteristics on Venture Performance, *Journal of Business Venturing*, 8(3), 281-294.

Hisrich, R. D. & Peters, M. P.(1992). Entrepreneurship

- Starting, Developing and Managing a New Enterprise. Boston, MA, Irwin.
- Hornaday, J. A. & Aboud, J.(1971). Characteristics of Successful Entrepreneurs, *Personal Psychology*, 24(2), 141-153.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T.(2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources. *Venture Capital*, 10(4), 309-330.
- Miller, P., & Bound, K.(2011). *The Startup Factories: The rise of accelerator programmes to support new technology ventures*. NESTA. https://media.nesta.org.uk/documents/the_startup_factories_0.pdf
- OECD. (2006). *The SME Financing Gap*.
- Pauwels, C., Clarysse, B., Wright, M., & Van Hove, J. (2016). Understanding a new generation incubation model: The accelerator" *Technovation*, 50-51: 13-24.
- Poindexter, E. A.(1976). *The Efficiency of Financial Markets: The Venture Capital Case*. Unpublished Doctoral Dissertation: New York University, New York.
- Robinson, R. B.(1987). Emerging Strategies in the Venture Capital Industry, *Journal of Business Venturing*, 2, 53-77.
- Sexton, D. L. & Bowman, N. B.(1986). Validation of personality Index: Comparative psychological characteristics analysis of female entrepreneurs, managers, entrepreneurship student and business students, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wallesey, MA. Babson Colleage.
- Strong, K. C.(1992). A cognitive model of downstructuring strategy, *Unpublished doctoral dissertation*: University of Colorado, Boulder.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V.(1984). A model of venture capitalist investment activity, *Management science*, 30(9), 1051-1066.
- Wells, W. A.(1974). *Venture capital decision-making*, *Unpublished Doctoral dissertation*, Carnegie-Mellon University, Pittsburgh.
- Zacharakis, A. L., & Meyer, G. D.(2000). The potential of actuarial decision models. *Journal of Business Venturing*, 15(4), 323-346.