

# 기업벤처캐피탈의 모험적 투자: 미국 기업벤처캐피탈 투자에 미치는 산업특성과 투자경험의 영향 탐색

김도윤 (연세대학교 경영연구소 전문연구원)\*  
신동엽 (연세대학교 경영대학 교수)\*\*

## 국문 요약

본 연구는 기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 영향을 미치는 요인들에 대해 탐색한다. 기존 연구들이 기업벤처캐피탈을 모기업 사업 다각화와 신규 사업 진출을 위한 기업벤처링의 수단, 사업전략을 위한 전략적 투자자, 소유 지배 구조를 확장하기 위한 부정적인 역할을 수행하는 주체로 바라보는 것에 반해, 본 연구는 독립된 재무적 투자자이자 학습 주체로서 기업벤처캐피탈의 정체성에 주목한다. 구체적으로 본 연구는 변화하는 경영 환경에 대응하여 탐색을 시도하는 기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 주목하여, 기업벤처캐피탈로 하여금 기존에 투자하던 방식이 아닌 새로운 방식의 모험적 투자를 하게 하는 요인에 대해 분석한다. 이를 위해 산업 내 경쟁강도, 기업벤처캐피탈의 투자경험, 기업벤처캐피탈의 투자와 관련된 위험선호성향이 모험적 투자에 미치는 영향에 대해 실증분석하였다. 1996년부터 2017년까지 미국 기업벤처캐피탈의 기업정보, 투자정보를 기반으로 실증분석한 결과, 산업 내 경쟁강도가 강할수록, 투자경험이 많을수록, 스타트업의 후반 라운드에 투자를 주로 하는 기업벤처캐피탈일수록 상대적으로 모험적인 투자를 하지 않는 것이라는 가설이 모두 지지되었다. 주로 모기업과의 관계를 중심으로 기업벤처캐피탈의 투자에 대해 논의했던 기존 연구들과 달리, 독립된 투자자이자 탐색과 활용의 주체로서의 기업벤처캐피탈 투자에 대해 주목했다는 점에서 기업벤처캐피탈 정체성과 투자전략에 대한 논의의 폭을 확장하고, 기업벤처캐피탈이 스타트업 생태계에서의 역할에 대해 제고한다는 점에서 시사점이 있다.

핵심주제어: 기업벤처캐피탈, 경쟁강도, 투자경험, 투자성향

## 1. 서론

본 연구는 조직학습의 이론적 관점에서 기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 영향을 미치는 요인들에 대해 1996년부터 2017년까지 미국 기업벤처캐피탈의 기업정보, 투자정보를 기반으로 실증분석한다. 21세기 경영환경에서 스타트업과 벤처생태계가 활성화될수록 기업벤처캐피탈의 필요성과 산업 내에서의 역할에 대한 관심이 증가하고 있다. 최근 들어 기업벤처캐피탈의 투자규모가 늘어나고, 벤처생태계 참여가 증가하면서 전체 벤처캐피탈 투자 중 기업벤처캐피탈의 투자비중이 24%를 넘어섰고, 기업벤처캐피탈의 설립 역시 최대 최고 수준으로 설립되는 등(2018년 기준 264개) 기업벤처캐피탈 투자가 크게 증가하고 있다. 특히 본 연구의 분석대상이 되는 미국 스타트업 벤처생태계에서 2016년 963건(\$17.9억)에서 2020년 1,211건(\$40.2억)으로 기업벤처캐피탈 투자 규모가 증가하는 등 기업벤처캐피탈의 활약이 두드러지고 있다(CB Insights,

2020). 한편 대한민국 스타트업 생태계에서는 기업벤처캐피탈을 대기업에 종속되어 모기업의 방만한 경영, 소유자의 지분편법 승계, 소유 지배구조 확장 등을 위해 부정적인 역할을 수행하는 주체로 인식되어 공정거래법상 금산분리 원칙에 의해 설립에 제약이 있어왔으나, 2018년 이후 스타트업 생태계의 역동성 제고를 위해 대기업 투자자금이 스타트업으로 유입될 수 있도록 대기업 지주회사 내 벤처캐피탈 설립을 허용하고, 설립조건을 완화하는 등 기업벤처캐피탈을 통해 산업·경제 구조의 혁신을 시도하고 있다. 기업벤처캐피탈은 이처럼 기존 대기업들이 급격하게 변화하는 경영환경에 대응하기 위한 전략적 수단으로 설립되어, 주로 모기업이 새로운 사업 기회를 모색하거나 계열사 편입을 통해 지식과 자산을 확보하기 위한 전략적 목적으로 운영되어 왔고(김도현, 2013; Block & MacMillan, 1993; Dushnitsky & Lenox, 2005; 2006; Lee & Kang, 2015), 많은 기업벤처캐피탈의 투자자들 또한 모기업의 현재 핵심 사업을 지원하고자하는 목적을 기업벤처캐피탈 설립과 운영의 목적으로 제시하고 있다(Hill & Birkinshaw,

\* 주저자, 교신저자, 연세대학교 경영연구소 전문연구원, doyoon.kim@yonsei.ac.kr

\*\* 공동저자, 연세대학교 경영대학 교수, dshin@yonsei.ac.kr

· 투고일: 2021-01-28 · 1차 수정일: 2021-05-09 · 2차 수정일: 2021-06-12

· 게재확정일: 2021-06-23

2014).

반면에 본 연구는 독립된 학습 주체로서 기업벤처캐피탈의 정체성<sup>1)</sup>에 주목한다. 기업벤처캐피탈 회사(Corporate Venture Capital Firms)는 모기업 내에 속하여 기업벤처캐피탈 투자를 하는 기업벤처캐피탈 부서(Corporate Venture Capital Unit)와 달리 모기업과 독립적으로 분리된 재무적 투자 법인이자 변화하는 환경에 대응하여 탐색과 혁신을 시도할 수 있는 학습 주체이기도 하다. 이러한 관점에서 본 연구는 기업벤처캐피탈과 기업벤처투자에 대한 기존 연구들과 조직학 분야의 이론적인 기반을 두고 기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 대해 탐구하고자 한다. 구체적으로 본 연구는 기업벤처캐피탈로 하여금 기존에 투자하던 방식이 아닌 새로운 방식의 모험적 투자를 하는 데 영향을 미치는 선행요인들을 탐색한다. 이를 위해 기업벤처캐피탈과 벤처캐피탈의 투자에 관한 기존 문헌연구들을 기반으로, 첫째, 산업 내 경쟁강도가 기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 미치는 영향을 분석하고, 둘째, 모험적 투자에 영향을 미치는 기업벤처캐피탈의 과거 투자경험의 영향을 분석하였으며, 셋째, 기업벤처캐피탈의 투자 경향이 모험적 투자에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 이를 위해 1996년부터 2017년까지 미국 기업벤처캐피탈의 기업정보, 투자정보를 기반으로 실증분석하여 모든 가설들이 높은 수준의 신뢰수준에서 지지되었다.

## II. 이론적 배경

### 2.1 기존문헌연구

#### 2.1.1 기업벤처캐피탈의 양면적 정체성과 탐색

기업벤처캐피탈에 대한 기존 연구들은 주로 기업벤처캐피탈의 정체성과 설립목적에 초점을 두고 논의해왔다. 기업벤처캐피탈의 설립목적은 크게 전략적 목적과 재무적 목적 두 가지로 나눌 수 있다. 기존 연구들은 주로 모기업의 전략적 목적에 의해 설립된 기업벤처캐피탈의 정체성이 재무적 목적으로 설립된 독립벤처캐피탈(Independent Venture Capital, IVC)과 차별화된다고 보고하며(MacMillan et al., 1986; Siegel et al., 1988; Winters & Murfin, 1988), 기업벤처캐피탈의 투자활동은 모기업의 사업전략과 밀접한 관계가 있음을 강조하고 있다(Block & MacMillan, 1993). 한편 기업벤처캐피탈의 재무적 목적에 초점을 맞춘 연구들은 기업벤처캐피탈의 투자와 투자성과 자체에 주목하고 있다. 이 연구들에 따르면 모기업은 자회사인 기업벤처캐피탈의 투자가 모기업의 사업 성장하는 데 기여할 것으로 기대하는데 반해, 기업벤처캐피탈 내부 투자자들이 투자 의사결정을 할 때 고려하는 핵심요인 중 하나가 재무적으로 높은 수익을 얻는 것이라는 것이다(Chesbrough, 2002; Siegel et al., 1988). 기업벤처캐피탈에 대한 연구들의 주요한 관심은 기업벤처캐피탈 설립목적에서 정의되는 양면적 정체성과 이로 인해 발생하는 투자결과에 대한 것들이었다.

조직학습과 행동주의 이론을 연구하는 조직 연구자들은 모기업의 전략적 목적에 의해 설립된 기업벤처캐피탈을, 기존

조직의 성장과 생존을 위해 변화하는 환경에 대응하기 위한 탐색(Search)활동에 필요한 하위 부서로서의 역할에 주목하고 있다(Gompers, 2002; Birkinshaw & Hill, 2005; Lee, et al., 2018). 행동주의이론과 조직학습이론에서 환경변화에 대응하는 조직의 시도인 탐색에 대해 다양한 이론들을 제시한 March(1991)에 따르면, 조직이 변화하는 양상은 크게 기존에 조직이 보유하고 있는 경험, 지식, 기술, 역량, 루틴에 기반하여 변화를 시도하는 활용(Exploitation)과 조직이 경험하지 않은 새롭고 친숙하지 않은 지식, 기술, 역량, 영역을 탐색(Search)하려는 시도인 탐색(Exploration, 또는 탐험)으로 나눌 수 있다. 활용은 기존에 존재하는 시장과 고객 군을 대상으로 예측가능성을 기반으로 기존 지식들을 정교화하거나 발전시키고 효율성과 생산성을 향상시키는 것을 목표로 하는 데 반해, 탐색은 기존에 없던 시장과 고객 군을 대상으로 새로운 지식과 기술자원을 획득하는 효과성을 목표로 한다(He & Wong, 2004; March, 1991; Maula, 2001; Rosenkopf & Nerkar, 2001). 하지만 두 가지 변화 양상 또는 탐색 시도는 조직 내 주어진 자원 총량의 제약과 상충되는 내적특성으로 인해 균형을 이루기가 매우 어렵다(Levinthal & March, 1993; March, 1991).

탐색과 활용의 이론적 프레임워크를 기업벤처캐피탈의 설립목적에 적용하면, 모기업이 변화하는 환경에 대응하기 위해 기업벤처캐피탈 부서를 조직 내에 신설하여 새로운 기술을 탐색하거나, 사업기회를 모색하는 등의 탐색을 전담하는 역할을 담당하게 하고, 다른 부서들은 현재 사업을 영위하기 위해 기존 루틴과 역량, 지식을 개발하고 발전시키는 역할을 담당하게 하는 방향으로 구조를 설계함으로써 탐색과 활용의 균형을 달성하고자 한 것으로 볼 수 있다(Hill & Birkinshaw, 2014; Lee, et al., 2018). 이와 같이 기존 연구들은 기업벤처캐피탈 부서와 기업벤처캐피탈 투자를 모기업이 환경에 대응하여 탐색과 활용 등의 탐색을 시도하기 위한 사업부서와 활동으로 여겨왔다(Campbell et al., 2003; Hill & Birkinshaw, 2014; Keil et al., 2008; Schildt et al., 2005).

이에 반해 본 연구는 기업벤처캐피탈 부서가 아닌 기업벤처캐피탈 회사를 중심으로 벤처캐피탈 투자활동을 살펴보고자 한다. 특히 기업벤처캐피탈 회사의 재무적 투자자로서의 정체성과 주체적으로 환경변화에 대응하여 투자활동에 있어서 탐색을 시도하는 학습주체로서의 정체성에 주목한다. 기존 조직의 탐색활동을 수행하는 역할에서 나아가 독립된 조직으로서 기업벤처캐피탈 회사의 탐색과 변화의 시도를 '모험적' 투자라는 맥락에서 살펴보고자 한다.

#### 2.1.2 기업벤처캐피탈의 투자 의사결정 기준

본 연구는 "기업벤처캐피탈도 모험적인 투자를 할까?"라는 질문에서 시작하였다. 이 질문에 답하기 위해서는 기업벤처캐피탈과 기업벤처캐피탈의 투자에 대한 이해가 필요하다. 기업벤처캐피탈을 포함한 벤처캐피탈의 투자, 투자전략과 투자성

과에 대한 기존 연구들은 전통적으로 재무 분야에서 논의되어왔다. 벤처투자는 본질적으로 시장 위험(Market Adoption Risk), 기술 위험(Technology Risk), 사람 위험(People Risk), 규제 위험(Regulatory Risk), 투자자금 위험(Exit Risk)과 같은 위험들과 불확실성과 밀접한 관련이 있고(Black & Gilson, 1998; Fried & Hisrich, 1994; Wüstenhagen & Teppo, 2006), 일반적으로 벤처캐피탈 회사들은 위험회피(Risk-aversion)성향보다는 위험추구(Risk-seeking)성향의 투자를 할 것으로 인지되고 있다. 하지만 벤처캐피탈이 오히려 위험회피 성향이 강하다는 상반되는 연구도 제시되고 있다(오진섭·김병근, 2017; Zider, 1998).

Zider(1998)에 따르면, 기술 환경이 불확실하거나 시장수요를 예측하기 어려울 경우 벤처캐피탈은 위험을 추구하지 않고 투자 의사결정자들은 초기 단계 스타트업에 대한 투자를 회피하는 등 위험을 회피하는 투자를 한다고 제시하고 있다. 이와 같이 벤처캐피탈의 투자는 환경과의 관계를 함께 고려할 필요가 있다.

기업벤처캐피탈로 논의를 확장하면, 기업벤처캐피탈은 모기업이 탐색과 활용의 균형을 어렵게 하는 상충관계를 극복하고, 균형을 모색하기 위해 독립적으로 분리한 조직이라 할 수 있다(Hill & Birkinshaw, 2014; Lavie et al., 2010). 하지만 본 연구는 기업벤처캐피탈이 모기업이 필요로 하는 새로운 기술과 사업 기회를 모색하는 탐색 수단이라는 정체성뿐만 아니라(Lee & Kang, 2015), 벤처캐피탈 투자에 있어 새로운 투자 영역과 기회를 모색하는 탐색적 투자활동과 기존 투자경험과 지식을 기반으로 하는 활용적 투자활동을 하는 학습주체로서의 정체성에 주목하고자 한다. 이러한 맥락에서 기업벤처캐피탈의 투자는 독립벤처캐피탈 투자보다 보다 복잡한 투자 의사결정을 가진다. 본 연구는 기업벤처캐피탈의 투자 의사결정 과정에 대해 고찰하고 새로운 투자영역에 대한 투자와 기존 투자경험에 기반한 투자전략을 선택할 때 고려하는 요인들에 대해 주목하고자 한다.

기업벤처캐피탈의 탐색적 투자와 활용적 투자에 영향을 미치는 요인들을 살펴보기 위해, 벤처캐피탈의 투자 의사결정 프로세스와 투자 의사결정 기준을 이해할 필요가 있다. Tyejee & Bruno(1984)가 벤처캐피탈 연구 분야의 초석이 되는 이 연구에서 벤처캐피탈 투자 의사결정에서 가장 중요한 요소를 피투자회사 경영진의 경영능력으로 제시한 이후, 후속 연구들에서는 다양한 투자 의사결정 기준들이 제시되었다. Tyejee & Bruno(1984)는 시장매력도, 제품차별성, 경영능력, 환경 위험 및 현금화 가능성을, MacMillan et al.(1986)은, 창업자 특성 및 경험, 제품 및 시장 특성 등을 포함한 6개 카테고리 27개 기준을, Khan(1987), Riquelme & Rickards(1992) 등은 경영자의 성공에 대한 욕망, 창의성과 천재성, 끈기와 용기, 창업자의 지식, 경영숙련도 등 경영진의 개인적 특성을 제시하였다. 벤처캐피탈과 기업벤처캐피탈의 투자 의사결정 기준에 대한 최근 연구들은 표본규모를 확장하고 방법론적으로 정교화 하는 등의 방향으로 발전하고 있으나, Tyejee & Bruno(1984)의 기준들을 기초로 하고 수정·보완한 것이라 할

수 있다(Zacharakis & Meyer, 1998; 2000).

Tyejee & Bruno(1984)이 제시한 벤처캐피탈 투자 의사결정 기준 외에 벤처캐피탈 투자 의사결정 프로세스에서 고려하는 네 가지 축(Dimension)에도 주목할 필요가 있다. 벤처캐피탈 투자를 위해 조성된 펀드 규모(Size), 투자하는 벤처회사가 위치한 지역(Geographic Location), 투자하는 벤처회사의 기술과 시장(Technology and Market Sector) 그리고 투자받는 스테이지(Stage of Financing)이다. 본 연구 또한 벤처캐피탈 투자 의사결정에서 고려하는 위 네 가지 축을 중심으로 기업벤처캐피탈의 투자전략에 대해 살펴보고자 한다.

### 2.1.3 기업벤처캐피탈의 투자전략과 투자유형

기업벤처캐피탈의 투자전략을 이해하기 위해서는 벤처캐피탈의 투자전략과 투자유형을 살펴볼 필요가 있다. 벤처캐피탈 투자전략에 대한 기존 연구들은 투자위험 분산을 위해 투자 회사들이 속한 산업군, 지역, 투자 포트폴리오를 어떻게 다양하게 구성했는지 그리고 이러한 다각화가 투자성과 향상에 어떻게 기여하는 가에 초점을 두고 분석해왔다(Belderbos et al., 2018; Norton & Tenenbaum, 1993; Yang et al., 2014).

본 연구가 주목하고 있는 기업벤처캐피탈 투자는 벤처캐피탈 투자 의사결정 기준에 더하여 모기업의 벤처투자를 담당하는 부서 또는 조직으로써 모기업의 사업 다각화, 사업 포트폴리오 관리 등과 같은 전략적 목적을 고려하여 투자 포트폴리오를 구성한다(Chesbrough, 2002).

Chesbrough(2002)에 따르면 기업벤처캐피탈 투자유형은 투자 목적과 모기업과의 전략적 연관성에 따라 추진형(Driving), 탐색형(Emergent), 보완형(Enabling), 수동형(Passive) 네 가지 유형으로 분류할 수 있다. 먼저 추진형 투자는 모기업의 지속적 성장을 위해 전략사업 영역에 투자를 하는 것을 의미하고(i.e., 활용적 투자), 기업벤처캐피탈과 모기업 연계가 긴밀하고 전략적 투자목적이 강하다. 탐색형 투자는 모기업 사업전략 및 업무수행역량과 밀접하게 연계되어 있으나, 현재 진행 중인 사업보다는 미래 수익원이 될 수 있는 신규사업을 개발하는 영역에 투자하는 것을 의미한다(i.e., 탐색적 투자), 보완형 투자는 현재 모기업의 전략 및 운영목표와 관련 있지만 상대적으로 연계성이 낮은 영역인, 가치사슬 전후방 있는 공급자, 고객, 써드파티, 기술영역에 투자하는 것을 의미한다. 마지막으로 수동형 투자는 모기업 사업전략과 업무역량과 연계성이 낮은, 일반적인 벤처캐피탈의 재무적 목적투자과 유사하며, 투자수익을 핵심 목표로 하는 투자유형을 의미한다(이중훈, 2018).

벤처캐피탈 투자전략과 기업벤처캐피탈 투자유형에 관한 기존 연구들은 벤처캐피탈 투자가 현재 얼마나 다양한 영역의 기업 또는 투자처에 투자했는지에 대해서 많이 논의해왔으나, 벤처캐피탈과 기업벤처캐피탈이 다양한 투자목적과 정체성을 가지고 ‘모험자본’으로서 얼마나 모험적 투자를 했는지에 대해서는 상대적으로 논의되지 않았다. 예를 들어 기존 투자대

비 새로운 시장과 기술영역에 투자를 했는지, 다시 말해 기존 투자대비 얼마나 익숙하지 않은 섹터와 지역에 투자했는지에 대해서는 논의되지 않았다. 따라서 기업벤처캐피탈 투자에 탐색·활용의 프레임워크를 적용하여, 기업벤처캐피탈이 기존에 해왔던 투자 대비 얼마나 새로운 투자를 하였는지(탐색적 투자), 기존 투자에서 학습한 경험과 지식을 활용하여 투자를 하였는지(활용적 투자)에 대해 살펴보는 것은 이론적으로나 실무적으로 의의가 있다. 이와 같은 맥락에서 본 연구는 기업벤처캐피탈이 어떠한 상황에서 모험적 투자에 나서는지, 모험적 투자의 선행요인을 탐색하고자 한다.

## 2.2 연구모형 및 가설설정

기업벤처캐피탈 산업 내 경쟁강도(이하 산업 내 경쟁강도)와 모험적 투자: 조직생태학(Organizational Ecology), 전략경영, 조직학습 등 경영학 연구에서 경쟁은 조직 행동과 성과에 영향을 미치는 가장 중요한 요인 중 하나이다(March, 1991; Hannan & Freeman, 1977; 1984, Porter, 1980). Hannan & Freeman(1977; 1984)은 유사한 규모와 형태의 조직들은 유사한 자원과 환경에 의존하게 되어 유사한 구조적 제약의 영향을 받아 조직이 선택할 수 있는 전략과 구조가 유사해짐을 주장하였다. 이에 더해 Baum & Singh(1994)은 규모와 정책이 유사한 조직들 사이에서 집중적으로 발생하는 국지화된 경쟁(Localized Competition)에 대해 살펴봤으며, 산업조직론을 기초로 경쟁전략을 제시한 Porter(1980)는 특정한 시장과 산업을 둘러싼 기업 간 경쟁관계는 산업 구조에 의해 영향을 받고, 이에 따라 기업의 수익성, 성과, 시장참여, 제품차별화 등에 영향을 받는다고 제시하였다. 전략군(Strategic Group)에 대한 기존 연구들에서도 산업 내에서 유사한 규모, 유사한 전략적 선택을 하는 기업들 간의 경쟁관계와 경쟁자들의 행동에 대해 논의하고 있다(Caves & Pugel, 1980; Lahti, 1983; Porter, 1980).

강한 경쟁상황에 직면한 조직들이 모두 경쟁으로 수익성이 저해되고 성과가 낮아지는 부정적인 영향을 받는 것은 아니다. 높은 경쟁 상황을 맞이한 조직들이 문제해결적 탐색활동(Problemistic Search)을 통해 높은 경쟁강도로 인한 압력에서 탈피하기 위한 새로운 돌파구를 찾을 수도 있기 때문이다(Cyert & March, 1963). Stinchcombe(1990)과 Weick(1995)도 경쟁상황으로 인한 불확실성이 조직의 탐색활동(Search)을 증가시키는 경향이 있다고 주장하였다. 반면 제도주의이론의 정당성(Legitimacy) 담론에서 생각해보면 산업 내 기업들의 밀도와 경쟁강도가 높고 선도 기업들이 기존 산업에 많이 존재하는 경우, 해당 산업의 매력도가 높다는 정당성으로 작용할 수 있다. 이와 같이 산업 내 경쟁강도가 정당성 인지(Legitimacy Perception)로 작용할 경우에는 위험을 무릅쓰고 새로운 니치를 탐색하지 않을 것으로 예측한다.

본 연구에서 주목하고 있는 기업벤처캐피탈 역시 투자업무

를 하는 독립된 조직으로서, 기업벤처캐피탈 산업 내 경쟁자 수와 경쟁자 간 경쟁강도가 투자 의사결정에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 기업벤처캐피탈의 모기업들이 각자의 사업 분야에서 경쟁관계에 있듯이 기업벤처캐피탈도 전략적 관련성, 재무적 수익성 등 투자동기와 목적에 따라 다른 기업벤처캐피탈과 투자대상 선정부터 집행에 이르기까지 경쟁 관계의 영향을 받게 된다. 기업벤처캐피탈이 투자를 희망하는 스타트업에 투자를 유치하고자 하는 다른 기업벤처캐피탈 등 경쟁강도가 강해질수록 투자 금액, 투자 규모 등에 영향을 받게 되고, 투자를 체결하게 되어도 기업벤처캐피탈 보다는 스타트업에게 보다 유리한 투자 조건으로 계약을 맺게 될 가능성이 있다. 따라서 본 연구는 제도주의 이론의 정당성 의론에 따라, 기업벤처캐피탈 생태계의 경쟁강도가 강해질수록 기업벤처캐피탈들이 불리한 투자 조건, 위험을 무릅쓰고 새로운 기술영역에 투자하거나 새로운 시장에 모험적인 투자를 할 가능성이 낮을 것으로 예측한다.

### 가설 1: 강한 산업 경쟁강도는 기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

투자경험과 모험적 투자: 조직생태학과 조직학습 분야에서 조직 변화와 혁신, 새로운 지식과 기술 탐색과 관련된 핵심 개념 중 하나는 구조적 관성(Structural Inertia)과 근시안적 학습(Myopic Learning)이다. 먼저 조직생태학의 Hannan & Freeman(1984)에 따르면 큰 규모 조직은 작은 규모 조직에 비해, 오래된 조직이 신생 조직에 비해, 업무수행의 복잡성이 높고 관료제의 단점들이 많아짐에 따라 경직성이 높다. 이러한 경직성은 시장과 환경변화에 조직이 신속하게 대응하는데 있어 더 높은 구조적 관성의 압력으로 작용하게 된다. 조직학습이론에서는 조직들은 일반적으로 혁신을 위한 탐색 시도가 가지는 실패위험 때문에 기존에 보유하고 있는 지식과 시장 자원 활용에 치중하는 근시안적 학습의 경향을 가지게 된다고 주장한다. 새로운 기술, 새로운 시장영역에 대한 탐색은 높은 실패가능성으로 인해, 조직은 기존의 경쟁전략이나 사업 분야, 시장, 권한구조, 기술체계 등과 같은 핵심적인 요인들을 급진적으로 변화하는 것이 어렵다(Levinthal & March, 1993; March, 1991). 구조적 관성과 근시안적 학습과 관련된 이론적 담론을 기업벤처캐피탈 투자전략에 적용해보면, 새로운 기술과 시장 탐색활동의 높은 실패가능성은 투자를 전문으로 하는 조직인 기업벤처캐피탈들로 하여금 새로운 시장과 환경변화에 대응하기 위한 모험적 시도를 어렵게 하는 요인으로 작용할 가능성이 있다. 투자경험이 많다는 것은 기업벤처캐피탈 조직 또는 조직 내 투자인력에게 배태된(Embedded) 투자관련 지식이 많다는 것을 의미한다. 따라서 새로운 시장상황 변화, 기술 환경 변화에 대응하는 데 있어 기존에 기업벤처캐피탈이 보유한 지식들이 오히려 관성으로 작용하거나, 근시안적 학습효과로 인해 투자 의사결정에 영향을 미칠 가능성이 높을 것으로 본 연구는 예상된다. 따라서 본 연구는 기업벤처캐

피탈이 투자한 경험이 많을수록 새로운 기술과 시장영역에 모험적 투자를 할 가능성이 낮을 것으로 예측한다.

**가설 2: 누적된 투자 경험은 기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.**

투자성향과 모험적 투자: 벤처캐피탈 회사들은 모험자본이라는 이름과 정체성에서 알 수 있듯이 일반적으로 위험회피(Risk-aversion)성향보다는 위험추구(Risk-seeking)성향을 가진 것으로 인지되고 있다. 하지만 Zider(1998) 연구 등에 따르면, 벤처캐피탈 회사들이 오히려 위험회피 성향이 강하다는 상반되는 관점도 제시되고 있다. 예를 들어 기술 환경이 불확실하거나 시장수요를 예측하기 어려운 상황에서 벤처캐피탈 회사들은 위험을 추구하지 않고 투자 의사결정자들 또한 초기 단계 스타트업에 대한 투자하지 않는 등 위험회피 성향을 보이는 것으로 기존 연구들은 보고하고 있다. Khanin et al.(2008)은 벤처캐피탈 회사의 주요 투자 의사결정 기준으로 위험(Risk)을 제시하고 있고, Shrader et al.(1997), Muzyka et al.(1996), Mishra(2004), Eloranta(2018) 등은 투자위험과 직접적으로 연관된 재무적 특성인 예상수익률과 회수시기를 제시하고 있다. 이희우·정희석(2012)은 벤처캐피탈 회사의 투자는 초기 투자부터 회수까지 오랜 시간이 소요되는 높은 위험을 감수한 투자이기 때문에 투자단계와 회수시기는 위험과 매우 밀접한 관련이 있으며 투자자금 회수까지 오래 시간이 걸리는 투자를 집행한다는 것은 보다 높은 위험을 감수하는 것이라고 제시하고 있다.

벤처캐피탈 회사의 투자 의사결정기준인 투자단계와 회수시기를 피투자사인 스타트업의 성장단계, 투자 라운드 관점에서 살펴보면, 초기 단계 스타트업일수록 생존과 성공 가능성이 낮고, 증권거래소 상장 등을 통해 회수단계에 이른 스타트업일수록 이미 시장에서의 검증이 된 불확실성이 낮은 회사라 할 수 있다. 스타트업의 투자 라운드도 위험과 관련이 있는데, 다른 투자자가 투자하지 않은 최초 투자단계(Seed Stage)에서 투자하거나 소수 투자자만이 투자할 가능성이 높은 초반 라운드에 투자하는 것은, 다른 투자자가 투자한 이후에 투자하거나 다수 투자자가 투자할 가능성이 높은 후반 라운드에 투자하는 것보다 위험이 크다 할 수 있다. 이와 같은 맥락에서 본 연구는 기업벤처캐피탈의 투자경험으로 기업벤처캐피탈의 위험추구, 위험회피와 관련된 투자성향을 미루어볼 때, 스타트업의 후반 라운드에 주로 투자하는 것은 상대적으로 강한 위험회피 투자 성향, 초반 라운드에 투자하는 것은 상대적으로 약한 위험추구 성향을 의미한다고 할 수 있다. 따라서 본 연구는 스타트업의 후반 라운드에 주로 투자하는 투자 성향이 기업벤처캐피탈이 새로운 기술과 시장영역에 모험적 투자를 할 가능성을 낮출 것으로 예측한다.

**가설 3: 스타트업 후반 투자 라운드에 투자하는 기업벤처캐피탈의 투자 성향은 기업벤처캐피탈의 모험적 투자**

에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

**III. 실증분석**

**3.1 연구방법과 자료수집**

**3.1.1 데이터 수집과 분석**

기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 미치는 선행요인을 탐색하기 위해 본 연구는 1996년부터 2017년까지 미국 기업벤처캐피탈의 투자데이터, 재무데이터를 기반으로 패널데이터를 구성하여 실증분석하였다. 실증분석에 필요한 투자정보, 재무정보는 Thomson Reuters EIKON 데이터베이스에서 수집하였다. 분석기간은 벤처캐피탈 관련 기존 연구들에서 현대적인 형태의 벤처캐피탈 붐이 시작되었던 1996년을 시작년도로 하였고(Gompers & Lerner, 2001; Metrick, 2006), 종료년도는 연구수행시점에서 수집 가능한 가장 최근 회계연도까지로 하였다. 기업벤처캐피탈 기업정보는 지역정보, 기업유형, 설립년도, 조직원수, 펀드정보, 재무정보를 포함하고 있으며, 기업벤처캐피탈 투자정보는 피투자사 산업, 지역정보, 투자관련 정보(i.e., 투자금액, 참여라운드, 스테이지, 기타)으로 구성되어 있다. 분석집단은 정부관련, 대학관련 기업벤처캐피탈을 제외한 기업벤처캐피탈 중 2년 이상 투자를 한 기업들을 선정하였다. 최초에는 550개 기업벤처캐피탈의 4,022개의 투자정보를 수집하였으나, 분석의 엄밀함을 위해 자료 누락이 있는 기업 데이터를 제외하여 최종적으로 85개 기업벤처캐피탈의 2,306개 투자정보를 수집하였다. 분석에 포함된 관측값은 542개(Firm by Year)이다. 연구모형에 사용된 모든 독립변수와 통제변수는 역인과 관계(Reverse Causality) 발생가능성을 피하기 위해 종속변수보다 1년 앞선 값을 사용하였다.

**3.2 변수의 조작적 정의 및 측정**

**3.2.1 종속변수: 모험적 투자**

Tyebee & Bruno(1984) 연구의 벤처캐피탈이 의사결정을 할 때 고려하는 네 가지 차원; 투자할 수 있는 벤처펀드의 투자 규모(Investment Size), 투자하려는 벤처회사의 기술과 시장영역(Technology and Market Sector), 벤처회사가 위치한 지역(Geographic Location) 그리고 투자하는 스테이지와 라운드(Investment Stage and Round)이 있다. 본 연구는 이 네 차원을 고려하여 기업벤처캐피탈의 조직적 관점에서 현재 보유하고 있지 않고, 경험한 적 없는 새로운 지식과 정보를 바탕으로 투자를 탐색적으로 시도해야하는 모험적 투자를 두 가지 종속변수로 측정하였다. 첫째, 기존 벤처캐피탈 투자 관련 연구들과 실무에서 벤처캐피탈이 모험자본에 충실한 지에 대한 지표로 인정받는 투자 단계를 고려하여, 새로운 투자 단계에 투자할 경우를 1(모험적 투자), 그렇지 않으면 0으로 더미변수로 측정하였다. 다음으로 새로운 기술과 시장영역 투자를 기업벤처캐피탈의 두 번째 모험적 투자로 측정하였다. 이를 위해 투자한 벤처회사의 네 자리 산업분류코드(US SIC Code) 첫 두 자리

가 다른 산업 내 벤처회사에 투자할 경우를 1(모험적 투자), 그렇지 않으면 0으로 더미변수를 생성하여 연구모형에 포함하였다.

### 3.2.2 독립변수: 경쟁강도, 투자성향, 투자경험

**경쟁강도:** 경쟁강도는 전략경영, 조직생태학, 조직학습 분야의 이론적 전통에 따라 산업 내 전체 경쟁자 수가 조직의 탐색과 활용 의사결정에 영향을 미칠 수 있다(Hannan & Freeman, 1977; 1984, Porter, 1980; March, 1991). 특히 본 연구에서 주목하고 있는 기업벤처캐피탈 역시 투자업무를 전문으로 하는 독립된 조직으로서, 기업벤처캐피탈 산업 내 경쟁자의 수에 영향을 받는 경쟁강도가 투자 의사결정에 영향을 미칠 것으로 예상하였다. 따라서 본 연구는 연간 기업벤처캐피탈 기업 수를 합산하여 산업 경쟁강도로 측정하여 연구모형에 포함하였다.

**투자경험:** 행동주의이론(Behavioral Theory)과 조직학습이론에서는 조직이 경험을 축적함에 따라 새로운 지식과 기술을 탐색하는 활동에 미치는 영향이 차별화된다고 제시하고 있다(Cyert & March, 1963). 조직은 다양한 시행착오(Trial and Error)를 통해 경험을 쌓고, 학습한 결과들을 조직 시스템, 구조, 전략, 루틴(Routine) 등에 배태(Embedded)하며, 이를 활용하여 불확실성이 높은 의사결정과 행동에 활용하게 된다(Crossan et al., 1999; Nelson & Winter, 1982). 따라서 본 연구는 기업벤처캐피탈의 모험적 투자 의사결정에 영향을 미치는 두 번째 독립변수, 투자경험을 측정하기 위해 기업벤처캐피탈 회사의 연간 투자건수를 측정하여 연구모형에 포함하였다.

**투자성향:** Tyebjee & Bruno(1984) 연구에 따라 벤처캐피탈의 의사결정을 할 때 고려하는 네 가지 차원 중 투자 스테이지와 라운드를 세 번째 독립변수인 투자성향으로 측정하였다. 이를 위해 먼저 기업벤처캐피탈의 투자건별 투자 라운드를 확인하여 연단위로 평균을 내었다. 투자 라운드의 평균이 작을수록 회수까지 오래시간이 걸리는 초기 스타트업에 투자를 많이 하는 성향 즉, 위험추구 성향이 강하고 투자 라운드의 평균이 클수록 상대적으로 초기 스타트업에 투자를 하지 않는 성향 즉, 위험회피 성향이 강할 것으로 인지하고 이를 변수로 측정하였다.

### 3.2.3 통제변수

**외생적 충격:** 조직이 속한 산업 밖에서 발생하는 위기와 충격은 산업 내 조직과 이해관계자들의 의사결정에 직간접적인 영향을 미친다. 2007년 미국 발 글로벌 금융위기(Global Financial Crisis)는 미국 부동산, 금융뿐만 아니라 전 세계 금융과 경제에 영향을 미친 중요한 사건이었다. 2007년 글로벌 금융위기는 당시 전 벤처회사와 벤처캐피탈에도 큰 영향을 미쳐 많은 기업들이 파산하거나 투자금액을 줄이는 등의 여파가 있었다(Gompers & Lerner, 2001). 본 연구의 분석대상이 되는 미국 기업벤처캐피탈 산업에서도 이 산업 밖에서 발생

한 외생적 충격의 영향으로 벤처캐피탈 산업에서 가장 핵심 활동이 되는 투자금액, 펀드규모가 급격하게 감축하였으며, 투자활동 의사결정에 영향을 받았다. 따라서 본 연구는 글로벌 금융위기가 발생한 2007년을 더미변수로 측정하여 산업 내 외생적 충격이 미치는 영향을 통제하였다.

**산업 내 위기:** 조직이 속한 산업 내의 위기는 보다 직접적으로 조직 경영활동과 의사결정에 영향을 미친다. 산업 내 위기는 조직과 조직이해관계자들의 의사결정을 경직되게 하는 영향을 미친다(Staw et al., 1981). 미국의 벤처산업, 벤처캐피탈산업은 1995년 중반부터 2000년까지 전에 없던 호황을 맞았으나, 하지만 2001년을 정점으로 인터넷·IT버블(The dot-com implosion and the economic recession)이 꺼지고 이후 몇 년간 불황을 맞았다(Gompers & Lerner, 2001; Lerner, 2002; Metrick, 2006). 따라서 본 연구는 미국 벤처산업, 벤처캐피탈산업의 위기였던 2001년을 더미변수로 생성하고 모형에 포함하여 산업 내 위기가 기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 미치는 영향을 통제하였다.

**산업 내 위기의 경과효과:** 앞서 언급한 것처럼 산업 내 위기는 발발한 시점부터 일정기간 그 효과가 유지된다. 하지만 그 효과는 위기가 시작된 시점 이후 시간이 흐름에 따라 그 영향력이 감소하는 경향이 있다. 따라서 본 연구는 2001년 산업 내 위기 이후 경과한 시간의 흐름을 측정(관측시점년도-2001년)하여 산업 내 위기의 경과효과가 미치는 영향을 통제하였다.

**조직연령:** 행동주의이론과 조직학습 분야 연구들은 조직이 환경변화에 대응하여 변화를 시도하는데 있어 조직연령이 중요한 영향을 미친다고 보고하고 있다. 이 연구들에 따르면 조직연령이 높으면 새로운 변화를 시도하기 어려워지고(Hannan & Freeman, 1977; 1984), 조직연령이 낮으면 상대적으로 보다 모험적인 변화를 시도하는 성향을 가지게 된다(Huergo & Jaumandreu, 2004). 본 연구는 조직연령이 기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 미치는 영향을 통제하기 위해 관측시점에서 설립년도를 뺀 값을 조직연령으로 측정하여 모형에 포함하였다.

**조직규모:** 조직생태학과 조직학습 연구들은 조직규모를 성과, 생존, 변화에 중요한 영향을 미칠 수 있는 잠재적 요인으로 제시하고 있다(Cyert & March, 1963; Levinthal & March, 1993; Dobrev et al., 2001). 조직학습, 전략경영연구에서 조직규모를 각 조직의 자본금이나 매출액 규모와 같은 재무적 자료를 통해 측정하는 전통에 따라 본 연구도 기업 자산규모를 표준화한 값을 조직규모로 측정하여 모험적 투자에 미치는 잠재적 영향을 통제하였다.

**운영인력:** 독립벤처캐피탈과 기업벤처캐피탈에서 운영인력은 조직 내 투자관련 경험과 지식이 배태되는 대상이 된다. 또한 투자 운영인력은 투자를 결정하거나 추천을 받는 투자 네트워크, 피투자사인 스타트업들의 사후관리를 담당하는 역할을 수행할 수 있다. 따라서 본 연구는 기업벤처캐피탈 투자 운영인력 수를 모형에 포함하여 투자의사결정에 미치는 영향

을 통제하였다.

누적투자건수: 본 연구는 두 번째 독립변수인 투자경험과 관련하여 연 단위 투자경험이 모험적 투자의사결정에 미치는 영향 이외에 기업벤처캐피탈 조직 내에 누적된 경험 또한 투자의사결정에 영향을 미칠 가능성을 고려하였다. 이를 통제하기 위해 관측시점 이전연도까지 누적투자건수를 모형에 포함하여 누적투자경험의 잠재적 영향을 통제하였다.

투자금액: 기업벤처캐피탈의 투자 의사결정, 수익성, 회수시기와 같은 재무적 특성에 영향을 미칠 수 있는 투자금액의 영향을 통제하기 위하여 본 연구는 연간 총 투자금액을 합산하여(단위: Million USD) 모형에 포함하였다.

### 3.3 통계분석과 결과

본 연구는 산업 내 경쟁강도와 기업벤처캐피탈 투자경험, 투자성향이 기업벤처캐피탈들이 모험적 투자를 하는데 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 기업벤처캐피탈의 모험적 투자를 종속변수로, 산업 내 경쟁강도, 기업벤처캐피탈 투자경험, 투자성향을 독립변수로 측정하여 통계적으로 실증분석하였다. 시계열 패널데이터 분석을 위한 통계적 방법으로 이항변수 분석을 위한 일반화추정방정식(GEE, Generalized Estimation Equation)과 로짓회귀분석(Logit Regression) 등 복수의 통계분석 방법을 사용하여 방법론적인 엄밀함을 높이고자 하였다. 재무관리, 조직연구, 전략경영 분야 기존 연구들에서 많이 사용하는 통계분석방법인 일반화추정방정식은, 조직 내,

조직 간 변동성을 분석하거나, 산업 내 집단수준의 평균적 경향성을 예측하는데 장점이 있다(Zeger & Liang, 1986). 또한 유사한 통계분석 방법 계열인 최대우도추정방법(MLE, Maximum Likelihood Estimation)과 마찬가지로, 분석대상이 되는 시계열패널데이터의 공분산을 가정하지 않아도 된다는 점, 자기상관(Autocorrelation)의 문제와 회귀분석 후 잔차 간 지연효과(Lagged Effect) 문제를 해결할 수 있는 장점이 있다. 일반화추정방정식으로 추정된 분석결과와 로짓회귀분석으로 추정된 분석결과 모두 통계적으로 매우 높은 신뢰수준에서 가설에서 예측한 방향과 동일한 결과를 보였다.

<표 1> 변수 기초통계량

|    | 변수명         | 평균     | 표준편차   | 최소값    | 최대값     |
|----|-------------|--------|--------|--------|---------|
| 1  | 모험적투자:새로운단계 | .668   | .471   | .000   | 1.000   |
| 2  | 모험적투자:새로운영역 | .775   | .418   | .000   | 1.000   |
| 3  | 경쟁강도        | 83.095 | 7.636  | 63.000 | 92.000  |
| 4  | 투자경험        | 1.161  | 3.625  | .000   | 64.000  |
| 5  | 투자성향        | 1.092  | 2.151  | .000   | 14.000  |
| 6  | 산업외생적충격     | .010   | 1.022  | -.218  | 4.581   |
| 7  | 산업내위기       | .010   | 1.022  | -.218  | 4.581   |
| 8  | 산업내위기의경과효과  | 6.476  | 5.414  | .000   | 16.000  |
| 9  | 조직연령        | 25.386 | 27.586 | .000   | 140.000 |
| 10 | 조직규모        | 8.066  | 2.091  | .000   | 12.909  |
| 11 | 운영인력        | 8.739  | 1.983  | 1.792  | 12.981  |
| 12 | 누적투자건수      | 14.274 | 32.758 | .000   | 322.000 |
| 13 | 투자금액        | 6.023  | 34.128 | .000   | 937.380 |

<표 2> 변수간 피어슨 상관관계

| 변수명 | 1      | 2      | 3      | 4      | 5     | 6      | 7      | 8      | 9     | 10    | 11    | 12    | 13    |
|-----|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1   | 1.000  |        |        |        |       |        |        |        |       |       |       |       |       |
| 2   | .298*  | 1.000  |        |        |       |        |        |        |       |       |       |       |       |
| 3   | -.112* | -.132* | 1.000  |        |       |        |        |        |       |       |       |       |       |
| 4   | -.259* | -.174* | -.018  | 1.000  |       |        |        |        |       |       |       |       |       |
| 5   | -.248* | -.345* | .034   | .278*  | 1.000 |        |        |        |       |       |       |       |       |
| 6   | -.017  | -.047  | .056*  | .010   | .034  | 1.000  |        |        |       |       |       |       |       |
| 7   | -.178* | -.003  | -.091* | .188*  | .056* | -.050* | 1.000  |        |       |       |       |       |       |
| 8   | -.032  | -.080* | .849*  | -.088* | -.043 | .022   | -.268* | 1.000  |       |       |       |       |       |
| 9   | .045   | -.013  | .123*  | .026   | .068* | .002   | -.043  | .147*  | 1.000 |       |       |       |       |
| 10  | -.060  | -.045  | .308*  | .146*  | .159* | .031   | -.024  | .285*  | .237* | 1.000 |       |       |       |
| 11  | .022   | -.016  | .180*  | .043   | .109* | .020   | -.024  | .182*  | .218* | .854* | 1.000 |       |       |
| 12  | -.135* | -.037  | .217*  | .439*  | .255* | .016   | -.038  | .210*  | .124* | .231* | .090* | 1.000 |       |
| 13  | -.175* | -.128* | -.014  | .729*  | .144* | .002   | .216*  | -.070* | .021  | .113* | .017  | .293* | 1.000 |

<표 1>과 <표 2>는 분석에 사용된 모든 변수들의 기초통계량과 상관관계를 요약하여 기술하였다. <표 1>에 기술한 변수 간 상관관계표에서 산업 내 경쟁강도와 산업 내 위기의 경과효과 간 높은 수준의 상관계수( $r>.060$ )가 관측되어, 추가적으로 VIF(Variance Inflation Factor)를 계산하여 변수 간 다중공선성 문제의 가능성을 확인하였다. 회귀분석 시행 이후 VIF

값을 계산한 결과 모든 변수의 VIF값이 5를 넘지 않는 낮은 수준의 VIF값(평균 2.58)을 가짐을 확인하였다. 이 정도 수준의 VIF값은 Chatterjee & Hadi(2013) 연구에서 제시한 바와 같이 다중공선성 문제를 야기하지 않는 일반적인 사회과학 분야의 수준이라 할 수 있다(Chatterjee & Hadi, 2013).

<표 3>와 <표 4>는 일반화방정식추정 방법론을 통해 새로

운 단계에 대한 모험적 투자와 새로운 영역에 대한 모험적 투자에 영향을 미치는 요인을 검증한 분석결과를 보여주고 있다. 모형 1과 모형 6은 기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 잠재적인 영향을 미칠 것이라 추측한 통제변수만을 포함한 모형으로, 예상한 바와 같이 산업 내 위기의 부정적 영향과 투자금액이 모험적 투자에 유의미한 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다. <표 3> 모형 2-5, <표 4> 모형 7-10은 본 연구가 제시한 가설을 검증하기 위한 독립변수들의 통계분석결과이다. 모형 2와 모형 6에서는 가설 1에서 예상했던 것과

<표 3> 일반화추정방정식 분석결과: 새로운 투자 단계

| 변수명             | 모형 1               | 모형 2               | 모형 3               | 모형 4               | 모형 5                |
|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| 경쟁강도            |                    | -.105*<br>(.049)   |                    |                    | -.105*<br>(.050)    |
| 투자경험            |                    |                    | -.113***<br>(.031) |                    | -.100**<br>(.031)   |
| 투자성향            |                    |                    |                    | -.225***<br>(.043) | -.206***<br>(.045)  |
| 산업외생적충격         | -.064<br>(.091)    | -.054<br>(.091)    | -.048<br>(.093)    | -.029<br>(.092)    | -.004<br>(.094)     |
| 산업내위기           | -.305***<br>(.075) | -.244**<br>(.079)  | -.304***<br>(.077) | -.320***<br>(.077) | -.260**<br>(.083)   |
| 산업내위기 경과효과      | -.027<br>(.025)    | .077<br>(.052)     | -.042†<br>(.025)   | -.024<br>(.026)    | .062<br>(.053)      |
| 조직연령            | .008 †<br>(.005)   | .008 †<br>(.005)   | .007<br>(.005)     | .011*<br>(.005)    | .010 †<br>(.005)    |
| 조직규모            | -.260<br>(.131)    | -.227 †<br>(.134)  | -.204<br>(.134)    | -.322*<br>(.140)   | -.201<br>(.143)     |
| 운영인력            | .222 †<br>(.116)   | .206 †<br>(.118)   | .193 †<br>(.119)   | .277*<br>(.123)    | .202<br>(.126)      |
| 누적투자건수          | -.003<br>(.002)    | -.002<br>(.002)    | .000<br>(.003)     | .000<br>(.002)     | .002 †<br>(.003)    |
| 투자금액            | -.005*<br>(.002)   | -.005*<br>(.002)   | .001<br>(.003)     | -.005 †<br>(.002)  | .001<br>(.003)      |
| 상수              | 1.643**<br>(.567)  | 9.626**<br>(3.775) | 1.682**<br>(.573)  | 2.067***<br>(.609) | 10.043**<br>(3.916) |
| N               | 551                | 551                | 551                | 551                | 551                 |
| Firms           | 85                 | 85                 | 85                 | 85                 | 85                  |
| Wald Chi-Square | 36.68              | 35.51              | 44.00              | 55.69              | 61.92               |

\*\*\*p < .001, \*\*p < .01, \*p < .05 † p < .10

<표 4> 일반화추정방정식 분석결과: 새로운 투자 영역

| 변수명        | 모형 1            | 모형 2              | 모형 3               | 모형 4               | 모형 5               |
|------------|-----------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 경쟁강도       |                 | -.091**<br>(.034) |                    |                    | -.098**<br>(.036)  |
| 투자경험       |                 |                   | -.095***<br>(.029) |                    | -.074**<br>(.028)  |
| 투자성향       |                 |                   |                    | -.287***<br>(.043) | -.270***<br>(.042) |
| 산업외생적충격    | -.092<br>(.078) | -.080<br>(.078)   | -.079<br>(.078)    | -.043<br>(.083)    | -.028<br>(.082)    |
| 산업내위기      | .042<br>(.079)  | .103<br>(.081)    | .054<br>(.080)     | .045<br>(.081)     | .114<br>(.084)     |
| 산업내위기 경과효과 | -.032<br>(.022) | .062<br>(.040)    | -.040 †<br>(.022)  | -.035<br>(.023)    | .055<br>(.042)     |
| 조직연령       | -.001<br>(.004) | -.001<br>(.004)   | -.002<br>(.004)    | .001<br>(.004)     | .001<br>(.004)     |
| 조직규모       | .041<br>(.119)  | .092<br>(.123)    | .096<br>(.127)     | .020<br>(.123)     | .113<br>(.133)     |
| 운영인력       | -.034<br>(.108) | -.060<br>(.111)   | -.061<br>(.115)    | -.004<br>(.111)    | -.048<br>(.119)    |

| 누적투자건수          | .000              | .001               | .001            | .004              | .006*              |
|-----------------|-------------------|--------------------|-----------------|-------------------|--------------------|
|                 | (.002)            | (.002)             | (.003)          | (.002)            | (.003)             |
| 투자금액            | -.006**<br>(.002) | -.006**<br>(.002)  | -.001<br>(.003) | -.006**<br>(.002) | -.001<br>(.003)    |
| 상수              | .885 †<br>(.527)  | 7.694**<br>(2.620) | .871<br>(.559)  | 1.265*<br>(.538)  | 8.591**<br>(2.820) |
| N               | 542               | 542                | 542             | 542               | 542                |
| Firms           | 85                | 85                 | 85              | 85                | 85                 |
| Wald Chi-Square | 10.91             | 17.54              | 18.93           | 55.15             | 64.70              |

\*\*\*p < .001, \*\*p < .01, \*p < .05 † p < .10

산업 내 경쟁강도가 모험적 투자에 미치는 영향이 음의 부호 ( $\beta = -.105, -.091$ )로 유의하게 추정되고 있으므로( $p\text{-value} < .030, .007$ ), 가설 1은 높은 신뢰수준으로 지지되었다.

이 결과를 통해 산업 내 경쟁강도가 높아질수록 기업벤처캐피탈은 모험적 투자를 하지 않는 보수적인 투자전략을 선택하는 것으로 해석할 수 있다. 모형 3, 모형 7은 가설 2에서 제시한 두 번째 독립변수, 기업벤처캐피탈의 투자경험이 모험적 투자에 미치는 영향을 검증한다. 가설 2에서 예측했던 것과 동일하게 음의 부호( $\beta = -.113, -.095$ )로 높은 신뢰수준에서 유의하게 추정되었다( $p < .000, .001$ ). 이는 기업벤처캐피탈의 투자경험이 많고 투자건수가 많을수록 모험적 투자에 대해 소극적이며, 관성적인 투자를 하는 것으로 해석할 수 있다. 모형 4와 모형 9의 분석결과는 가설 3에서 예측한 바와 같이 음의 부호( $\beta = -.225, -.287$ )로 유의하게 추정되고 있으므로( $p < .000, .000$ ), 평균적으로 벤처회사의 후반부 투자라운드에 투자를 많이 하는 기업벤처캐피탈일수록 모험적 투자를 하지 않을 것이라는 가설 3 또한 매우 높은 통계적 신뢰수준에서 지지되었다. 스타트업의 후기 라운드에 투자를 많이 하는 투자 성향은 기업벤처캐피탈의 새로운 영역뿐만 아니라 새로운 단계의 스타트업 투자에 부정적 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 마지막으로 모든 독립변수를 모두 포함한 모형 5, 모형 10에서도 모든 독립변수들이 가설에서 예측한 것과 동일한 방향으로 높은 신뢰수준에서 유의함을 확인하였다.

#### IV. 토론 및 결론

스타트업 생태계가 활성화되고 있는 것은 전 세계적인 추세이다. 정부의 벤처기업 지원정책, 모험자본의 적극적 투자를 비롯하여 기업벤처캐피탈을 통한 기존 기업의 참여 또한 활발하게 진행되고 있으나(김도현, 2013), 독립벤처캐피탈의 투자전략, 투자성향에 이론적 학문적으로 풍부하게 논의되어온 것에 비해 기업벤처캐피탈의 정체성과 투자전략, 투자성향에 대한 논의는 상대적으로 부족하였다. "기업벤처캐피탈도 모험적인 투자를 할까?"라는 질문에 대한 답을 찾기 위해 시작한 본 연구는 기업벤처캐피탈의 양면성 정체성, 투자전략과 투자 유형을 고찰하고, 기업벤처캐피탈이 기존에 투자하던 전략과 유형이 아닌 새로운 방식의 모험적 투자를 하는 데 영향을 미치는 선행요인들을 탐색하고 실증분석하였다. 1996년부터 2017년까지 미국 기업벤처캐피탈의 투자데이터, 재무데이터로

구성된 패널데이터를 기반으로 실증분석한 결과, 산업 내 경쟁강도가 기업벤처캐피탈로 하여금 모험적 투자를 할 가능성을 낮출 것이라는 첫 번째 가설, 기업벤처캐피탈의 투자경험이 많을수록 모험적 투자를 하지 않을 것이라는 두 번째 가설, 스타트업 후반 라운드에 주로 투자하는 기업벤처캐피탈일수록 모험적 투자를 하지 않을 것이라는 세 번째 가설 모두 지지되었다.

본 연구의 분석결과는 다음과 같은 시사점이 있다고 할 수 있다. 첫째, 기업벤처캐피탈의 다양한 설립목적과 정체성 중 모기업에 종속된 투자를 하는 하위기관이 아닌, 시장 환경과 조직 내 축적된 경험을 기반으로 새롭게 탐색하는 학습주체로서의 정체성에 대해 주목하였다. 이는 기업벤처캐피탈 부서가 아닌 독립된 조직으로서 구별되는 기업벤처캐피탈회사의 역할과 투자환경에서의 투자전략 다변화 등 기업벤처캐피탈회사의 다양한 투자활동에 대한 논의를 활발하게 할 것으로 기대한다.

둘째, 조직학습이론에서 논의된 탐색과 활용의 상충관계와 이를 해결하기 위한 수단으로서 기업벤처캐피탈의 기능을 살펴봄과 동시에 독립된 조직으로서의 기업벤처캐피탈의 탐색과 활용 또한 고찰했다는 점에서 의의가 있다. Lavie et al.(2010)이 제시하였듯이 탐색과 활용의 상충관계로 인해 한 조직 내에서 양자 간의 균형을 찾는 것이 매우 어렵다는 점에서 기존 업무가 아닌 새로운 업무를 탐색하는 독립된 조직으로써 기업벤처캐피탈이 기능할 수 있음을 다시 한번 확인함과 동시에 기업벤처캐피탈도 다른 벤처캐피탈과의 경쟁, 조직 내부경험을 기반으로 탐색과 활용을 시도한다는 것을 밝혀냈다.

마지막으로, 본 연구는 기업벤처캐피탈을 모기업에 종속되어 전략적 사업 다각화의 수단으로 인식하던 기존 연구 관점에서 벗어나, 스타트업 생태계의 성장과 혁신에 기여할 수 있는 독립적인 재무적 투자자이자 독립적 학습주체로 정의하고 있다. 본 연구를 통해 기업벤처캐피탈을 모기업의 방만한 경영, 소유자의 지분 편법 승계, 소유 지배구조 확장 등 부정적인 역할을 수행하는 주체가 아닌, 스타트업 생태계에서 독립벤처캐피탈과 함께 모험적 투자를 하는 주체로 함께 논의할 수 있는 시각을 제시한다는 점에서 의의가 있다. 다만, 연구가 모험투자자본인 기업벤처캐피탈이 모험적 투자를 하지 않게 되는 산업구조적, 거시경제적, 기업특성(투자 경험과 투자성향)의 영향을 탐색한 것이고, 기업벤처캐피탈 투자 전반의 투자성향과 위험추구, 회피 성향을 검증한 것이 아니기 때문에 모든 기업벤처캐피탈이 모험적 투자를 하지 않는다는 등 확대해서 해석하는 것에 주의를 요하는 바이다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다.

첫째, 실증분석을 위한 데이터 수집의 제약으로 인해 일반화 가능성에 있어 한계를 갖는다. 본 연구는 전 세계 스타트업 생태계와 기업벤처캐피탈 산업에서 가장 오래되고 활성화된 미국 기업벤처캐피탈들의 재무데이터와 투자데이터를 기반으로 실증분석하였다. 따라서 정부지원 정책이나 기업벤처

캐피탈을 설립근거 규정이 다른 그 외 지역 국가의 특수성은 반영하지 못하였다. 추후 연구에서는 대한민국, 중국, 유럽을 비롯한 다양한 국가의 기업벤처캐피탈 생태계를 조망하는 연구가 진행되길 바란다.

둘째, 실증분석을 위한 변수측정에서 가지는 조작적 정의의 한계를 본 연구 또한 가진다. 우선, March(1991)가 탐색과 활용에 대한 개념적 정의를 제시한 이후 다양한 연구들에서 제시한 측정방법들은 크게 이항변수 측정방식과 연속변수 측정방식으로 나눌 수 있는데 각 측정방식은 개념적 정의와 특성을 측정하는데 있어 장단점을 갖는다. 본 연구는 기업벤처캐피탈의 모험적 투자 역시 기존과는 질적으로 다른 정보와 지식을 가지고 새로운 영역에 투자하는 활동으로 인식했기 때문에 더미변수를 활용하여 이항변수로 측정하였다. 이러한 측정방식에 대해서는 조직학습이론과 기업벤처캐피탈 투자전략에 대한 후속 연구를 통해 더 고도화된 측정방식이 개발될 것으로 기대한다. 다음으로 기업벤처캐피탈 간 투자 경합을 위한 경쟁강도를 산업 내 기업벤처캐피탈 숫자로 측정하였는데, 후속연구에서는 스타트업 출현 수 대비 기업벤처캐피탈 숫자 등 다양한 측정방식을 고려할 필요가 있다.

셋째, 본 연구는 20여년을 관측기간으로 하는 시계열 연구가 가지는 한계점으로, 기업벤처캐피탈의 모험적 투자에 영향을 미치는 조직수준의 변수들을 측정하였지만 투자 매니저의 업력과 같은 개인수준 정보는 수집하지 못하였다. 후속연구에서는 투자 의사결정의 특성상 투자에 관여하는 투자 매니저의 평균 업력과 투자 포트폴리오 등과 같이 투자 경험을 보다 심층적으로 분석할 수 있는 정보를 수집하여 조직과 개인수준의 다층적으로 분석하길 기대한다.

마지막으로 짧은 역사를 가진 벤처캐피탈 연구 분야에서 기업벤처캐피탈에 대한 이론과 연구들은 질적인 측면에서나 양적인 측면에서 부족하고, 투자의사결정과정, 의사결정기준 등에 있어서 독립벤처캐피탈에 대한 논의와 공통점이 많다. 본 연구는 이와 같은 이론적 특성을 고려하여 논의를 전개함에 있어 벤처캐피탈 투자에 대한 독립벤처캐피탈의 이론적 논의들 많은 부분 참조하고 있다. 앞으로 기업벤처캐피탈 분야의 논의들이 더욱 활발하게 진행되어 독립벤처캐피탈과 구분되는 고유한 이론적 담론으로 발전되길 기대한다. 모기업의 전략적 목적의 투자를 위해 설립되었고 주로 전략적 투자를 하지만, 상황에 따라 독립벤처캐피탈과 같이 재무적 목적의 투자도 하는 기업벤처캐피탈의 복합적 정체성으로 인해 개별 투자 건을 완벽하게 전략적 투자와 재무적 투자로 구분하는 것은 매우 어려운 일이다. 후속연구를 통해 개별 투자건의 투자목적과 성격에 대해 사전적으로 또는 사후적으로 구분하여 분석하는 이론적, 실증적 토대가 마련되길 기대한다.

## REFERENCES

- 김도현(2013). 창업생태계 강화와 대기업의 역할, *벤처창업연구*, 8(2), 83-91.
- 오진섭·김병근(2017). 국내 벤처캐피탈의 투자위험회피활동과 차별적 특성이 피투자기업의 경영성과에 미치는 영향, *중소기업연구*, 39(2), 89-107.
- 이종훈(2018). *대기업의 개방형 혁신창구, 기업주도형 벤처캐피탈 'CVC'의 정의 그리고 사례 CLO 물류로 보는 세상*, Retrieved 2021-01.28 from [http:// clomag.co.kr/article/3116](http://clomag.co.kr/article/3116).
- 이희우·정희석(2012). 벤처캐피탈의 투자가 투자기업 초기 IPO에 미치는 영향. *디지털융복합연구*, 10(10), 19-29.
- Baum, J. A., & Singh, J. V.(1994). Organizational niches and the dynamics of organizational mortality. *American Journal of Sociology*, 100(2), 346-380.
- Belderbos, R., Jacob, J., & Lokshin, B.(2018). Corporate venture capital (CVC) investments and technological performance: Geographic diversity and the interplay with technology alliances. *Journal of Business Venturing*, 33(1), 20-34.
- Black, B. S., & Gilson, R. J.(1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.
- Birkinshaw, J., & Hill, S. A.(2005). Corporate Venturing Units: Vehicles for Strategic Success in the New Europe. *Organizational Dynamics*, 34(3), 247-257.
- Block, Z., & MacMillan, I.(1993). *Corporate Venturing*, Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Campbell, A., Birkinshaw, J., Morrison, A., & van Basten Batenburg, R.(2003). The future of corporate venturing: Companies undertake venturing for a variety of reasons. *MIT Sloan Management Review*, 45(1), 30-38.
- Caves, R. E., & Pugel, T. A.(1980). *Intraindustry differences in conduct and performance: viable strategies in US manufacturing industries*(Vol. 734). New York University, Graduate School of Business Administration, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions.
- CB Insights.(2020). *The 2020 Global CVC Report*. Retrieved 2021-01.28 from <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-2020/>.
- Chatterjee, S., & Hadi, A. S.(2013). *Regression analysis by example*. Hoboken: Wiley.
- Chesbrough, H. W.(2002). Making sense of corporate venture capital. *Harvard Business Review*, 80(3), 90-100.
- Crossan, M. M., Lane, H. W., & White, R. E. (1999). An organizational learning framework: From intuition to institution. *Academy of Management Review*, 24(3), 522-537.
- Cyert, R. M., & March, J. G.(1963). *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- Dobrev, S., Kim, T., & Hannan, M.(2001). Dynamics of Niche Width and Resource Partitioning, *American Journal of Sociology*, 106(5), 1299-1337.
- 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.
- Dushnitsky, G., & Lenox, M. J.(2006). When does corporate venture capital investment create firm value? *Journal of Business Venturing*, 21(6), 753-772.
- Eloranta, O.(2018). *Investment criteria of Finnish venture capitalists*, Master's Thesis, Business School of Lappeenranta University of Technology.
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D.(1994). Toward a model of venture capital investment decision making, *Financial Management*, 23(3), 28-37.
- Gompers, P., & Lerner, J.(2001). *The Money of Invention*. Boston: Harvard Business School Press.
- Gompers, P. A.(2002). Corporations and the financing of innovation: The corporate venturing experience. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, 87(4), 1-18.
- Hannan, M. T., & Freeman, J.(1977). The population ecology of organizations. *American Journal of Sociology*, 82(5), 929-964.
- Hannan, M. T., & Freeman, J.(1984). Structural inertia and organizational change. *American Sociological Review*, 49(2), 149-164.
- He, Z. L., & Wong, P. K.(2004). Exploration vs. exploitation: An empirical test of the ambidexterity hypothesis. *Organization Science*, 15(4), 481-494.
- Hill, S. A., & Birkinshaw, J.(2014). Ambidexterity and survival in corporate venture units. *Journal of Management*, 40(7), 1899-1931.
- Huergo, E., & Jaumandreu, J.(2004). How does probability of innovation change with firm age?. *Small Business Economics*, 22(3), 193-207.
- Khan, A. M.(1987). Assessing venture capital investments with noncompensatory behavioral decision models, *Journal of Business Venturing*, 2(3), 193-205.
- Khanin, D., Baum, J. R., Mahto, R. V., & Heller, C.(2008). *Venture capitalists' investment criteria: 40 years of research*, Small Business Institute.
- Kim, D. H.(2013). The Role of Large Companies in Entrepreneurial Ecosystem, *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 8(2), 83-91.
- Keil, T., Maula, M., Schildt, H., & Zahra, S. A.(2008). The effect of governance modes and relatedness of external business development activities on innovative performance. *Strategic Management Journal*, 29(8), 895-907.
- Lahti, A. (1983). *Strategy and a Performance of a Firm*. An Empirical Investigation in the Knitwear Industry in Finland 1969-1981.
- Lavie, D., Stettner, U., & Tushman, M. L.(2010). Exploration and exploitation within and across organizations. *Academy of Management annals*, 4(1), 109-155.
- Lerner, J.(2002). Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Fourth Quarter, 25-39.
- Lee, J. H.(2018). *Large companies' open innovation window*,

- Corporate Venture Capital (CVC)s' definition and cases, Retrieved 2021-01.28 from <http://clomag.co.kr/article/3116>.
- Lee, H. W., & Jung, H. S.(2012). Venture Capital and Its Impact on an Early IPO in the Venture-Backed Companies, *Digital Convergence Study*, 10(10), 19-29.
- Lee, S. U., & Kang, J.(2015). Technological diversification through corporate venture capital investments: creating various options to strengthen dynamic capabilities. *Industry and Innovation*, 22(5), 349-374.
- Lee, S. U., Park, G., & Kang, J.(2018). The Double-edged effects of the Corporate Venture Capital Unit's Structural Autonomy or Corporate Investor's Explorative and Exploitative Innovation, *Journal of Business Research*, 88, 141-149.
- Levinthal, D. A. & March, J. G.(1993). The myopia of learning, *Strategic Management Journal*, 14(S2), 95-112.
- MacMillan, I. C., Block, Z., & Narasimha, P. S.(1986). Corporate venturing: Alternatives, obstacles encountered, and experience effects. *Journal of Business Venturing*, 1(2), 177-191.
- March, J. G.(1991). Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization Science*, 2(1), 71-87.
- Maula, M. V.(2001). *Corporate venture capital and the value-added for technology-based new firms*. Helsinki: Helsinki University of Technology.
- Metrick, A.(2006). *Venture Capital and the Finance of Innovation*, Hoboken: Wiley.
- Mishra, A.(2004). Indian venture capitalists (VCs): Investment evaluation criteria, *ICFAI Journal of Applied Finance*, 10(7), 71-93.
- Muzyka, D., Birley, S., & Leleux, B.(1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists, *Journal of Business Venturing*, 11(4), 273-287.
- Nelson, R. R., & Winter, S. G.(1982). The Schumpeterian tradeoff revisited. *The American Economic Review*, 72(1), 114-132.
- Norton, E., & Tenenbaum, B. H.(1993). Specialization versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy, *Journal of Business Venturing*, 8(5), 431-442.
- Oh, J., & Kim, B. K.(2017). The Effect of the Risk Avoiding Activities and Characteristic of Korean Venture Capital on the Financial Performance of the Invested Companies, *Asia Pacific Journal of Small Business*, 39(2), 89-107.
- Porter, M. E.(1980). Industry structure and competitive strategy: Keys to profitability. *Financial Analysts Journal*, 36(4), 30-41.
- Riquelme, H., & Rickards, T.(1992). Hybrid conjoint analysis: An estimation probe in new venture decisions, *Journal of Business Venturing*, 7(6), 505-518.
- Rosenkopf, L., & Nerkar, A.(2001). Beyond local search: Boundary-spanning, exploration, and impact in the optical disk industry. *Strategic Management Journal*, 22(4), 287-306.
- Schildt, H. A., Maula, M. V., & Keil, T.(2005). Explorative and exploitative learning from external corporate ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(4), 493-515.
- Shrader, R., Steier, L., McDougall, P., & Oviatt, B.(1997). Venture capital and characteristics of new venture IPOs. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, (3), 513-524.
- Siegel, R., Siegel, E., & MacMillan, I. C.(1988). Corporate venture capitalists: Autonomy, obstacles, and performance. *Journal of Business Venturing*, 3(3), 233-247.
- Staw, B. M., Sandelands, L. E., & Dutton, J. E.(1981). Threat rigidity effects in organizational behavior: A multilevel analysis. *Administrative Science Quarterly*, 26(4), 501-524.
- Stinchcombe, A. L.(1990). *Information and organizations*. Berkeley: Univ of California Press.
- Tyejbee, T. T. & Bruno, A. V.(1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity, *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
- Weick, K. E.(1995). *Sensemaking in Organizations*, Thousand Oaks: Sage.
- Winters, T. E., & Murfin, D. L.(1988). Venture capital investing for corporate development objectives. *Journal of Business Venturing*, 3(3), 207-222.
- Wüstenhagen, R., & Teppo, T.(2006). Do venture capitalists really invest in good industries? Risk-return perceptions and path dependence in the emerging European energy VC market, *International Journal of Technology Management*, 34(1/2), 63-87.
- Yang, Y., Narayanan, V. K., De Carolis, D. M.(2014). The relationship between portfolio diversification and firm value: the evidence from corporate venture capital activity. *Strategic Management. Journal*, 35(13), 1993-2001.
- Zacharakis, A. L., & Meyer, G. D.(1998). A lack of insight: Do venture capitalists really understand their own decision process? *Journal of Business Venturing*, 13(1), 57-76.
- Zacharakis, A. L., & Meyer, G. D.(2000). The potential of actuarial decision models: Can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing*, 15(4), 323-346.
- Zeger, S. L., & Liang, K. Y.(1986). Longitudinal Data Analysis for Discrete and Continuous Outcomes, *Biometrics*, 42(1), 121-130.
- Zider, B.(1998). How Venture Capital Works. *Harvard Business Review*, 76(6), 131-139.

# The CVC' Adventurous Investments: The Effects of Industrial Characteristics and Investment Experience on CVC Investments

Doyoon Kim\*  
Dongyoub Shin\*\*

## Abstract

In this paper, we study empirically examined the adventurous investments in corporate venture capital (CVC) firms' investment in the U.S. based corporate venture capital industry. Unlike existing studies focusing CVC firm's characteristics related to parent corporates and regarding CVC firm as a vehicle of corporate venturing, we identified CVC firm as an independent learning agent to adapt to dynamic environment and investigate their exploration and exploitation in investments based on organizational learning theory. Specifically, we investigate the market-environmental factors affecting CVC's adventurous investment in different sector rather than previously done. First, we examined competition intensity in CVC industry might be related to CVC firm's explorative investments. Second, CVC firm's investment experiences might affect as an inertia to invest on unexperienced sector. Finally, we investigated risk preference effect on CVC firm's venturing investments. The empirical data analyzed in the study contained a total of 85 U.S. based CVC firms and their 2,306 investments from 1996 until 2017. After conducting a GEE regression analysis and a Logit regression analysis, we found the significance and direction of our independent and moderating variables strongly supported all of our four hypotheses in a highly robust manner.

*KeyWords: Corporate Venture Capital, Competition Intensity, Investment Experience, Investment Preference.*

---

\* First Author, Corresponding Author, Researcher, Yonsei Business Research Institute, doyoon.kim@yonsei.ac.kr

\*\*Co-Author, Professor, Yonsei University, School of Business, dshin@yonsei.ac.kr