

한국의 벤처 캐피탈 연구 10년, 성과 그리고 과제*

김태경**

광운대학교 경영학부 교수

국 문 요 약

높은 위험을 안고 사업을 하는 벤처 기업은 자금 조달이 쉽지 않다. 벤처 캐피탈은 벤처의 재정적 필요를 해결하고 부족한 역량을 보충함으로써 벤처의 성공을 돕고 고위험 고수익의 벤처 생태계를 지탱하는 중요한 역할을 담당한다. 국내 벤처 캐피탈의 성장과 지속적인 관심에도 불구하고 학문적 성과가 충분히 축적되고 있는지는 의문이다. 이에 따라 본 연구는 2011년부터 2019년까지 벤처창업을 주제로 한 연구의 주요 흐름을 텍스트 마이닝 방법을 통해 고찰함으로써 문제를 진단하고 시사점을 도출하고자 한다. KCI 키워드 트렌드와 벤처 캐피탈의 성장에 관한 시계열 상관분석의 결과 학술적 성과가 벤처 캐피탈의 성장 추이를 따라가지 못하는 것으로 보인다. 또한 벤처창업연구의 주제 흐름을 바이그램과 TF-IDF로 관찰한 결과 2016 이후 창업 기업에 대한 연구 관심이 두드러지고 2019년에 들어 벤처 캐피탈에 관한 연구 커뮤니티의 관심이 높아진 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 벤처 캐피탈에 관한 주요 연구 토픽을 보다 더 적극적으로 발굴하고 탐구함으로써 연구 커뮤니티의 책무를 강화하고 한국의 벤처 캐피탈 성장과 그에 따른 이슈들을 논의할 이론적 기틀 마련이 필요함을 환기한다.

핵심어: 벤처 캐피탈, 연구 트렌드, 벤처 산업, 텍스트 마이닝

1. 서론

벤처는 높은 위험을 안고 시작하는 만큼 자금조달이 쉽지 않다. 이러한 환경 하에서 벤처 캐피탈은 벤처의 기술적 가치를 평가하고 재정적 필요를 해결하며 부족한 경영 능력을 보충한다는 점에서 벤처 생태계를 유지하고 발전시키는 일에 중요한 역할을 담당한다(Hellmann & Puri, 2002). 한국의 2019년 벤처 투자는 4조 7천억 규모로 2018년 대비 25%가 증가했고 GDP 대비 벤처 투자의 비중은 0.22%를 기록했다(김철현, 2020).

주된 연구 주제의 하나로 높은 가치가 있는 벤처 캐피탈에 관한 연구는, 그러나 사실상 연구자의 관심에서 뒤쳐져 있는 것으로 보인다(구중희 et al., 2019). 특히 지난 10년간 벤처에 대한 대중의 높은 관심과 창업교육에 관한 투자, 혁신적 기술을 통한 비상장 우량 벤처 혹은 유니콘(Unicorn)에 관한 지원 노력이 사회에서 논의되고 있으나 이를 뒷받침하는 지식 커뮤니티의 성과에 대한 객관적인 검증과 반성이 뒤따르지 못하고 있다.

지식의 창발과 축적이 지식 소비자의 필요와 지식 생산

이 밀접하게 맞물린 결과라는 점을 생각하면(Glisby & Holden, 2003; Nonaka & Nishiguchi, 2001) 사회적 관심과 벤처 캐피탈에 관한 학술적 성과가 얼마나 밀접한가를 확인하는 일은 의미가 있다. 현실을 기민하게 반영한 연구 성과의 축적과 이를 대중적으로 확산하는 일은 지식 커뮤니티의 발전에 중요하기 때문이다(Davidsson & Kiklund, 2007; Stern & Tseng, 2002; Tallon et al., 2000; Weber, 2003).

본 연구는 2011년부터 2019년까지 벤처 캐피탈에 관한 연구 노력을 텍스트 마이닝(Text Mining) 방법으로 분석하여 연구 소비자의 관심을 연구 커뮤니티가 얼마나 잘 반영하고 있는지를 확인하였다. 이를 바탕으로 앞으로 벤처 창업학회가 벤처 캐피탈 관련 연구에서 수행해야 할 역할과 책임에 대한 제언을 도출하였다.

* 이 논문은 2020년도 광운대학교 교내 학술연구비 지원에 의해 연구되었음

** 광운대학교 경영학부 부교수, kimtk@kw.ac.kr

II. 연구 배경

2.1. 벤처 캐피탈

벤처 혹은 벤처 기업은 모험적 사업을 영위하는 사업 조직을 말하며 재정적 불확실성을 감내한 채 핵심 기술이나 신생 사업 모델에 집중한다는 특징을 보인다(Baum & Locke, 2004). 벤처의 사업 조력자로서 벤처 캐피탈(Venture Capital)은 자금을 조달하는 기업형 혹은 독립형 조직을 뜻한다(Gompers & Lerner, 2000). 특히 벤처 캐피탈 혹은 “모험 자본”은 벤처 기업의 성장 가능성을 평가하여 적정 투자 규모와 시기를 결정하고 부족한 경영능력을 보충함으로써 성공적인 기업공개(Initial Public Offering: IPO)를 달성하도록 돕는다(Brav & Compers, 1997; Hellmann & Puri, 2002; Tian & Wang, 2014). 조기에 성장 가능성이 높은 벤처를 발굴하고 시장에서 높은 가치를 받도록 조력함으로써 벤처 캐피탈은 IPO를 통해 차익을 실현할 수 있다(Gompers & Lerner, 2000).

2.2. 공생적 관계

기업형 벤처 캐피탈(Corporate Venture Capital: CVC)나 독립형 벤처 캐피탈(Independent Venture Capital: IVC)은 종류에 관계 없이 일정 기간 자본 투자를 통해 벤처의 가치를 빠르게 높이는 일에 큰 관심을 둔다. 그 과정에서 벤처의 기술적 진보와 혁신 속도가 빨라진다(Kortum & Lerner, 2000; Gompers & Lerner, 2000; Sahlman, 1990). 예를 들어 CVC는 다른 투자 유형보다 특정 유형의 기술적 장단점을 더 잘 평가할 것으로 보아 CVC의 투자를 유치했다는 사실만으로도 시장에는 긍정적인 신호를 줄 가능성이 높다(McGrath et al., 1992). 또한, CVC의 모체가 되는 기업이 있을 경우 모기업과 피투자 기업 간의 기술혁신이 상호보완적으로 일어남으로써 윈-윈(Win-Win) 전략이 실천될 가능성도 있다(de Treville et al., 2014; Wadhwa & Kotha, 2006).

벤처 캐피탈은 내부 정보와 벤처의 시장 명성 등을 활용하여 적정 IPO 시기를 결정하기 위해 노력한다(Lin & Smith, 1998). 또한 벤처가 소유한 기술에 접근하여 CVC의 경우 투자 모기업이 새로운 혁신을 이루도록 도움을 제공하기도 한다(Dushnitsky & Lenox, 2005; Sahaym et al., 2010). 투자의 이익 달성에 IPO가 필요하지만 벤처 투자를 결정한 이후에 지속적으로 벤처와 벤처 캐피탈은 공생적 관계를 유지하는 것이다.

III. 분석

3.1. 연구 트렌드 분석

연구 트렌드 분석은 주된 연구 흐름을 조망함으로써 연구 커뮤니티의 역량 집중 사례를 발굴하는 활동이다(Kim & Delen, 2018). 이는 연구 커뮤니티가 유지하고 발전시켜 온 패러다임을 질적 분석 혹은 양적 분석 방법으로 확인함으로써 연구자들의 관심사를 정리하고 연구 협업과 자원 배분의 방향을 평가함으로써 연구 커뮤니티의 발전을 도모한다(Malhotra et al., 2013).

문헌 연구법(Literature Review Methodology)은 전통적으로 연구 커뮤니티의 축적된 성과를 정리하고 새로운 연구 기회를 모색하는 방법으로 채택되어 왔다(Webster & Watson, 2002). 또한 데이터 마이닝 결과를 바탕으로 중점 연구들을 효율적으로 확인하는 방법도 연구 트렌드 분석에 사용되었다(Felizardo et al., 2011). 텍스트 마이닝 방법으로 질적 연구법에 따른 결과를 완전히 대체할 것이라는 주장은 설득력이 떨어지지만, 이는 주된 흐름을 거시적으로 파악함으로써 방향성에 대한 담론을 형성하도록 도움을 줄 수 있다(Octaviano et al., 2015).

3.2. 데이터

KCI(<https://www.kci.go.kr>)는 학술지의 영향력을 평가할 수 있는 정보를 제공한다. 국내 학술지에 관한 정보, 논문의 원문을 비롯하여 참고문헌에 관한 데이터베이스를 활용하여 논문 간 인용관계, 저자의 영향력, 학술지의 영향력 등에 관한 정보를 서비스한다. 영향력 정보를 종합하여 KCI 등급과 KCI후보 등급을 부여함으로써 연구자가 양질의 연구 정보를 얻을 수 있도록 지원하고 있다.

벤처, 창업, 기업가, 혁신을 키워드로 분석에 사용될 국내 학술지를 검색하여 이중 KCI와 KCI후보 등급에 해당하는 학술지를 추렸다. 예외적으로 벤처경영연구(기업가정신과 벤처연구)를 데이터 분석에 편입시켰는데 그 이유는 발간된 논문의 개수가 366개로 무시할 수 없는 수준이었기 때문이다(<표 1> 참고). 또한 검색 과정에서 중복된 경우에는 학술지의 특성을 가장 잘 보여주는 검색 키워드 한 개만 <표 1>에 표시했다.

<표 1> 키워드 트렌드 분석 대상인 학술지 목록

학술지 명칭	등급	논문수	검색키워드
벤처창업연구	KCI	890	벤처
벤처경영연구	(예외)	366	
한국창업학회지	KCI후보	475	창업
기술혁신학회지	KCI	704	
산업혁신연구	KCI	403	혁신
기술혁신연구	KCI후보	470	
기업과혁신연구	KCI후보	26	
창조와혁신	KCI후보	221	
한국혁신학회지	KCI등재	230	



KCI는 연도별 각 학술지에 출간된 논문의 영문 키워드를 모아 워드 클라우드(Word Cloud)로 정리된 결과를 보여준다. 해당 연도의 학술지의 주된 연구 흐름을 볼 수 있는 정보로 연도별 최대 100개까지 상위권 키워드를 시각화한다. 본 연구에서는 2011년부터 2019년까지의 기간 동안 시각화된 각각의 데이터를 R로 크롤링하여 분석에 사용하였다.

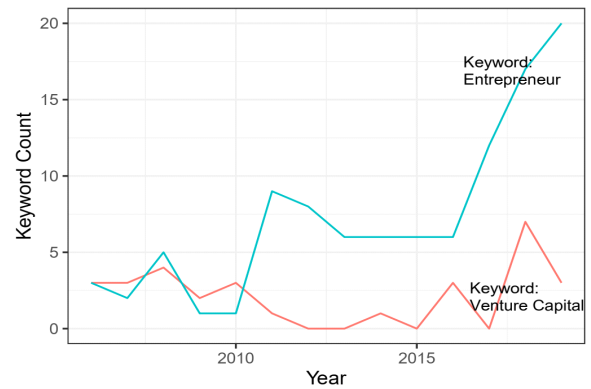
또한 벤처산업의 연도별 추이를 알아보기 위해 중소기업벤처부의 벤처기업 정밀실태조사와 한국벤처캐피탈협회가 발표한 자료를 국가통계포털(<https://kosis.kr>)에서 입수하여 분석을 진행했다. 벤처창업학회에서 발간한 논문에 관한 데이터는 벤처창업학회 홈페이지(<http://www.ksbv.or.kr>)에서 확보하였다.

3.2. 키워드 동향

<그림 1>은 2011년부터 2019년까지 모든 키워드에 관한 워드 클라우드를 표시하였다. 이를 위해 우선 수집된 키워드를 Open Refine으로 정제하는 과정을 거쳤다. 유사한 키워드와 띄워쓰기, 한글 표기상의 차이로 인하여 다르게 분류된 키워드 276개를 유사한 범주로 재분류하였다. KCI 시스템에는 유사 키워드를 정제하는 데이터 정리(Data Wrangling) 프로세스가 탑재되어 있지 않은 것으로 보인다. 확보된 데이터에서 빈도수 15 이상인 데이터를 바탕으로 한 <그림 1>은 혁신, 사회적, 성과, 분석, 기술혁신, 벤처기업, 기업가(entrepreneurial, entrepreneurship) 등 저널의 특성과 연관성이 높은 키워드가 두드러진다. 따라서 분석은 내용 타당성을 갖춘 것으로 평가한다.

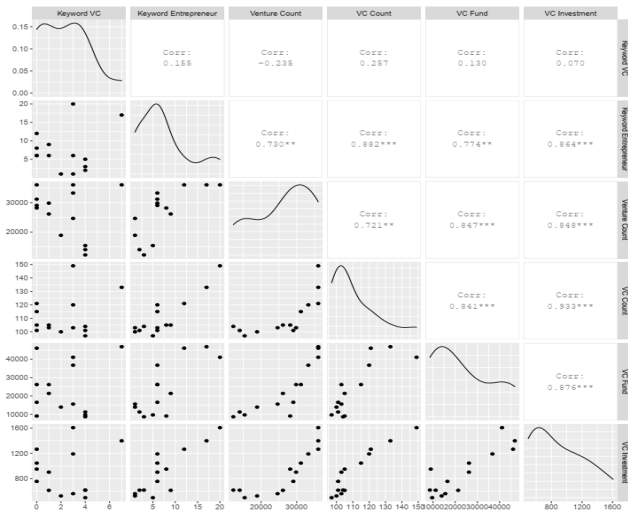
<그림 1> 벤처창업저널의 키워드 클라우드

<그림 2>는 Levenshtein 거리에 따른 유사도가 높은 순서대로 키워드 데이터를 정렬하여 창업가(Entrepreneur)와 벤처 캐피탈(Venture Capital)에 관련된 키워드를 재그룹화한 다음 그 결과를 연도별로 나타낸 것이다. 2010년 이후로 창업가에 관련된 키워드는 지속적으로 증가하였고 벤처 캐피탈에 관한 키워드는 2015년까지 감소하였다가 2016년 이후 증가하는 추세를 보이고 있다. 다만 이 두 키워드의 수적 차이는 큰 편이다.



<그림 2> 키워드 시계열 변화(Venture Capital VS. Entrepreneur)

창업가와 벤처 캐피탈 키워드를 벤처 기업의 수(Venture Cnt), 벤처 캐피탈의 수(VC Cnt), 벤처 캐피탈의 규모(VC Fund), 벤처 캐피탈의 투자액(VC Investment)와 시계열 상관관계로 분석하여 그 결과를 <그림 3>과 <표 2>에 정리하였다. 자료에서 2011년부터 2019년초까지 벤처 캐피탈의 수는 각각 103개와 149개, 투자액은 613억과 1,608억이며 지속적으로 증가하였다.



<그림 3> 시계열 상관분포

시계열 상관분포를 보면 키워드 “벤처 캐피탈”과 다른 데이터 간의 유의미한 상관분포를 확인할 수 없다. 그러나 키워드 “창업가”와 벤처 및 벤처 캐피탈 관련 데이터 사이에는 당해 기준으로 유의미한 상관분포가 있음을 확인할 수 있다. <표 2>의 시계열 상관관계를 보면 0.7 이상의 높은 상관관계가 존재하여 창업 관련된 연구 트렌드와 벤처 캐피탈의 성장은 연관이 있어 보인다.

<표 2> 시계열 상관관계

	Ent	VC Cnt	VC Fund	VC Inv
Ent	1	-	-	-
VC Cnt	0.882***	1	-	-
VC Fund	0.774***	0.841***	1	-
VC Inv	0.864***	0.993***	0.876***	1

Ent: 창업가 관련 키워드 수; VC Cnt: 벤처 캐피탈 수; VC Fund: 벤처 캐피탈 투자금액, VC Inv: 벤처 캐피탈 투자회사의 수
통계적 유의수준 표시는 다음과 같다: *** p-value < 0.001, ** p-value < 0.01, * p-value < 0.05

3.3. 벤처창업연구에서의 동향

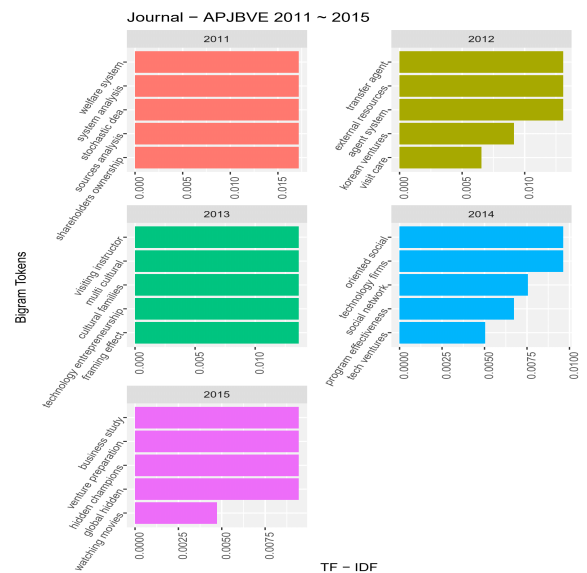
KCI의 키워드 동향 정보는 키워드들 간의 의미 있는 연결을 보여주지 못하는 한계를 보여준다. 일반적으로 단어 하나를 텍스트 분석의 토큰(Token)으로 사용하는 경우 의미를 보다 구체적으로 이해하기는 어렵다. 특히 주제가 두 개 이상의 단어로 구성되는 일이 흔한 연구 주제 영역에서는 한 개의 단어로 된 BOW(Bag of Words)를 사용하기보다는 두 개 이상의 단어를 하나의 토큰으로 사용하는 n-gram 분석이 의미가 있을 수 있다. 따라서 벤처창업학회에 등재된 논문 가운데 2011년부터 2019년까지 출간된 722편의 제목과 초록, 키워드를 바이그램(2-gram)로 변환하

여 분석을 진행했다. 기존 텍스트 마이닝 알고리즘을 효율적으로 활용하기 위해 영어로 표기된 정보를 입력값으로 사용했다.

문서의 코퍼스(Corpus)에 포함된 토큰을 단순히 빈도수로 측정하여 분석하면 내용을 차별화할 수 있는 핵심 토큰을 과소평가하는 대신 흔히 사용하는 일반적인 토큰은 과대평가할 위험이 있다. 이를 방지하기 위해 문서 내 빈도와 문서 간 빈도를 함께 고려하여 문서를 기준으로 두드러진 토큰에 더 많은 가중치를 가하는 TF-IDF(Term Frequency - Inverse Document Frequency) 값을 측정치로 사용하였다. 문서에 핵심적 정보와 관련된 토큰일수록 높은 TF-IDF 값을 보인다고 가정할 수 있다(Wang, Bendle and Cotte, 2015).

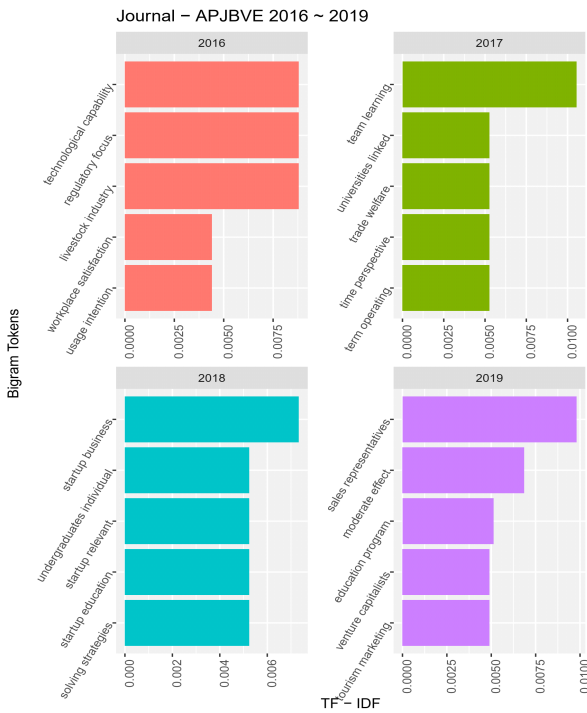
$$w_{i,j} = tf_{i,j} \times \log\left(\frac{N}{df_i}\right)$$

토큰의 가중치($w_{i,j}$)는 문서(j)에 포함된 토큰(i)에 대하여 토큰이 포함된 문서의 개수(df_i)와 문서 내의 토큰 빈도($tf_{i,j}$), 그리고 총 문서의 수(N)의 관계로 계산된다.



<그림 4> 벤처창업연구의 bi-gram 분석(2011~2015)

2011년부터 2019년까지 상위 5개의 TF-IDF 값을 가진 바이그램을 <그림 4>와 <그림 5>에 표시하였다. 벤처창업연구는 2006년부터 발간된 학술지로 비교적 초기에 해당되는 2011년과 2012년에 벤처나 창업에 직접적으로 관련된 바이그램 토큰이 부각되지 못했다. 그러나 2013년 이후 기술기반의 혁신에 관련된 내용이 두드러지는 것을 <그림 4>에서 확인할 수 있다(e.g., technology firms, tech venture, technology entrepreneurship).



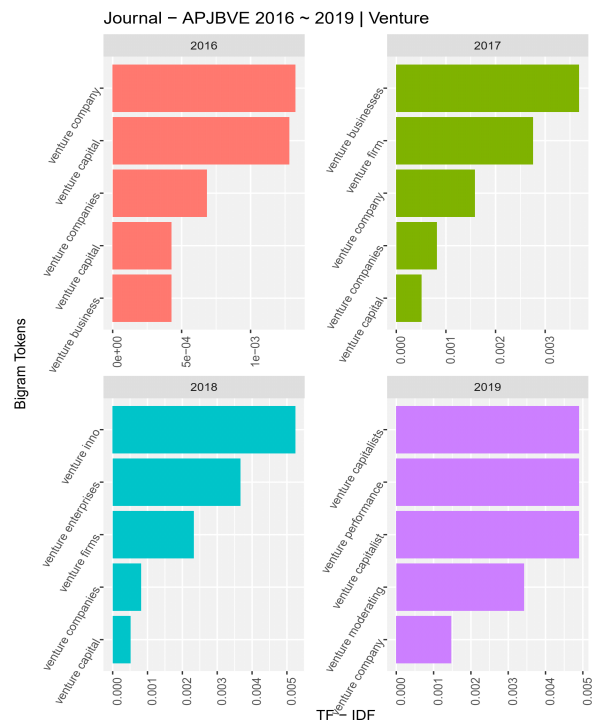
<그림 5> 벤처창업연구의 bi-gram 분석(2016~2019)

2016년 이후에는 보다 창업 기업에 대한 관심이 두드러져 주요 키워드로 startup business, startup relevant, startup education 등이 등장한다. 또한 2019년에 비로소 venture capitals가 주요 바이그램으로 등장하며 벤처창업연구의 주된 주제로 편입된 것을 확인할 수 있다.



<그림 6> Venture와 연관된 bi-gram(2011~2015)

바이그램 $t_{k;i,j} = \gamma(w_i, w_j)$ 는 순서가 있는 두 단어 w_i 와 w_j 의 의미적 연결을 활용하여 주제의 변화를 추적할 수 있도록 한다. w_i 가 venture인 경우에 벤처에 한정된 부속 주제가 w_j 에 뒤따를 가능성이 있다. 2011년부터 2019년까지 $t_{k;i=venture,j}$ 인 경우 TF-IDF가 높은 5개의 키워드를 추려 <그림 6>과 <그림 7>에 나타냈다. 그 결과 2014년 이후 벤처 캐피탈에 관한 관심이 커졌고 2016년 이후 벤처에 관한 세부 주제로 벤처 캐피탈이 지속적으로 주목받고 있다는 점을 확인할 수 있었다.



<그림 7> Venture와 연관된 bi-gram(2016~2019)

IV. 결론

Google Venture, Intel Capital, Qualcomm Ventures, Cisco Investment 등 벤처 캐피탈이 글로벌 벤처 산업을 견인하고 있다는 점을 생각해볼 때 한국의 벤처 산업 발전을 위한 연구 방향에 대한 고민이 필요한 시점이다. 국내에서도 삼성이나 LG 혹은 네이버와 같은 ICT기업을 중심으로 한 CVC가 점차 성장하고 있으나 벤처 캐피탈의 역할, 상생 방안, 정부와의 협조를 통한 글로벌 경쟁력을 갖춘 신성장 산업 육성 등에 보다 많은 지식을 축적할 필요가 있다.

본 연구는 KCI 데이터와 공공 통계 데이터, 그리고 벤처 창업연구의 데이터를 텍스트 마이닝 방법을 활용하여 분석하였다. 그 결과 벤처 캐피탈의 성장과 궤를 같이 하는 연구 성과의 축적이 지연되고 있음을 확인할 수 있었다.

또한 2019년 이후 벤처 캐피탈에 관한 관심이 커졌고, 벤처 연구에 있어서는 이미 2014년 이후 벤처 캐피탈이 주된 하위 주제로 선택되고 성장함을 확인하였다.

이러한 분석을 바탕으로 다음과 같은 과제를 제언한다. 첫째, 벤처창업연구는 벤처 캐피탈에 관련된 주요 연구 토픽들을 보다 더 적극적으로 발굴하려는 노력을 조직적으로 수행할 필요가 있다. 분석 결과에서도 확인할 수 있듯 벤처 캐피탈의 성장을 연구의 트렌드가 따라가지 못하고 있다. 이는 연구의 성과가 현실에 유의미한 영향을 미치지 못할 수 있다는 우려를 낳는다. 보다 활발하게 주제를 발굴하기 위해 벤처 캐피탈에 관한 탐색적 연구와 데이터 확보 및 공개를 통한 연구자의 성취 의욕을 자극할 필요가 있다. 둘째, 한국의 산업 특성과 정책적 특성을 반영한 벤처 캐피탈 연구가 필요하다. 벤처 캐피탈에 관한 이론적 또한 실증적 증거는 해외의 연구 성과로 확인할 수 있으나 한국의 정책 및 산업의 특성을 반영한 거시적 연구는 부족하다. 벤처 캐피탈의 투자 동기나 최적 IPO 시점을 연구하는 것 이외에 진정 벤처와 벤처 캐피탈 그리고 정책과의 연계 고리를 확인하고 그 동적 관계를 이해하는 노력이 필요하다. 이는 실체적 이론(substantive theory)을 구성함으로써 벤처 캐피탈을 둘러싼 환경과 이해 관계자들의 역할 및 상호관계를 이해함으로써 보다 더 미래 지향적인 비전과 전략을 제시하기 위해서다. 한국의 벤처창업 연구가 현실에 살아있는 결과를 제시하기 위해서다.

참고문헌

- 김철현(2020). 벤처투자 4兆 시대 개막...GDP 대비 비중 세계 4위(종합). 아시아경제. 2020/01/29, <https://view.asiae.co.kr/article/2020012911143786733>
- Baum, J. R., & Locke, E. A.(2004). The relationship of entrepreneurial traits, skill, and motivation to subsequent venture growth. *Journal of Applied Psychology*, 89(4), 587.
- Brav, A., & Gompers, P. A.(1997). Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *The Journal of Finance*, 52(5), 1791-1821.
- Davidsson, P., & Wiklund, J.(2007). Levels of analysis in entrepreneurship research: Current research practice and suggestions for the future. In *Entrepreneurship* (pp. 245-265). Springer.
- 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.
- Dushnitsky, G., & Lenox, M. J.(2005). When do incumbents learn from entrepreneurial ventures?: Corporate venture capital and investing firm innovation rates. *Research Policy*, 34(5), 615-639.
- Felizardo, K. R., Salleh, N., Martins, R. M., Mendes, E., MacDonell, S. G., & Maldonado, J. C.(2011). *Using visual text mining to support the study selection activity in systematic literature reviews*. 2011 International Symposium on Empirical Software Engineering and Measurement, 77-86.
- Glisby, M., & Holden, N.(2003). Contextual constraints in knowledge management theory: the cultural embeddedness of Nonaka's knowledge-creating company. *Knowledge and Process Management*, 10(1), 29-36.
- Gompers, P., & Lerner, J.(2000). The determinants of corporate venture capital success: Organizational structure, incentives, and complementarities. In *Concentrated Corporate Ownership* (pp. 17-54). University of Chicago Press.
- Hellmann, T., & Puri, M.(2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169-197.
- Kim, Y.-M., & Delen, D.(2018). Medical informatics research trend analysis: A text mining approach. *Health Informatics Journal*, 24(4), 432-452.
- Kortum, S., & Lerner, J.(2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 674-692.
- Lin, T. H., & Smith, R. L.(1998). Insider reputation and selling decisions: the unwinding of venture capital investments during equity IPOs. *Journal of Corporate Finance*, 4(3), 241-263.
- Malhotra, N. K., Wu, L., & Whitelock, J.(2013). An updated overview of research published in the *International Marketing Review*: 1983 to 2011. *International Marketing Review*, 30(1), 7-20.
- McGrath, R. G., MacMillan, I. C., Yang, E. A. Y., & Tsai, W.(1992). Does culture endure, or is it malleable? Issues for entrepreneurial economic development. *Journal of Business Venturing*, 7(6), 441-458.
- Nonaka, I., & Nishiguchi, T.(2001). *Knowledge emergence: Social, technical, and evolutionary dimensions of knowledge creation*. Oxford University Press.
- Octaviano, F. R., Felizardo, K. R., Maldonado, J. C., & Fabbri, S. C. P. F.(2015). Semi-automatic selection of primary studies in systematic literature reviews: is it reasonable? *Empirical Software Engineering*, 20(6), 1898-1917.
- Sahaym, A., Steensma, H. K., & Barden, J. Q.(2010). The influence of R&D investment on the use of corporate venture capital: An industry-level analysis. *Journal of Business Venturing*, 25(4), 376-388.

- Sahlman, W. A.(1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521.
- Stern, B. L., & Tseng, L. P. D.(2002). Do academics and practitioners agree on what and how to teach the undergraduate marketing research course? *Journal of Marketing Education*, 24(3), 225-232.
- Tallon, D., Chard, J., & Dieppe, P.(2000). Relation between agendas of the research community and the research consumer. *The Lancet*, 355(9220), 2037-2040.
- Tian, X., & Wang, T. Y.(2014). Tolerance for failure and corporate innovation. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 211-255.
- Wadhwa, A., & Kotha, S.(2006). Knowledge creation through external venturing: Evidence from the telecommunications equipment manufacturing industry. *Academy of Management Journal*, 49(4), 819-835.
- Weber, R.(2003). *Editor's comments: The reflexive researcher*. *MIS Quarterly*, v-xiv.
- Webster, J., & Watson, R. T.(2002). *Analyzing the past to prepare for the future: Writing a literature review*. *MIS Quarterly*, xiii-xxiii.