

CVC의 투자동기 및 투자 결정요인에 대한 사례연구: CVC 9개社의 투자 사례를 중심으로

조세근 (중앙대학교 창업학 박사)*

한주희 (중앙대학교 경영경제대학 교수)**

국 문 요 약

본 연구의 목적은 CVC(Corporate Venture Capital)가 투자했던 기술창업기업에게 공통으로 보이는 투자동기와 투자 결정요인을 찾고 이를 분석하는데 있다. 2015년 부터 2018년 상반기까지 3년 6개월 동안 기술창업기업에 투자했던 17개 CVC를 대상으로 조사하였다. 그 결과, 본 연구에서 활용할 수 있는 최종적인 9개 CVC를 확정하였고 피투자기업 188개를 대상으로 확인하였다. 본 연구는 CVC 투자동기와 투자 결정요인을 확인하기 위해 사례연구로 진행하였다. 연구 결과, CVC의 투자동기로 4가지가 확인되었는데, 첫째, CVC는 강화형 투자에 집중하였으며, 둘째, 피투자기업의 업력으로는 초기에는 평균 19개월의 기술창업기업에게 투자하다가 최근에는 36개월의 검증된 기술창업기업에 투자하였으며, 셋째, 피투자기업의 업종으로는 ICT서비스가 주를 이루었고, 넷째, 피투자기업의 단계로는 Series A~B의 단계에 집중되었다. CVC의 투자 결정요인에서는 제품/서비스와 모기업 연관성이 큰 영향을 미친다는 사실이 관찰되었다. 피투자기업의 창업선행요인으로는 혁신성, 기술·기능적 역량, 사업계획 수립 역량 등의 요인들이 크게 영향을 미쳤음이 확인되었고, 이러한 요인들이 CVC 투자 결정에 중요함을 알 수 있었다. 본 연구에서 살펴본 CVC의 투자동기와 투자 결정요인의 이해는 피투자자 대상의 창업 및 경영 교육프로그램, CVC의 투자 프로세스 수립에 근거를 제시한다. 본 연구의 결과는 CVC의 창업기업 투자 시 우수기업 선별, 창업교육 프로그램, 멘토링, 코칭 가이드라인 개발, 기타 투자기관의 투자 프로세스 수립에 활용될 수 있다.

핵심주제어: CVC 투자 특성, CVC 투자동기, CVC 투자 결정요인, 사례연구

I. 서론

급변하는 기업 환경에서 많은 글로벌 기업들은 신산업 선점을 위해 유망 벤처 및 기술창업기업에게 투자하고 있다. 2012년에서 2017년 사이 구글, 아마존 등 미국 5대 IT 기업들은 990개 기술창업기업에 투자했고 월마트나 GE 등 전통기업들도 기술창업기업 투자나 M&A를 통해 혁신역량을 높여 나가고 있다(NVCA, 2018). 예비창업자나 초기 기술창업기업에게는 이런 투자 사례들이 좋은 동기부여가 될 것이다.

CVC로부터 투자받아 벌어들인 수익을 다른 벤처 창업에 재투자해서 성공시킨다면, 건전한 선순환 구조가 정착된 벤처생태계를 만들 수 있을 것이다. 이와 같이 대기업들이 기술창업기업에 투자하거나 인수해서 글로벌 수준으로 키워내는 것이 세계적인 추세인데, 우리나라는 아직 대기업과 벤처기업 모두 이 추세를 따라가지 못하는 실정이다(임은천·김도현, 2017).

이러한 세계적인 흐름에 우리나라도 빠르게 대응해야 하는데, 그러기 위해서는 대기업과 벤처기업의 협력을 이끌어낼 제

도적 개선이 필요하다. 대기업의 투자를 막는 지주회사 규제나 벤처캐피탈 규제 등은 대기업과 벤처기업 간 투자나 M&A의 걸림돌이 되고 있으며, 대기업집단에 속하는 즉시 적용받게 되는 각종 대기업 관련 규제들은 벤처기업에게도 영향을 미쳐서 벤처기업의 경쟁력을 근본적으로 저하시킨다는 점에서 재검토되어야 할 필요가 있다(김주완, 2018).

그러나 이러한 부분은 연구자 입장에서 해결할 수 있는 부분이 아니며, 본 연구에서는 최근 3년 6개월의 기간 동안, 9개CVC의 188건 투자사례를 바탕으로 CVC의 투자동기와 투자 결정요인을 분석하고 체계화하여 이를 제시하고 우수 창업기업에게 시사점을 제시하여 CVC 투자 유치 성공률을 제고하고자 한다.

CVC (Corporate Venture Capital)는 우리나라에서는 기업벤처캐피탈 또는 기업주도형 벤처캐피탈이라고 하며, 주로 비금융권 대기업이 기술창업기업 등에 투자를 집행하고 이에 상응하는 지분투자자의 지위를 획득하는 벤처캐피탈 (Venture Capital)의 한 형태이다(한국벤처캐피탈협회, 2018a).

CVC는 모기업의 기존 사업영역을 확장해 줄 수 있으며, 미

* 주저자, 중앙대학교 창업학 박사, skjo@sm.ac.kr

** 교신저자, 중앙대학교 경영경제대학 교수, jhan@cau.ac.kr

· 투고일: 2018-11-11 · 수정일: 2018-12-12 · 게재확정일: 2018-12-25

래 새로운 성장 동력을 확보하기 위한 전략적 목적으로 운영되며, 이는 재무적 수익 추구를 목적으로 하는 독립 벤처캐피탈과 차이가 있으며, 운영 목적과 방법도 다르다(Basu et al., 2011; 임은천·김도현, 2017).

김현중(2013)의 연구에 따르면, 2013년 기준으로 국내 CVC는 40개의 기업이 운영 중으로 확인하였으며, 그의 연구에 근거하여 KVCA(2017) 연간보고서에 수록된 회원사 및 비회원사를 확인 결과, 2017년 기준으로 50개의 CVC가 운영 중으로 확인되었다. 본 연구에서는 50개 CVC를 대상으로 연구하고자 한다.

CVC가 창업생태계 내에서 모기업인 대기업을 대신하여 전략적 목적을 수행하는데, 초기 기술창업기업에게 자금 투자하는 창구일 뿐만 아니라 경영 전반에 대해서도 지원하기 때문에 투자자와 피투자자 상호간 시너지 효과가 크며, CVC를 운영하는 모그룹은 기업 내부의 한계로 정체되어 있는 신사업 모델, 제품, 기술 등을 보완하며, 이를 도입하여 내재화하기 위한 혁신 활동이라 할 수 있다. 피투자자 입장에서는 자금 지원, 기술, 보완적 자산, 경영 컨설팅까지 제공받는 효과가 있어 시너지 효과가 크다(Chesbrough, 2002).

CVC의 연구는 해외에서는 활발히 이루어지고 있는데, VC나 CVC의 투자와 벤처기업 성과 간의 영향에 대하여 투자자를 대상으로 실증 연구하였고(Chemmanur et al., 2014; Patrick et al., 2018), Patrick et al.(2018)은 52개 CVC의 평가기준과 147개 피투자기업의 사례를 분석하였고, 이를 가지고 CVC의 투자 동기가 기술창업기업 평가에 미치는 영향을 분석하였다. 국내 연구로는 CVC 투자성과의 결정요인에 대한 연구(임소진·이정동, 2006), CVC투자자와 벤처기업 성과 간의 관계에 대한 연구(이기환, 2005; 윤병섭 외, 2012; 심준섭·윤병섭, 2017)가 있다.

전술하였듯이 CVC의 역할과 중요성이 대두되고 있으며, 학계에서도 CVC에 대한 연구가 늘어나고 있는데, 주로 CVC의 역할과 가치에 대한 부분으로 CVC 피투자기업들의 실질적인 기업가치 향상이나 CVC 모기업의 혁신성과 증대와 같은 효과를 누리고 있는지에 대한 실증연구(김병구, 2017; 한민선, 2017; Belderbos et al., 2018; Lee et al., 2018; Wen et al., 2018)들이 주를 이루고 있다. 그 밖에도 보다 효율적으로 투자성과를 얻기 위한 투자포트폴리오 관리 연구(Wadhwa et al., 2016; 이상욱, 2018)들도 상당수 진행된 상황이다.

이러한 기존연구들은 대부분 CVC 투자로 인한 피투자기업의 기업가치나 혁신에 대한 내용으로 CVC 투자동기나 투자 결정요인에 대한 연구는 미비한 실정이다(Patrick et al., 2018). 최근 3년간 ‘CVC 연구’를 Google Scholar, EBSCO, RISS(학술연구정보서비스) 등에서 CVC, Corporate Venture Capital, 기업벤처캐피탈, 기업주도형 벤처캐피탈, 사내캐피탈 등으로 교차 탐색하였는데 그 결과, CVC에 대한 연구가 31편에 이르는데, CVC의 가치에 대한 연구가 19편, CVC의 투자포트폴리오 관리에 대한 연구 10편, CVC 피투자기업의 투자 유치 성공요인에 대한 연구 1편, CVC 투자동기에 대한 연구 1편으로 CVC

의 중요함을 인식하면서도 CVC의 투자동기나 투자 결정요인에 대한 연구는 미흡함을 확인하였다. 이에 본 연구는 CVC 투자동기, CVC 투자 결정요인, CVC 투자 결정지표에 주목하고자 한다.

CVC가 투자한 기술창업기업을 조사한 연구는 CVC의 투자에 대한 특성과 기술창업기업 평가에 대한 특성 등을 규명하며, CVC의 창업기업 투자 시 우수기업 선별, 창업교육 프로그램, 멘토링, 코칭 가이드라인 개발, 기타 투자기관의 투자 프로세스 수립 등에 근거를 제시할 수 있을 것이다.

본 논문의 목적은 최근 3년 6개월의 CVC 투자 데이터를 바탕으로 CVC 투자의 특성과 평가의 특성을 연구하기 위한 것이다. 이를 9개 CVC의 사례를 분석함으로써 그들의 투자동기와 평가 기준을 밝혀보고자 한다. 본 연구는 다음과 같은 연구문제를 설정하여 연구 목적을 달성하고자 한다.

- 연구문제1. CVC의 투자동기는 무엇인가?
- 연구문제2. CVC의 투자 결정요인은 무엇인가?

II. 선행연구

2.1 CVC 투자 동기

Patrick et al.(2018)은 CVC의 투자 동기가 기술창업기업 평가에 미치는 영향을 분석하였고, 다양한 형태의 CVC 투자 동기를 확인하여 CVC와 창업가의 상호 작용 및 CVC의 기술창업기업 평가의 다양성을 증명하였다. CVC는 재정적 또는 전략적 동기에 의해 기술창업기업에 투자하며, 기술창업기업의 자원 기반에 대한 요구를 충족한다고 하였다. 이러한 기반은 새로운 국내외 고객을 유치하거나 신생 업체의 기술을 진화시켜 더 높은 부가 가치를 창출하는 등 기술창업기업에게 큰 시너지를 낼 수 있다고 하였다. 또한, 전략적으로 동기 부여된 CVC가 더 낮은 가치를 인정하고 투자한다는 것을 증명하였다. CVC의 투자 가치에 대한 투자 동기가 분명히 중요함에도 불구하고 기존의 연구에서는 그 영향을 종합적으로 연구하지 못했다고 고찰하며, CVC의 투자 동기에 대한 일반적인 흑백논리에 의한 접근법을 확장하였고 이를 증명하였다.



자료: Chesbrough(2002)

<그림 1> CVC 투자 유형

Chesbrough(2002)는 CVC의 투자유형을 투자 목적과 투자자와 피투자자간 전략적 연관성에 따라 추진형, 강화형, 개척형, 수동형으로 분류하였다. <그림 1>은 CVC 투자 유형을 잘 보여준다. 김주성·홍다혜(2014)는 국내외 CVC의 투자현황을 분석하면서 국내외 모두 전략적 목적에 의한 투자가 높음을 확인하였다. 52명의 CVC's (Corporate Venture Capitalists's)의 인터뷰를 기초로 CVC의 성과를 분석한 연구에서는 CVC 투자 성공을 위해서는 투자 활동을 보다 진취적으로 할 수 있도록 조직과 분리하여 독립적 자금운영 조직의 구축이 필요함을 확인하였고 재무적 성과 달성을 최우선 목표로 설정해야 한다고 주장하였다(Siegel et al., 1994). 이러한 연구 결과와는 반대로 CVC는 전략적 목표를 달성하기 위함을 확인하기 위한 연구에서는 피투자기업 31개를 대상으로 설문지와 인터뷰를 통해 진행하였는데, CVC는 전략적 목표를 가장 우선하며, 신기술, 신시장 등의 사업기회 확인 및 파트너 확보가 목적임을 확인하였다(Sykes, 1990; 김주성·홍다혜, 2014).

NIST (National Institute of Standards and Technology)의 2008년 보고서에서는 CVC가 SW벤처기업들에게 긍정적 영향을 미치고 있음을 확인하였다. 양자 모두에게 시너지 효과가 있었는데, 피투자기업에게는 자금 확보와 대기업의 경영능력 활용 등 시너지를 발휘할 수 있으며 이로 인한 공격적인 투자 및 경영이 가능하다. 투자기업에게는 급변하는 산업 환경에서 혁신적 비즈니스 창출과 신속한 시장대응이 가능하며, 신사업 영역에 대한 탐색적인 투자를 통해 불확실성을 실험할 수 있다고 주장하며, 미국 CVC의 투자 목적으로는 탐색적 투자, 보완적 제품 개발 등 전략적 목적에 의한 투자가 85%를 차지하며, 그 비율이 순수한 투자수익 실현 목적(15%)에 비해 매우 높게 확인되었다.

Cardullo(1999)는 제품이 시장이 나오기 전 상태로 아이디어를 최초 알파버전 출시까지의 기간을 엔젤투자라 불리는 Seed 단계라고 봤고, 시장에 공개되는 오픈베타 형태까지를 Pre A로 보며, 이후 투자 유치단계에 따라 초기 투자 유치단계와 후기 투자 유치단계로 나누는데, 초기 단계는 Series A-B, 후기 단계는 Series C-E, M&A 단계로 봤으며, 이후 IPO나 인수단계에 도달하는 것을 Exit 단계라 정의하였다. 본 연구에서도 기술창업기업의 투자 유치단계를 위의 선행연구에 준거하여 분류하고 이를 분석하였다.

초기단계의 기술창업기업에 대한 투자 회피는 VC 등과 같은 전통적이며 합리적 투자에서는 보편적인 경향을 보인다. 대부분의 초기단계의 기술창업기업은 제품 또는 서비스가 구체적이지 않으며, 목표시장에 대한 정의 역시, 후기단계 기업보다 부족할 것이다. 또한, 기술 역량과 조직 체계가 완전히 갖추어지지 않았을 가능성도 크다. 제품과 역량 등 전체적으로 후기단계 기업보다 낮게 평가 받는다(Gompers & Lerner, 2000; 고영희·이호성, 2016). 그러나 CVC는 전통적 VC과 구분되며, 피투자 기업의 지배구조에도 차이가 있다고 주장하며, CVC에 의한 자금조달은 혁신에 긍정적인 영향을 미치며 피투자 기업 연구개발의 효율성이 상대적으로 높은 것으로

확인되었으며, CVC는 대기업 또는 성공한 벤처기업 등이 기술 또는 시장에서의 경쟁력 제고를 위하여 투자하기에 VC보다 더 혁신에 긍정적이며, 초기 기술창업기업에도 과감하게 투자 하는 것으로 확인하였다(Ivanov & Xie, 2006).

본 연구에서는 위의 선행 연구들에 준거하여, CVC는 재무적 수익 즉 수동적 투자유형을 추구하는 기존 VC와 다른 투자형태를 보일 것이며, 투자 유형으로 추진형, 강화형, 개척형, 수동형 등으로 분류하여 연구하였다. 또한, CVC는 기존의 VC의 주 투자 대상인 일정수준 이상의 검증된 후기단계기술창업기업에 투자하는 것과는 다른 투자 형태를 보일 것이라는 논거에 의하여, CVC의 투자 포트폴리오 분석하였고 이를 통하여 CVC 투자의 전략적 목적을 연구하였다.

2.2 CVC 투자 결정요인

CVC가 투자대상을 선정하는 방식은 다양하다. 아이디어를 가진 기술창업기업에 대한 보육과 액셀러레이팅, 예비 피투자기업으로 부터의 직접 접촉, 특정 산업과 기술 분야에 대한 모기업과 CVC의 전문성에 의한 발굴 등이 전통적으로 CVC들이 활용하는 채널이며 CVC 간의 교류를 통한 공유 및 포착도 하나의 채널이 된다(Abell & Nisar, 2007; Checkley et al., 2010; 오진섭·김병근, 2017; 박영진·정태현, 2017).

CVC를 비롯한 다양한 투자자들은 피투자기업 선별을 위해 최선의 효율을 우선한다. 그러나 심사과정 중에 가능성이 있는 벤처기업을 제외하지 않도록 하여야 하기에, 투자의사결정에 사용할 수 있는 기준표가 있으며, 이는 창업가(팀) 특성, 제품 또는 서비스의 우수성, 시장 특성, 재무적 특성 등으로 분류하고 이를 수익예측하기 위해 다시 결합한 모델이다(Zacharakis & Meyer, 2000; 반성식·송경모 2004; 박영진·정태현, 2017)

CVC의 투자 결정요인에 대한 연구결과는 전무하였고, 이를 VC로 확대하면 많은 연구결과가 있었으며 이를 정리하면 다음과 같다. 인지심리학의 사회적 판단이론을 기본으로 의사결정에 있어 인접한 단서를 통해 정보를 인식하고 정보 간 관련성을 계량적으로 설명하는 초기연구는 VC의 투자 결정요인 정립에 이론적 배경을 제공하였다(Strong, 1992).

반성식·송경모(2004)의 연구에서는 VC의 투자 결정은 창업가 또는 창업팀의 능력, 제품 또는 서비스의 우수성, 시장 특성과 경쟁기업의 현황, 성공에 따른 잠재 수익률 등의 4개 주된 범주로 분류됨을 주장하였다.

한국과 미국 VC의 투자 결정모형에 관한 연구에서는 두 국가의 VC의 문화, 정치·경제적 상황 및 VC 산업의 고유한 역사 등이 서로 다름에도 불구하고 비슷한 투자 결정요인을 보여주고 있었는데, 두 국가 VC들은 모두 피투자기업의 시장상황이 매우 중요한 투자 결정요인이라고 보았으며, 추가로 미국의 VC는 시장 규모와 성장성을 강조하였고 우리나라의 VC는 소유권 확보를 다음 순위로 두었다(반성식 외, 2002).

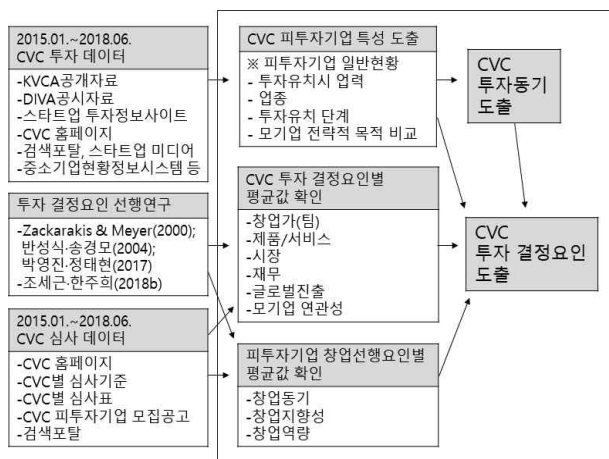
조세근·한주희(2018)는 CVC로부터 투자 유치에 성공한 기술창업기업 창업가를 대상으로 창업선행요인과 투자 유치 성과 간의 관계에 대한 연구에서 ‘CVC 투자 유치 기술창업기업 창업가의 창업선행요인 분석 모델’을 제안하였고 이를 실증 분석하였는데, 그 결과 CVC 투자유치에 성공한 기술창업기업 창업가의 창업동기, 창업지향성, 창업역량 등은 CVC 투자 유치 성공에 영향을 미친다는 사실이 관찰되었다. 특히 창업동기 중 개인적 환경, 창업지향성 중 진취성, 혁신성, 창업역량 중 기술·기능적 역량, 학습 역량 등의 요인들은 CVC 투자 유치에 큰 영향을 미쳤음을 확인하였다.

본 연구에서는 위의 선행 연구들에 근거하여, CVC의 투자 결정 요인을 창업가(팀) 특성, 제품 또는 서비스의 우수성, 시장 특성, 재무적 특성, 글로벌 진출 가능여부, 모기업과의 연관성 등으로 분류하여 연구하였고, 창업동기, 창업지향성, 창업역량 등의 세부요인을 추가하여 그 평균값을 확인하였다.

III. 연구방법

3.1 연구분석 및 절차

본 연구에서는 CVC 투자동기 및 투자 결정요인에 대한 연구의 목적을 달성하기 위하여 Zacharakis와 Meyer(2000), 조세근·한주희(2018)의 모형을 기초하여 <그림 2>과 같은 연구의 분석틀을 설정하였다.



<그림 2> 연구의 분석틀

본 연구는 사례연구방법으로 한다. 9개 CVC가 투자한 피투자기업을 대상으로 CVC 투자동기와 투자 결정요인을 분석하고자 하는 본 연구에는 사례연구가 적절하다는 논거는 다음과 같다. “왜” 또는 “어떻게”에 대한 설명을 요구하는 연구, 현상 통제가 어려운 연구, 현장 중심의 연구는 사례연구방법이 유효하다(Yin, 2016). 창업 연구는 앞에서 언급한 3가지 특성에 부합하여 사례 연구가 적절하다고 주장한다(조병주, 1999). Yin(2016)은 “왜” 또는 “어떻게”와 관련된 문제는 좀

더 설명적인 성격을 보이며, 이러한 문제를 해결하기 위해서는 다른 연구방법보다는 사례연구, 역사연구, 그리고 실험의 사용이 더 적절하고, 이는 단순 현상의 발생 자체나 빈도보다는 시계열적 추세를 확인하며 조작적인 관계에 대해 다루기 때문이다. 따라서 사례연구방법은 창업연구에 적합하며, CVC 투자동기와 투자 결정요인을 분석하려는 본 연구에도 적합할 수 있다.

본 연구는 일반적인 사례연구 절차를 따랐는데, 사례 정의 및 설계 단계에서는 이론 선행연구 및 개발, 사례 선정, 자료수집 프로토콜 설계를 수행하고 준비, 자료수집, 분석 단계에서는 개별적 사례연구 수행 및 사례연구 보고서 작성하며, 분석과 결론에서는 사례만 비교 후 종합적 결론 도출, 이론의 재고, 정책적 실행 방안 도출, 종합적 사례연구 보고서 작성 등의 과정을 제시하고 있다(Yin, 2016).

본 연구는 타당성을 확보하고 신뢰도를 높이기 위하여 노력하였으며, 사례연구 특성상 연구과정에서 도출되는 의사결정 상황에서 다양한 타당성 전략이 활용되었다. 우선, 중재집단을 구성하여, 사례 CVC 선정, 사례연구 결과, 투자동기 및 투자 결정요인 등을 검증하였다. 중재집단의 구성은 본 연구 대상에 포함되지 않은 CVC 심사역 2명, 창업가 양성기관의 전문가 2명, 창업가 1명으로 구성하였다.

CVC를 탐색적 연구하였기에, CVC 투자 내용을 가장 잘 아는 본 연구 대상에 포함되는 CVC 심사역에게 검증 받으며, 본 연구 사례에 포함된 9개 CVC 중 5개 CVC의 담당자에게 검토 받았고 일부 수정된 부분을 재정리하여 중재집단에게 검증 받고 타당성을 확보하였다. 이러한 과정을 통하여 사례연구의 한계를 보완하고 논리적 일관성을 유지하고자 하였다.

3.2 연구 대상

본 연구는 CVC 투자동기와 투자 결정요인을 분석하고자, 분석 단위를 CVC로 설정하고 대상으로 사례 연구를 수행하였다. 한국벤처캐피탈협회(2018b) 벤처투자정보센터에 의하면, 국내 CVC는 50여개가 등록 운영 중이나, 24개 CVC만이 최근 4년내에 연 1회 이상 투자한 것으로 조사되었으며, 본 연구에서는 2015년부터 2018년 상반기까지 3년 6개월 동안 연 3회 이상 기술창업기업에 투자했던 17개 CVC를 대상으로 조사하였다. 그 결과 본 연구에서 활용할 수 있는 9개 CVC의 투자사례를 편의 방법으로 최종 선택하였다. 편의 방법에 의해 선택된 사례는 정보와 신뢰도가 부족하다고 지적할 수 있지만, 이는 복수 사례를 선택하여 정보와 신뢰도 손실을 최소화 하였으며, 시간, 비용, 노력을 절감하였다(Parc, 2004).

선택된 9개 CVC의 사례를 분석하는 것이 모든 CVC의 특성이라고 일반화 하는데 한계가 있으나, 요건에 맞는 다수의 조사 대상을 확보할 수 없었고 CVC 투자기업에 대한 선행연구가 없는 실정임을 감안하여, 요건에 부합하는 17개 CVC의 과반수인 9개 CVC 사례를 연구하게 되었으며, 9개 CVC의 사

례를 분석함으로써 CVC 투자동기와 투자 결정요인을 탐색하고 그 결과가 일관성 가지는지 확인하였다. Yin(2016)는 사례 연구나 실험 등은 이론적 명제를 일반화하는 것이지만, 모집단 전체를 일반화하는 것은 아니라고 주장하였다.

본 연구의 진행을 위해서는 CVC의 투자정보가 필요하였다. 그러나 세부정보는 CVC와 피투자자 간 비밀유지 서약을 맺고 공개하지 않고 있으며, 이를 수집하여 데이터베이스화 되어 있는 자료도 존재하지 않았다. 중소벤처기업부가 개별 CVC의 투자 정보를 업무운용 상황보고 또는 감사보고서의 형태로 보고받아 한국벤처캐피탈협회(2018c) 중소기업창업투자회사 전자공시를 통해 공개하고는 있으나, 개별 CVC의 개별 투자 건에 대한 정보는 공개하고 있지 않았다. 또한, 국내 CVC의 투자 정보는 투자 회사의 영업비밀이어서 자료에 대한 접근이 불가하다.

따라서 본 연구에서는 보도자료, 기술창업기업 투자정보 사이트, CVC 홈페이지 등에 공개된 자료를 기초하였다. 기사검색은 뉴스 및 검색포털인 '네이버'와 스타트업 전문 미디어 '플래텀'에서 'CVC 투자 유치'가 포함된 기사 34,614건(2018년 8월 현재)을 추출하였다. 이를 기초 자료로 하여 다음과 같이 분석 자료를 생성하였다.

1) 투자행위가 2015년부터 2018년 6월 까지 기간에 이루어졌을 것. 2)투자사는 중소벤처기업부에 등록 된 CVC일 것. 3) 피투자기업은 국내 기술창업기업으로서 4) 투자 당시 설립일이 7년 이내인 초기 기술창업기업일 것. 등으로 기준하고 해당하는 투자건수로 모두 692건을 파악하였다. 추가적으로 국내 기술창업기업 투자 데이터베이스 THEVC([https:// thevc.kr/](https://thevc.kr/))도 확인하였다. THEVC에서는 상기 기준에 맞는 투자건 443건을 확인하였고 이중 신규 40건을 추가로 분석 자료에 포함하였다. 각 투자 건별로 9개 CVC의 홈페이지에 공개된 투자 포트폴리오와 공시 자료를 조사하였고, 창업일 등은 중소기업현황정보시스템을 통해 확인하였고, 이를 중재집단이 검증하여 기준을 충족하는 188건의 CVC투자를 최종 선정하고 이를 본 연구의 활용하고자 데이터화 하였다.

위의 방법에 의하여 국내 CVC, 기술창업기업, 투자시점, 투자단계 등의 정보를 확보하였다. 연구문제의 검증을 위해 개별 기술창업기업과 CVC에 대한 정보가 추가로 필요하였는데, 기술창업기업의 정보는 중소기업현황정보시스템에서 표준 산업분류코드에 따른 업종 정보를 확인하였고, 개별적으로 기술창업기업 홈페이지에서 아이템과 산업 분야를 비교 분류하였고, 창업일 정보를 추출하였다. CVC에 대한 정보는 DIVA(<http://diva.kvca.or.kr/div/cmn/DivDisclsMainInq>) 공시자료 등을 활용하여 데이터화 하였다.

본 연구에서는 2015년부터 2018년 6월까지 발생한 투자만을 대상으로 하였다. 과거의 자료까지 포함하지 않은 이유는 국내 CVC의 활동이 2015년 이전에는 많지 않았으며, 년 3회 이상의 투자 활동을 한 CVC도 미비하였다. 앞에서 특정한 데이터들을 만들기 위하여 자료가 미비한 건을 제외하고 총 188건을 활용하였다.

본 연구에서 활용된 CVC 심사 데이터는 9개 CVC의 홈페이지와 투자대상 기업을 모집하는 프로그램의 모집공고문 등을 통하여 심사기준, 심사표, 평가지표 등을 수집하였고 영업비밀에 해당하지 않는 자료들은 9개 CVC에 요청하여 수집하였으며 이를 데이터화 하였다. 본 연구의 사례 CVC의 투자 분야 및 피투자기업 모집 방법을 정리하면 <표 1>과 같다.

<표 1> 사례 CVC 투자 분야 및 방법

구분	모집분야(업종)	모집방법
A	유통, 식품, O2O(Online to Offline), 패션, 인공지능, 가상현실, 사물인터넷(IoT), 블록체인, 드론	CVC 단독 프로그램
B	반도체, 정보통신, 소프트웨어, 인터넷, 바이오	CVC 단독 프로그램
C	전 부문 모든 스타트업	CVC 단독 프로그램
D	바이오, 모바일, 항공, 제조, 화학, 신재생에너지, 핀테크, 헬스케어, 에듀케이션, 패션&디자인, F&B, 블록체인, 콘텐츠	CVC 단독 프로그램
E	헬스&뷰티, 물류, 엔터테인먼트&미디어, 바이오, 푸드테크, ICT	CVC 단독 프로그램
F	모그룹 사업 연계 수요 분야, 생활가치, IoT/ICT 융복합 제품, 솔루션, 서비스	CVC 단독 프로그램
G	모그룹 사업 연계 수요 분야, 인공지능(AI), 로봇 관련 기업	CVC 단독 프로그램
H	ICT전분야, 빅데이터/AI 테크 스타트업, 빅데이터 활용 스타트업, AI 관련	모기업과 CVC 공동 프로그램
I	모그룹 사업 연계, ICBM, 융합보안, 스마트팩토리, 핀테크, AI, 로보틱스, 헬스케어 등 미래 ICT 유망분야의 스타트업	CVC 단독 프로그램

본 연구는 일반적인 사례연구 프로토콜에 따라 구성형식을 개발하였고 개요, 현장조사 절차, 사례연구 연구문제 도출, 보고서 구상 등으로 체계화하여 연구하였다.

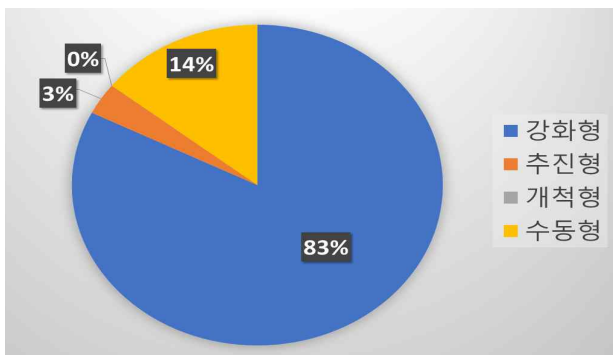
IV. 연구결과

4.1 투자 동기

본 연구의 서론에서 제기한 연구문제1(“CVC의 투자동기는 무엇인가?”)에 확인하기 위하여 사례 분석하여 분류하였다. 따라서 투자 유형, 피투자기업의 업력, 피투자기업의 업종, 피투자기업의 단계 등을 탐색하여 연구하였다.

본 연구에서 CVC 투자 유형은 Chesbrough(2002)의 분류에 따라 추진형, 강화형, 개척형, 수동형으로 나눠서 분석하였는데, 연구자와 중재집단은 188건의 피투자기업 사업영역과 CVC 모기업의 그룹 내 주요 사업영역을 비교하여 분류하였다. 분류 기준은 피투자기업의 사업영역이 모기업 사업과 관련이 있고 이를 강화시킬 목적이라면 추진형으로, 모기업과 연관이 없으나 모기업의 전략을 보완하려는 목적이라면 강화형으로, 모기업과 관련은 있으나 새로운 시장 탐색 등의 목적이라면 개척형으로, 모기업과 관련이 없으며 오직 재무적 수익을 위한 목적이라면 수동형으로 분류하였다.

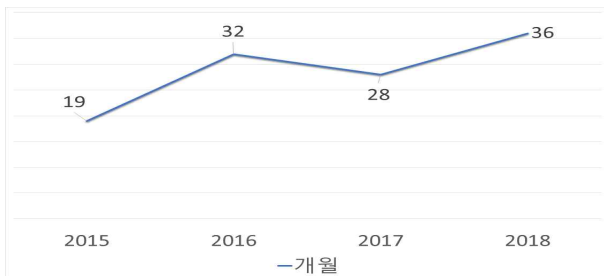
연구자와 증재집단 5명이 개별적으로 188건의 피투자기업 사업영역을 확인한 결과, 평균적 일치도는 95%의 일치도를 보였으며, 85%이상의 일치도를 보여 신뢰도를 확보했다고 할 수 있다(Miles et al., 2014). 이를 본 연구 사례에 포함된 9개 CVC 중 5개 CVC의 담당자에게 검토 받았고 일부 수정된 부분을 재정리하여 증재집단에게 검증 받고 타당성을 확보하였다. 9개 CVC의 투자사례 188건을 투자 유형에 따라 분류하였더니, 2015년에는 강화형 74%, 추진형 4%, 개척형, 0%, 수동형 21%로 나타났고, 2016년에는 강화형 81%, 추진형 3%, 개척형, 0%, 수동형 16%로 나타났으며, 2017년에는 강화형 89%, 추진형 4%, 개척형, 0%, 수동형 6%로 나타났으며, 2018년 상반기에는 강화형 87%, 추진형 0%, 개척형, 0%, 수동형 13%로 나타났다. 이를 누적하여 종합하였더니, <그림 3>와 같이 나타났다.



<그림 3> CVC투자 유형(3년 6개월 누적)

투자기업과 벤처기업 간 연관성은 적지만 투자를 통해 생태계 활성화 등과 같은 투자기업의 간접적 목적을 달성하고자 하는 유형인 강화형 투자가 83%로 국내 CVC는 전략적 투자에 중점하고 있음을 알 수 있었다. 특이사항으로는 전통적인 투자기업과 벤처기업 간 직접적 연관성 없이 투자 수익만을 목적으로 한 수동형 투자는 14%를 보이고 있으며, 이는 기존의 연구결과(Siegel et al., 1994)와 일치하며, VC와는 다른 CVC 만의 고유한 특징을 보여준다.

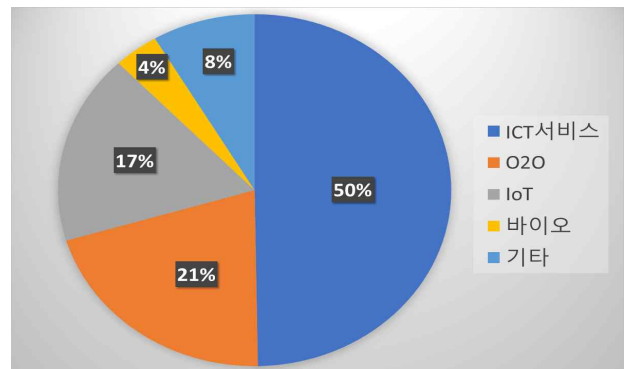
피투자기업의 업력은 CVC의 투자 유치 시의 피투자기업의 업력으로 CVC투자 초기와 달리 36개월 이상의 기술창업기업에 투자되고 있음이 <그림 4>와 같이 확인되었다.



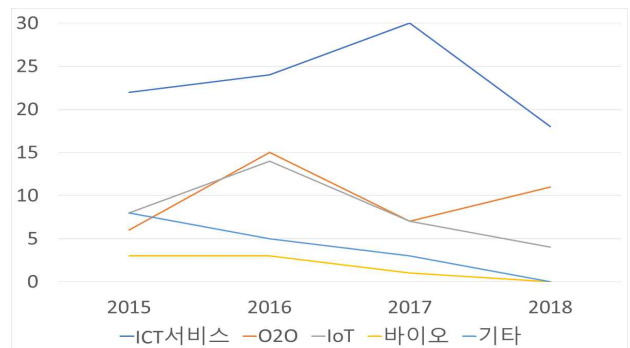
<그림 4> 피투자기업의 업력

분석 결과, 피투자기업의 업력은 CVC가 본격 활동하기 시작한 2015년에는 19개월의 평균을 보였으며, 업력이 짧은 기술창업기업에게도 투자가 이루어졌으나, 2018년 상반기에는 36개월의 검증된 기술창업기업에 투자되는 것을 확인하였다.

피투자기업의 업종은 중소기업현황정보시스템에서 표준 산업분류코드에 따른 업종 정보로 확인하였는데, 3년 6개월 동안 ICT서비스에 집중됨을 확인할 수 있었으며, 2018년 상반기에는 O2O의 비중이 늘어나고 있음을 확인하였다. 이 결과는 <그림 5>, <그림 6>과 같이 나타났다.



<그림 5> 피투자기업의 업종1 (3년 6개월 누적)

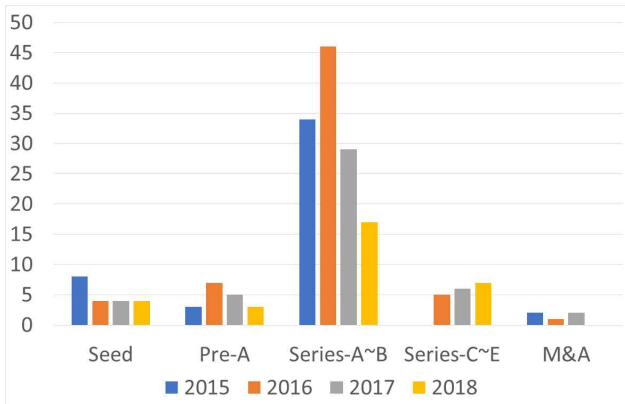


<그림 6> 피투자기업의 업종2 (년도별)

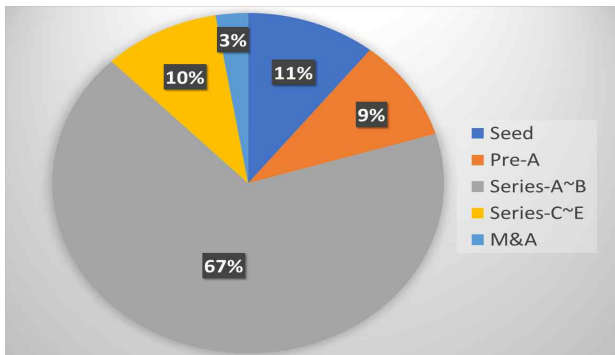
피투자기업의 업종은 4차 산업혁명의 도래와 맞물려 ICT서비스가 주를 이루었다. 그러나 <그림 6> 피투자기업의 업종2 (년도별) 그림을 보면, 2017년까지 꾸준히 ICT서비스에 투자되었음을 확인할 수 있다. 2018년 상반기에는 ICT서비스 업종은 점차 줄어들고, O2O 업종이 크게 늘어남을 확인할 수 있다. 이는 CVC의 주 투자 업종이 변경되었다고도 볼 수 있으나 O2O 업종의 지원확대 및 규제 해소 등의 이유도 있을 것이라 유추할 수 있다.

피투자기업의 투자 유치 단계는 투자 당시의 투자 유치 단계를 확인하였는데, 3년 6개월 동안 매년 Series A-B 단계의 기술창업기업에 투자되고 있음을 확인하였다. 2018년 상반기에는 Series C-E의 비중이 늘어나는 것으로 확인되었는데, 일시적인 현상인지 CVC의 피투자기업 선정 기준이 변경된 것

인지는 2018년도 결과가 나오는 내년 초에 명확히 확인가능 하겠다. 분석한 결과는 <그림 7>, <그림 8>과 같이 나타났다.



<그림 7> 피투자기업의 투자 유치 단계



<그림 8> 피투자기업의 투자 유치 단계 (3년 6개월 누적)

2015년부터 2018년 상반기까지 Series A~B 단계의 피투자기업에게 투자되었음을 확인하였다. 이는 CVC의 투자자 Series A~B 단계에 집중되었다는 것이고 CVC의 투자를 받기 위해서는 엔젤투자자나 액셀러레이터의 지원을 받아 Setise A~B 단계로 들어셔야 한다는 것을 보여준다. 이는 <그림 8> 피투자기업의 투자 유치 단계 (3년 6개월 누적) 로 확인할 수 있다.

4.2 투자 결정요인

본 연구의 서론에서 제기한 연구문제2(“CVC의 투자 결정요인은 무엇인가?”)에 확인하기 위해서 선행연구를 통해 도출된 투자 결정요인을 창업가(팀) 특성, 제품 또는 서비스의 우수성, 시장 특성, 재무적 특성 등으로 분류하였고(Zacharakis & Meyer, 2000; 반성식·송경모 2004; 박영진·정태현, 2017), CVC의 홈페이지 및 모집공고문 등에서 공통적으로 도출된 모기업과의 연관성, 글로벌 진출 가능성 여부 등을 추가하여 평균값을 산출하였다.

평균값 산출 방법은 다음과 같다. 연구자는 9개 CVC의 홈페이지와 투자대상 기업을 모집하는 프로그램의 모집공고문 등을 통하여 심사기준, 심사표, 평가지표 등을 수집하였고 이

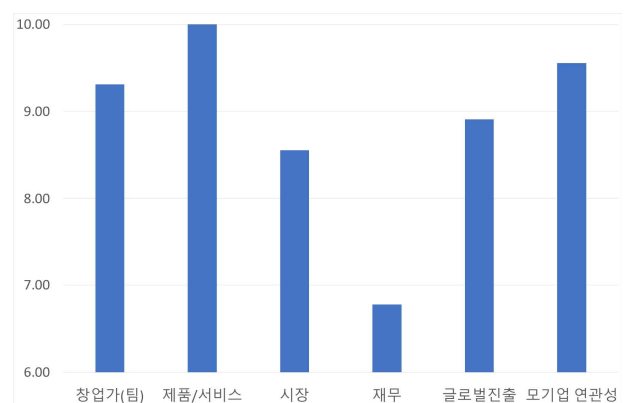
를 선행연구로 도출된 투자 결정요인으로 코딩하였다. 지표화 되어있지 않은 CVC의 홈페이지 및 투자 대상 기업을 모집하는 프로그램의 모집공고문, 심사기준 등은 제시된 문장을 위의 투자 결정요인으로 코딩하여 빈도에 따른 점수를 부여하였고, 지표화 되어 있는 심사표와 평가지표는 지표를 그대로 반영하여 점수를 부여하였다. 이러한 코딩과정은 중재집단과 합의에 의해 조정되었으며, 이 결과를 바탕으로 연구자와 중재집단이 점수를 부여하였고 이를 합산하여 평균값을 산출하였다. 그 결과, 평균적 일치도는 91%의 일치도를 보였으며, 85%이상의 일치도를 보여 신뢰도를 확보했다고 할 수 있다 (Miles et al., 2014).

본 연구에서 코딩 및 평균값을 구하는 코드표를 예시하면 <표 2>와 같다.

<표 2> 코딩 및 평균값을 구하는 코드표

문구	연구자	평균값	중재 1	중재 2	중재 3	중재 4	중재 5	일치도
OO그룹의 4가지 주요 비즈니스 분야의 혁신적인 기술/BM/제품/서비스를 보유 스타트업	모기업 연관성	10	10	10	10	10	10	100
	제품/서비스 (혁신성)	9	9	9	9	9	9	100
동남아시아(SEA) 등 신흥 고성장 시장의 유망 스타트업	글로벌 진출	10	10	10	10	10	10	100

CVC 투자 결정요인별 평균값이 가장 높은 값으로 나타난 제품/서비스를 10으로 하였고, 나머지 요인들을 동일하게 적용하면, 창업가(팀) 9.31, 시장 8.56, 재무 6.78, 글로벌진출 8.91, 모기업 연관성 9.56으로 확인되었으며, <그림 9>와 같이 나타났다.



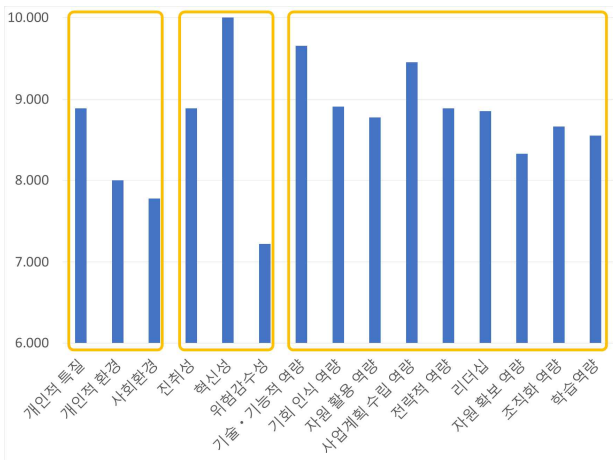
<그림 9> CVC 투자 결정요인별 평균값

9개 CVC는 제품/서비스에 대한 부분이 투자 결정에 가장 큰 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이러한 결과는 전체

VC의 기술창업기업을 대상으로 한 투자 결정요인 통계(반성식 외, 2002)와도 일치한다. 따라서 CVC의 투자를 받기 위해서는 제품/서비스를 더 집중해야 할 것이다. 그러나 전통적인 VC 및 투자자가 중요하다고 주장한 재무적인 부분(Siegel et al., 1994)은 CVC에서는 낮게 나타났는데, 이는 기술창업기업 특성상 매출 및 수익이 크지 않기 때문일 것이라 예상되며, 정량적 평가 부분에서 따로 평가되기 때문일 것이다. 특이한 점으로는 CVC의 투자 결정요인에 공통적으로 나타난 글로벌 진출 및 모기업 연관성 부분인데, 시장의 크기가 작은 국내 시장을 넘어 글로벌 시장에서도 경쟁력있는 제품/서비스여야 하기에 최근 트렌드가 반영되었다 볼 수 있으며, 당연한 연구 결과이겠지만, 모기업의 전략적 성장 동력을 찾고 투자하는 CVC 입장에서는 모기업과의 연관성이 중요한 투자 결정요인으로 확인되었다.

위의 선행요인으로 도출된 CVC 투자 결정요인과는 다르게 기술창업기업 창업가의 창업 선행요인인 창업동기, 창업지향성, 창업역량 등의 세부요인으로 분류하여(조세근·한주희, 2018) 평균값을 산출하였다. 평균값 산출 방법은 다음과 같다. 연구자는 앞서 수집된 9개 CVC의 홈페이지와 모집공고문 등을 통하여 심사기준, 심사표, 평가지표 등의 데이터를 선행연구로 도출된 창업 선행요인으로 코딩하였다. 지표화 되어있지 않은 데이터는 빈도에 따른 점수를 부여하였고, 지표화 되어 있는 심사표와 평가지표는 지표를 그대로 반영하여 점수를 부여하였다. 이러한 코딩과정은 중재집단과 합의에 의해 조정되었으며, 이 결과를 바탕으로 연구자와 중재집단이 점수를 부여하였고 이를 합산하여 평균값을 산출하였다. 그 결과, 평균적 일치도는 86%의 일치도를 보였으며, 85%이상의 일치도를 보여 신뢰도를 확보했다고 할 수 있다(Miles et al., 2014).

창업 선행요인으로 분류하여 평균값을 산출하였고, 가장 높은 값으로 나타난 혁신성을 10으로 하였으며, 나머지 요인들을 산출된 평균값에 따라 동일하게 적용하였더니, 기술·기능적 역량 9.66, 사업계획 수립 역량 9.46 등이 평균값 9점 이상으로 확인되었으며, <그림 10>과 같이 나타났다.



<그림 10> 창업 선행요인별 평균값

이는 실제 CVC의 투자 유치에 성공한 기술창업기업을 대상으로 한 연구결과와 부분적 차이가 있다. 선행연구에서는 CVC 투자 유치에 성공한 기술창업기업 3社에게서 공통적으로 강한 영향을 미치는 요인으로 창업동기 중 개인적 환경, 창업지향성 중 진취성, 혁신성, 창업역량 중 기술·기능적 역량, 학습 역량 등의 요인들이 큰 영향을 미쳤던 것으로 나타났다(조세근·한주희, 2018), 본 연구에서는 혁신성, 기술·기능적 역량, 사업계획 수립 역량 순으로 높게 나타났다.

V. 결론

CVC의 역할은 대중화된 창업생태계 속에서 기대효과가 크다. 그러나 전술하였듯이 지금까지의 CVC는 우리나라 창업생태계에서 그 역할을 제대로 못하고 있으며 미비하다고 할 수 있으나, 해외에서는 창업생태계에 없어서는 안 될 주체로 큰 역할을 하고 있다. CVC는 투자와 경영지원, 그리고 회수에 이르기까지 부분적인 역할을 하는 액셀러레이터나 VC 등과는 달리, 전과정에서 여러 형태로 기술창업기업을 지원해줄 수 있기 때문이다. 또한, CVC는 모그룹의 혁신능력을 제고시키며, 국가 경제에도 긍정적인 영향을 미친다는 점에서도 중요한 역할을 한다고 할 수 있다(임은천·김도현, 2017; NVCA, 2018). 우리나라에서 CVC는 대기업의 우회 확장수단이라는 우려로 인해 다양한 규제 안에 있으며, 유명무실해졌다고 주장하였다. 이는 투자자나 피투자자 모두에게 부정적으로 영향을 미칠 것이며, CVC 활성화 대안이 마련되어야 한다고 주장한다(임은천·김도현, 2017).

본 연구는 국내 CVC의 투자 결정요인을 이해하기 위해 선행 연구를 종합하여, CVC 투자 결정요인을 도출하였고 9개 CVC의 투자사례를 탐색하여 사례연구로 수행하였다. 본 사례 연구 결과, CVC 투자동기에 대한 4가지의 유의미한 결과를 얻었는데, 첫째, 투자 목적에 따른 유형으로 강화형 투자에 집중하였으며, 둘째, 피투자기업의 업력으로는 초기에는 19개월의 평균을 보이다가, 최근에는 36개월의 검증된 기술창업기업에 투자하였으며, 셋째, 피투자기업의 업종으로는 ICT서비스가 주를 이루었고, 넷째, 피투자기업의 단계로는 Series A~B의 단계에 집중되었다. 투자 결정요인으로는 제품/서비스와 모기업 연관성이 큰 영향을 미친다는 사실이 관찰되었다. 창업선행요인으로는 혁신성, 기술·기능적 역량, 학습 역량 등의 요인들이 큰 영향을 미쳤음을 확인할 수 있었고 이러한 요인들이 CVC 투자결정에 중요하며, CVC 투자 유치를 위해서는 역량을 집중해야 함을 알 수 있었다.

CVC를 대상으로 한 사례 조사이기에 사전 예측되었던 제품/서비스, 모기업 연관성 등은 선행연구 결과(고영희·이호성, 2016) 및 연구자의 예상과 일관되었다. 많은 창업가 및 초기 기술창업기업들이 알고 있으면서도 잘 실천되지 못했던 모기업 연관성에 대한 부분은 이번 연구로 CVC 투자 유치 시 가점을 받기위해서 꼭 필요하며 검토되어야할 요인으로 확인되

었으며, 지속적으로 제고하여야 할 것이다.

본 연구 결과에서는 CVC 투자 특징을 분명하게 확인할 수 있었으며, 특히 선행연구에서 확인하였듯이 CVC투자에 있어서 모기업의 전략적 확대를 목적으로 함을 알 수 있었다. 따라서 예비창업자나 초기 창업기업의 경우, 투자받고자 하는 CVC를 정하고 그 모기업의 현황 및 트렌드를 분석하여 그에 맞는 준비를 하는 것이 CVC투자 유치에 유리하며, 일정기간의 업력을 갖추고, Series A-B의 단계에서 도전하는 것이 유리함을 알 수 있었다. 또한, 국내 CVC는 4차 산업혁명시대와 맞물려 관련 분야에 투자를 집중하고 있음을 확인하였다. 이는 CVC 투자유치를 위해서는 ICT서비스 분야로 창업하는 것이 유리함을 의미하며, 전통적인 CVC의 특징과도 일치하는 모기업과의 연관성은 중요한 투자 결정요인임을 잊지 말아야 할 것이다.

본 연구의 결과는 창업가 및 초기 기술창업기업에게 다음과 같은 시사점을 제시한다. 첫째, 초기 기술창업기업의 창업가는 CVC투자 유치를 위해 창업가는 혁신성, 기술·기능적 역량, 사업계획 수립 역량 등을 갖추고, 기회 인식 역량, 진취성, 전략적 역량, 리더십 등을 지속적으로 개발 및 강화시킬 필요가 있다. 둘째, 적극적인 학습과정을 통해 CVC투자 유치 성공에 필요한 역량을 발휘할 수 있도록 준비하고, 팀원 또는 신규 인력 영입을 통해 보충하고 협업하여야 한다. 결과적으로 뛰어난 창업지향성과 창업역량을 보유한 창업가로 인해 향상된 기업의 성과는 CVC의 투자동기와 투자 결정요인에 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다. 일정 성장을 이루고 있거나, 시장에 안착된 단계에 해당하는 Series A-B 단계의 기술창업기업 창업가는 초기 기술창업기업 창업가에 비해 경험과 역량이 더 클 수 있는데, 이는 경험의 축적, 사회적 관계의 확대, 실수를 통해 얻는 자아성찰 등으로 학습 역량이 축적되기 때문이며, 이러한 경험과 역량이 CVC 투자 유치에도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확인되었기에 기술창업기업 창업가들은 혁신을 끊임없이 도전하며 준비하여야 한다.

본 연구가 제안한 CVC의 투자 결정요인은 최근까지 빈번하게 기술창업기업에 투자하고 있는 9개 CVC의 미션, 심사기준, 심사표, 평가지표 등을 종합하여, CVC 투자 결정요인 분석 모델을 제시하고 있다는 점에서 CVC 투자 유치를 준비하는 예비창업자, 초기 중소창업기업 등 다양한 기업들과 발전된 투자결정 체계를 마련하고자하는 CVC 등에게 시사점을 제시할 수 있으며, CVC의 투자 결정요인을 연구하는 후속 연구에 활용 가능하다. 그러나 이러한 요인들은 일반 VC와 투자자에게서도 나타날 수 있기에 VC와 CVC의 직접적 비교 등의 후속 연구가 요구된다.

본 연구의 9개 CVC의 투자동기 및 투자 결정요인을 제시하는 연구 결과는 예비창업자나 초기 기술창업기업에게는 CVC 투자 유치에 성공하기 위한 선행과제가 될 수 있으며, CVC나 투자기업에게는 기술창업기업 투자 시 우수기업 선별, 창업교육 프로그램, 멘토링, 코칭 가이드라인 개발, 기타 투자기관의 투자 프로세스 수립에 활용될 수 있다.

본 연구의 한계점 및 향후 연구방향은 다음과 같다. 첫째, 본 연구에서 9개 CVC의 투자 결정요인을 편의의 방법으로 선정하여 사례 연구하였기에 일반화에는 한계가 있을 수 있다. 둘째, 9개 CVC의 공개된 투자 사례를 연구하였기에 공통된 CVC의 특징을 나타내는 데에도 한계가 있을 수 있으며, CVC 투자 결정요인에 관한 더 많은 사례 확보와 연구가 필요하다. 셋째, 사례 분석을 통해 CVC 투자 결정요인을 제시하였으나, 앞에서도 언급하였듯이 체계적, 정량적, 그리고 설정 모형에 대한 실증적 연구의 보완이 필요하며, VC와 CVC와의 비교 연구도 필요할 것이다.

끝으로 본 연구의 창업 선행요인 평균값과 선행연구(조세근·한주희, 2018)의 결과는 부분적 차이가 있었는데, 이는 단일 CVC에게 투자받은 기술창업기업 3사와 9개 CVC의 투자결정요인이 상이하기 때문일 것이라 판단되며, 본 연구는 사례연구이었기에 특정 요인의 영향력 크기나 정도를 양적으로 확인할 수 없었고 본 연구의 목적도 아니었다. 본 사례연구결과를 토대로 향후 연구에서는 보다 정교한 가설 개발과 검증이 이루어져야 할 것이며, 영향력의 크기에 대한 연구를 진행하면 가치 있을 것이다. 특히, 본 사례연구결과 중 CVC의 투자 결정요인의 경우, 전반적으로 모기업 연관성 및 혁신성을 더 강조하고 있음을 감안할 때, CVC의 역할에 관한 탐구는 본 연구의 주제를 확장할 수 있는 중요한 방향이 될 것이다.

REFERENCE

- 고영희·이호성(2016). 투자유치 전략을 위한 스타트업의 특성과 벤처캐피탈 투자구성의 상호연관성 연구, *벤처창업연구*, 11(2), 63-73.
- 김병구(2017). *사내벤처캐피탈 투자기업이 기술혁신과 수출역량 강화에 미치는 영향*, 박사학위논문., 서울벤처대학원대학교.
- 김주성·홍다혜(2014). 기업주도형 벤처캐피탈의 국내·외 투자현황 및 운영사례 분석, *전자통신동향분석*, 29(2), 16-25.
- 김주완(2018.06.28). *유니콘 키우고 싶지만 규제에 발목*, 한경비즈니스, Retrieved from <http://news.hankyung.com/article/20180628666351>.
- 김현중(2013). 기업주도형 벤처캐피탈 투자동향, *전자통신동향분석*, 28(2), 16-24.
- 심준섭·윤병섭(2017). 사내벤처캐피탈 투자기업의 기술혁신 효과 분석, *대한경영학회지*, 30(2), 231-251.
- 박영진·정태현(2017). 한국 벤처캐피탈의 공동투자 요인 실증분석, *벤처창업연구*, 12(6), 65-77.
- 반성식·Andrew Z. 송경모(2002). 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 모형: 한국과 미국의 비교연구, *재무관리연구*, 19(2), 271-297.
- 반성식·송경모(2004). 한국 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 요인과 투자평가 모형, *대한경영학회지*, 42, 267-291.
- 오진섭·김병근(2017). 국내 벤처캐피탈의 투자위원회활동과 차별적 특성이 피투자기업의 경영성과에 미치는 영향, *중소기업연구*, 39(2), 89-107.
- 윤병섭·김정수·장지인(2012). 사내벤처캐피탈이 투자기업의 기술혁신에 미치는 영향, *국제회계연구*, 41, 243-264.
- 이기환(2005). 사내벤처캐피탈과 기업의 기술혁신, *기업가정신과 벤*

- 처연구, 8(2), 153-174.
- 이상욱(2018). *기업벤처캐피탈 투자를 통한 외부지식습득 전략: 투자기업의 혁신성과와 조직구조, 투자 포트폴리오 구성을 중심으로*, 공학 박사학위논문, 서울대학교 대학원.
- 임소진·이정동(2006). 기업벤처캐피탈 투자성과의 결정요인 분석: 부품소재산업을 중심으로, *산업경제연구*, 19(4), 1741-1759.
- 임은천·김도현(2017). 벤처캐피탈 유형과 기업 성과 관계 연구: 독립형 벤처캐피탈과 기업형 벤처캐피탈 비교연구, *한국산업정책보론회논문집*, 22(6), 85-94.
- 조병주(1999). 사례연구방법의 창업연구 적용과 연구질문 개발, *중소기업연구*, 21(2), 139-159.
- 조세근·한주희(2018). CVC 투자유치 성공 기술창업기업 창업가에 대한 사례연구, *한국창업학회지*, 13(5), 229-262.
- 한국벤처캐피탈협회(2018a). *벤처캐피탈의 정의*, Retrieved(0828) from <http://www.kvca.or.kr>.
- 한국벤처캐피탈협회(2018b). *벤처투자정보센터*, Retrieved(0828) from http://www.kvca.or.kr/contents/business/official_notice.html?sm=1_6.
- 한국벤처캐피탈협회(2018c). *중소기업창업투자회사 전자공시*, Retrieved (0828) from <http://diva.kvca.or.kr/div/cmn/DivDisclosureMainInq>.
- 한민선(2017). *기업벤처캐피탈의 신디케이션에 관한 연구*, 박사학위논문, 서울대학교 대학원.
- Abell, P., & Nisar, T. M.(2007). Performance Effects of Venture Capital Firm Networks, *Management Decision*, 45(5), 923-936.
- Bahn, S. S., Andrew, Z. & Song, K. M.(2002). Evaluation Models for Venture Capitalists Investment Decision: Comparative Study between Korea and U.S., *Korean Journal of Financial Management*, 19(2), 271-297.
- Bahn, S. S., & Song, K. M.(2002). Evaluation Model and Factors for Investment Decision Making of Korean Venture Capitalists, *Korea Journal of Business Administration*, 42, 267-291.
- Basu, S., Phelps, C., & Kotha, S.(2011). Towards understanding who makes corporate venture capital investments and why, *Journal of Business Venturing*, 26(2), 153-171.
- Belderbos, R., Jacob, J., & Lokshind, B.(2018). Corporate venture capital(CVC) investments and technological performance. *Journal of Business Venturing*, 33(1), 20-34.
- Cardullo, M. W.(1999). *Technological Entrepreneurism: Enterprise Formation, Financing and Growth*, Research Studies Press Ltd., Baldock, England.
- Checkley, M., Higón, D. A., & Angwin, D.(2010), Venture Capital Syndication and Its Causal Relationship with Performance Outcomes. *Strategic Change*, 19(5-6), 195-212.
- Chemmanur, T. J., Loutskina E., & Tian X.(2014). Corporate Venture Capital, Value Creation, and Innovation. *Review Financ Stud.*, 27, 2434-2473.
- Chesbrough, H. W.(2002). Making Sense of Corporate Venture Capital. *Harvard Business Review*, 80, 90-99.
- Cho, B. J.(1999). Case Study Methods Application to Entrepreneurship Research And Research Questions Development, *Asia-Pacific Journal of Small Business*, 21(2), 139-159.
- Gompers, P., & Lerner, J.(2000). *The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities*. In: Morck RK(ed) *Concentrated Corporate Ownership*. University of Chicago Press, Chicago, 17-54.
- Han, M. S.(2017). *Research on corporate venture capital syndication*, Doctoral Dissertation, Graduate School of Seoul National University.
- Ivanov, V., & Xie, F.(2006). *Do Corporate Venture Capitalists Add Value to Startup Firms? Evidence from Venture-Backed IPOs*, Unpublished Working Paper.
- Jo, S. K., & Han, J. H.(2018). A Case Study on the Entrepreneurs of CVC-Funded Technology Startups, *Korea Journal of Entrepreneurship*, 13(5), 229-262.
- Kim, B. G.(2017). *The Impact do Corporate Venture Capital Investment Companies on Technological Innovation and Reinforcement of Export Capability*, Doctoral Dissertation, Seoul Venture University.
- Kim, H. J.(2013). Investment Trends of Corporate Venture Capital, *Electronics and Telecommunications Trends*, 28(2), 16-24.
- Kim, J. S., & Hong, D. H.(2014). An Analysis on the Current Status and Management Process of Corporate Venture Capital, *Electronics and Telecommunications Trends*, 29(2), 16-25.
- Kim, J. W.(2018, June 28). Grow unicorns, but ankle in regulation. *Hankyung Business*, Retrieved from <http://news.hankyung.com/article/2018062866351>.
- Ko, Y. H., & Lee, H. S.(2016). Interrelation Between Start-up Characteristic and Venture Capital Investment Portfolio for Strategic Decision, *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 11(2), 63-73.
- Korea Venture Capital Association(2018a). Definition of venture capital, Retrieved (0828) from <http://www.kvca.or.kr>.
- Korea Venture Capital Association(2018b). Venture Investment Center, Retrieved (0828) from http://www.kvca.or.kr/contents/business/official_notice.html?sm=1_6.
- Korea Venture Capital Association(2018c). SMEs Investment Road-Show, Retrieved (0828) from <http://diva.kvca.or.kr/div/cmn/DivDisclosureMainInq>.
- KVCA(2017). 2017 KVCA Yearbook & VENTUR CAPITAL DIRECTORY, KVCA.
- Lee, K. H.(2005). The Impact of Corporate Venture Capital on Technological Innovation, *The Journal of Small Business Innovation*, 8(2), 153-174.
- Lee, S. U.(2018). *External Knowledge Sourcing Strategies through Corporate Venture Capital Investment*, Doctoral Dissertation, Graduate School of Seoul National University.
- Lee, S. U., Park, G., & Kang, J.(2018). The double-edged effects of the corporate venture capital unit's structural autonomy on corporate investors' explorative and exploitative innovation. *Journal of Business Research*, 88, 141-149.
- Lim, E. C., & Kim, D. H.(2017). A Study of Grandstanding According to the Types of Venture Capital in Korea,

- Journal of the Korea Industrial Information Systems Research*, 22(6), 85-94.
- Lim, S. J., & Lee, J. D.(2006). Analysis of Determinant Factors in CVC Investment: Focused on Materials and Components Industry, *Journal of Industrial Economics and Business*, 19(4), 1741-1759.
- Miles, M. B., & Huberman, A. M., & Saldaña, J.(2014). *Qualitative data analysis: A methods sourcebook*(3rd ed.), Thousand Oaks, CA: Sage.
- NVCA(2018). *Corporate Venture Investments*, Retrieved (2018, 3 Sep) from <http://nvca.org/research/corporate-venture>.
- Oh, J. S., & Kim, B. G.(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.
- Pare, G., & Elam J. J.(2004). Investigating Information Systems with Positive Case Study Research, *Communications of The Association for Information Systems*, 13(Special Issue), 237-259.
- Park Y. J., & Jung, T. H.(2017). An Empirical Analysis on the Determinants of Syndicated Investment of Korean Venture Capital, *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 12(6), 65-77.
- Patrick, R., Andreas, K., Andreas, K., & Hermann S. D.(2018). A world of difference? The impact of corporate venture capitalists' investment motivation on startup valuation, *Journal of Business Economics*, 88(3-4), 531-557.
- Shim, J. S., & Yoon, B. S.(2017). The Effect of CVC on Technological Innovation of Venture Companies, *Korea Journal of Business Administration*, 30(2), 231-251.
- Siegel, A. W., Cousins, J. H., Rubovits, D., Parsons, J. T., Lavery, B., & Crowley, C.(1994). Adolescents' Perceptions of The Benefits and Risks of Their Own Risk-Taking, *Journal of Emotional and Behavioral Disorders*, 2, 89-98.
- Strong, D.(1992). Are Trophic Cascades All Wet? Differentiation and Donor-Control in Speciose Ecosystems, *Ecological Society of America*, 73(3), 747-754.
- Sykes, H. B.(1990). Corporate Venture Capital: Strategies for Success, *Journal of Business Venturing*, 5, 37-47.
- Wadhwa, A., Phelps, C., & Kothac, S.(2016). Corporate venture capital portfolios and firm innovation. *Journal of Business Venturing*, 31(1), 95-112.
- Wen, J., Yanga, D., Feng, G. F., Dong M., & Chang, C. P.(2018). Venture capital and innovation in China: The non-linear evidence. *Structural Change and Economic Dynamics*, 46, 148-162.
- Yin, R. K.(2016). *Case Study Research*, Sage Publications.
- Yoon, B. S., Kim, J. S., & Jang, J. I.(2012). The Impact of the Corporate Venture Capital on the Technology Innovation of Investment, *Korea International Accounting Association*, 41, 243-264.
- 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.

A Case Study on The CVC's Investment Motivations and Investment Decision Factors

Jo, Se Keun*

Han, Ju Hee**

Abstract

The purpose of this study is to find out common investment decision factors for CVC 's invested technology-based startups and analyze them. We examined 17 CVCs that invested in technology startups for three years and six months from 2015 to June 2018. As a result, the final 9 CVCs that can be used in this study were confirmed and 188 companies were analyzed. This study was conducted as a case study to propose and demonstrate CVC investment objectives and investment decision factors analysis model. The results of this study are as follows. First, CVC focused on strengthening investment. Second, In 2015, Invested in an average of 19 months of technology-based startups. In recent years, we invested in 36 months of proven technology-based startups. Thirdly, ICT service was the main business type of the invested startups. Fourth, the investors were concentrated on the stage of Series A~B. It is observed that CVC investment determinants have a significant impact on product or service and parent company relations.

In addition, it was found that factors such as innovation, business planning competency, enterprising, strategic competency, leadership, and opportunity recognition competency were influential factors for the startups of invested companies and it was found that these factors are important for CVC investment decision . Understanding of CVC investment determinants presented in this study is based on the establishment of the investment process of the investee, entrepreneurship and management education program. The results of this study can be applied to the selection of excellent startups, entrepreneurship education programs, mentoring, development of coaching guidelines, and establishment of investment process of other investment institutions when investing in CVC.

Keywords: CVC's investment characteristics, CVC's investment motivations, CVC's investment decision factors, Case study

* First Author, Ph.D. in Entrepreneurship, Chung-Ang University, skjo@sm.ac.kr

** Corresponding Author, Professor, College of Business & Economics, Chung-Ang University, jhan@cau.ac.kr