

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2018.02.001

公司风险投资：“鱼水相依”抑或“与鲨共舞”？

——文献评述与理论建构

董 静, 徐婉渔

(上海财经大学 国际工商管理学院, 上海 200433)

摘 要: 公司风险投资是风险投资领域中的重要力量。自2011年以来,随着我国公司风险投资行业的不断发展与成熟,更多的大公司通过参股、控股、建立投资子部门、新建投资子公司的方式涉足风险投资。公司风险投资与母公司如“鱼水相依”:公司风险投资通过投资不断扩展母公司的业务边界,为其带来发展的“活力”,同时帮助母公司融入创新创业的社会网络之中。而新创企业与公司风险投资之间的关系则更类似于“与鲨共舞”:成熟的大公司既是新创企业最佳的业务伙伴,又是最危险的竞争对手。在此背景下,本文对十多年来有关公司风险投资的研究进行梳理和评述,旨在:(1)挖掘公司风险投资的运作特点、投资策略及投资模式;(2)梳理公司风险投资研究中的不同视角;(3)建构公司风险投资研究的理论分析框架并探讨未来发展方向。本文不仅对方兴未艾的我国公司风险投资研究与实践具有借鉴和推动意义,而且拓展和深化了对战略管理、组织理论、风险投资理论的研究。

关键词: 公司风险投资; 母公司; 新创企业; “鱼水相依”; “与鲨共舞”

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2018)02-0003-15

一、引 言

公司风险投资(corporate venture capital)最早出现于20世纪60年代中期的美国。从60年代至90年代,公司风险投资与整个美国投资行业一样,伴随着经济周期和股市波动不断震荡。90年代以后,较为稳定的美国经济使风险投资业风生水起,大大推动了公司风险投资的发展。自此,公司风险投资作为投资界的“后起之秀”受到实业界和学术界的广泛关注。迄今为止,美国《财富》杂志所统计的世界500强企业中,有超过150家开展了公司风险投资活动。

收稿日期: 2017-06-27

基金项目: 国家自然科学基金项目(71172146);教育部新世纪优秀人才支持计划(NCET-12-0900);上海财经大学国家级课题后续研究项目“风险投资机构对创业企业战略选择的影响研究”

作者简介: 董 静(1975—),女,上海财经大学国际工商管理学院教授,博士生导师(通讯作者);

徐婉渔(1993—),女,上海财经大学国际工商管理学院博士研究生。

1995—2012年间,美国国内公司风险投资总共发起投资约11 818起,超过524亿美元^①。2016年,全球公司风险投资机构共投资了249亿美元,共计1 352家企业,主要聚焦于互联网、医疗和移动技术等高科技领域的投资;全球新成立的公司风险投资机构增加了近20%^②。

通过对已有文献的梳理,本文发现,学者们大多从产生动因、投资过程和作用效果三方面对公司风险投资进行研究。起先,早期的学者分别从行业属性、母公司特质和投资单元三方面分析公司风险投资的产生动因。其后,部分学者逐步将研究聚焦于公司风险投资的投资过程,分析其投资策略及投资机制。最后,公司风险投资的作用效果日益成为关注的焦点。但是,关于作用效果的研究不论是理论视角还是研究结论均呈现出多元化的态势。一方面,研究发现:公司风险投资能够帮助母公司巩固短期利润、获取长期战略回报、加速公司战略演化(Ireland等,2001),公司风险投资与母公司之间表现出“鱼水相依”的紧密关系,不断为母公司注入发展的动力,同时母公司利用自身雄厚的资源基础支持着新创企业的“游动”与“成长”。另一方面,有学者指出:多重绩效目标导致公司风险投资的投资目的不够明确,且难以进行量化评价(Gaba和Bhattacharya,2012)。过度多元化的投资活动会因“泛而不精”削弱母公司的核心竞争力(Maula等,2009;Yang等,2014;Wadhwa等,2016)。再者,公司风险投资与创业企业之间存在着“与鲨共舞”的微妙关系,母公司虽然能够利用丰富的公司资源和行业专长帮助新创企业更好地发展,是新创企业的最佳行业伙伴(Mccammon和Edwina,2014),但是,母公司也能通过股权投资直接对新创企业发起干预,汲取其知识、技术、研发成果,实现母公司的自身利益,是新创企业最危险的竞争对手。

近年来,对公司风险投资的研究呈现出以下几个特点:第一,公司风险投资的研究起源于美国,目前也以欧美发达国家的公司风险投资为主要研究对象。但是,随着公司风险投资在世界范围内的日益盛行,中国、印度等发展中国家的公司风险投资活动也日益活跃。虽然近期也有少量研究开始聚焦于巴西、印度等国家的公司风险投资,但依然十分有限,存在明显的地域分裂性(Narayanan等,2009)。第二,虽然先前的研究基本涵盖了公司风险投资的动因、结果和过程,但是这些研究比较分散,研究体系不完整,并呈现出多元化的研究结果。第三,我国对于公司风险投资的研究于2000年左右起步,进展十分缓慢。现有研究基本停留在公司风险投资特点、动机及价值创造的内容介绍和分析上(陈敏灵和薛静,2012)。由于公司风险投资相关数据的缺乏,实证类的文章寥寥无几。近来,有国内学者开始验证国外研究结论是否在中国具有可扩展性(万坤扬,2015;郑丹辉等,2013;翟丽等,2010),抑或在国外学者提出的理论框架上加入中国情景因素(如:高官政治关联)进行研究(戴维奇等,2012)。整体而言,我国对于公司风险投资的研究尚有很大的发展和提升空间。本文通过对2005年以来公司风险投资研究文献的梳理和评述,旨在:(1)挖掘公司风险投资的运作特点、投资策略及投资模式;(2)梳理公司风险投资研究的不同视角;(3)建构公司风险投资研究的理论分析框架并探讨未来研究方向。

本文内容安排如下:第一部分为全文引言。第二部分综述公司风险投资内涵及投资特点。第三部分对公司风险投资动因研究进行梳理和总结。第四部分聚焦于投资策略,综述公司风险投资策略及投资模式。第五部分对公司风险投资的效果进行梳理和述评。最后,在第六部分提出本领域研究框架和未来研究方向。文章对公司风险投资实践的研究以及该实践在我国的推进有重要的理论与现实意义,并且能够进一步拓展战略管理领域研究的边界。

^①资料来源: The MoneyTree Report by PricewaterhouseCoopers and the National Venture Capital Association(NVCA)。

^②资料来源: CBINSIGHTS 2016年全球公司创业投资(Corporate Venture Capital)发展报告。

二、公司风险投资的内涵与特征研究

通过对独立风险投资(IVC)与公司风险投资(CVC)进行对比梳理,分析和归纳了公司风险投资的内涵和特征。

(一)公司风险投资内涵研究

Block和Macmillan(1993)最早界定了公司风险投资单元(CVC Unit),而学界运用最为广泛的公司风险投资的内涵界定则由Gompers和Lerner(1998)提出,即指成熟公司对新创企业发起的投资,且主要为股权投资。后来,随着该领域研究的逐步深入,人们对公司风险投资内涵的理解也逐步深入和丰富化,研究视角也有所转移。表1梳理了1993年以来,主要研究对公司风险投资内涵界定的要点:

表1 公司风险投资内涵界定要点梳理

作者和年份	公司风险投资内涵界定基本要点
Block和Macmillan(1993)	公司风险投资单元是由成熟公司所控制的特殊实体,有义务和责任为母公司创建新的商业机会
Gompers和Lerner(1998); Dushnitsky和Lenox(2005a); Narayanan等(2009)	成熟公司发起,绝大多数为股权投资;帮助母公司实现战略成长和扩张,为母公司建立新竞争力
Gompers和Lerner(2004)	公司风险投资选择有潜力的新创企业,通过股权投资对其进行管理并且提供支持
Weber和Weber(2005)	公司风险投资帮助母公司进行技术、知识的转移和吸收,刺激公司内部学习,增加母公司创新产出
Gaba和Meyer(2008); Katila等(2008); Benson和Ziedonis(2009); Maula等(2013)	成熟公司针对企业外部的的新创企业发起的股权投资;公司风险投资作为母公司的臂膀,通过投资帮助母公司获取战略回报,为母公司开辟技术、产品窗口,带来潜在的市场机会和并购机会
Weber和Weber(2011); Dushnitsky和Shapira(2010); Dushnitsky(2012)	公司风险投资同时追求战略目标与经济目标
Yang等(2009)	公司风险投资依靠先前的行业经验评价新创企业的成功和失败,并且为新创企业建立标准和路径

资料来源:本文作者整理。

起初,研究者更加关注公司风险投资为母公司带来的战略回报,强调公司风投通过对新创企业发起股权投资帮助母公司获取经验技术,开辟目标市场,完成战略性成长和扩张。因此,几乎所有的概念界定均以母公司的视角提出。而后,人们发现公司风投不仅仅追求战略目标,在实践中,也会表现出传统风投的“逐利行为”,是一种较为复杂的动机。再后来,有学者开始从新创企业的角度来考察公司风险投资,少数概念界定也体现了这一视角,提出公司风险投资为新创企业提供管理和支持等增值服务。总而言之,公司风险投资是指:由具有明确主营业务的非金融机构企业衍生出的风险投资单元(CVC Unit)对本公司内部或外部新创企业发起的股权投资(equity investment),兼具经济目标和战略目标。风险投资单元由母公司衍生并受制于母公司,同时有义务为母公司寻找潜在的投资和发展的机会(Block和MacMillan,1993)。

(二)公司风险投资特征研究

公司风险投资从传统风险投资中衍生出来,虽然与独立风险投资具有相似的主导投资逻辑,但是在实践中会受到母公司战略目标、治理结构、制度与文化等方面的影响,从而表现出以下明显特征:

第一,投资主体为非金融机构公司或其旗下的公司风险投资单元。根据投资主体的差异对公司风险投资进行如下分类:第一类为非金融机构母公司发起的直接投资(direct investments),如新华联集团针对ofo进行D轮投资、新东方科技集团投资翼欧教育EEO等;第二类为母公司内风险投资部门利用专有投资基金发起的投资(dedicated fund's investments);第三类为母公司旗下全资投资子公司发起的投资(wholly owned subsidiaries' investments),如联想集团旗下的君联资本、复星集团旗下的复星创投等;第四类为母公司(或其风险投资单元)作为有限合伙人对风险投资机构参股或控股进而发起的投资(CVC investments as limited partner),如新浪微博基金(微创投),是由新浪联合红杉资本等专业投资机构共同打造的创投基金。由于母公司通常财务实力雄厚,较少受到财务约束,因此,相对于独立风投,公司风投投资金额更大、投资周期更长并且对投资风险的容忍度更高。

第二,不仅关注财务回报,更加关注长期战略定位。不同于独立风险投资,公司风险投资同时追求财务回报和战略回报(例如:Block和MacMillan,1993)。这一特点直接体现了母公司与公司风投之间的“鱼水相依”关系:一方面,公司风投通过汲取母公司的资源、借助母公司的声誉,不断自我发展;另一方面,又试图在不同的投资组合中为母公司尽可能地获取财务回报,通过不断“探索”和“游动”为母公司积极搜寻有前景的新技术和市场机会,帮助母公司获取持续竞争优势以完成其战略使命(MacMillan等,2008;Vrande和Vanhaverbeke,2013)。公司风险投资的财务动机来自于企业以盈利为目的的根本性质和其所在风险投资行业追求利润“惊险飞跃”的属性,是一种相对短视的目标和动机。而战略动机则源自公司战略发展的需要,是一种更为长期和复杂的目标。在战略动机的驱动下,企业既可以根据其行业经验对相关关联企业进行投资,也可以通过多元化投资对不熟悉的领域“试水”,谋求更加长远的发展(Lin和Lee,2011)。

第三,激励机制受母公司制度制约。公司风险投资在治理结构和管理制度上通常受母公司制约,因而其投资经理的薪酬和激励机制与独立风险投资显著不同(Dushnitsky和Shapira,2010)。独立风险投资经理的薪酬与投资绩效紧密挂钩,灵活性高;公司风险投资经理的薪酬与母公司薪酬体系具有较高程度的一致性,灵活度低,大多数采用固定工资加年终奖金的薪酬制度,并且受制于母公司当年的整体绩效水平(Chemmanur等,2014)。由于投资绩效与投资经理薪酬的非直接挂钩,导致更容易出现劣质投资、盲目投资。激励机制的差异使公司风投对于投资失误的容忍显著高于独立风投。

第四,对新创企业的作用机制“两分”化。这一特点充分体现了公司风投与新创企业之间“与鲨共舞”的微妙关系,也是公司风投与独立风投的一个显著差异。一方面,公司风险投资需得保持风险投资的基本特征,通过增值服务、监督管理和信号传递等机制帮助新创企业发展。另一方面,又“心怀二念”地通过投资这一行为满足母公司的战略动机(Hill和Birkinshaw,2014)。

三、公司风险投资的投资动因研究

对公司风险投资投资动因的研究主要集中在以下三个问题上:(1)在什么样的条件下,公司更倾向于从事风险投资活动?(2)什么样的公司更愿意开展风险投资?(3)什么样的公司风险投资活动能被持续保留下来?先前学者基于多种理论视角对公司风投产生的动因及影响因素进行了研究分析。

外部条件。一般而言,公司风险投资具有明显的行业属性,高科技行业(如:电子信息业、生物医药业)具有高创新活跃度,其中的公司风险投资活动也更加频繁。Basu等(2011)通过研究行业与公司投资活动之间的关系发现:首先,行业内的技术变化率越高、竞争强度越高,现有产

表 2 独立风险投资与公司风险投资的差异

投资者	独立风险投资(IVC)	公司风险投资(CVC)
合法性	成功投资的声誉投资团队教育水平、管理水平	公司商业、技术成功的声誉公司内部执行经验
权力结构	简单的科层制度可供快速决策有限合伙制(LLP):GP(一般合伙人)从LP(有限合伙人)处募集资金之后对新创企业进行投资	公司内部较为复杂的科层制度,导致公司风投多样化的制度和组织结构;投资团队权力结构服从母公司;母公司通常是公司风投的资本唯一来源
活动	投资活动是独立风险投资唯一的活动,所有的投资基金都是为了对新创企业进行投资	母公司拥有其他明确的主营业务,公司风投年度投资金额与母公司经营和财务水平有关
资源和优势	专业的投资团队、专业化的投资关系网络;LP(有限合伙人)提供财务资本	公司及行业的知识和经验:不仅拥有雄厚的资本,同时会向新创企业的研发、各种商业活动等其他公司业务活动提供支持
关注重点	确保投资进程按照时间表进行,不断实现一个个里程碑以保证经济利润的最大化	关注长期内与母公司的战略匹配
激励机制	投资经理的薪酬与投资绩效紧密挂钩,灵活性高	投资经理的薪酬与母公司薪酬体系具有较高一致性,灵活度低,大多采用固定工资加年终奖金的薪酬制度,并且受制于母公司当年的整体绩效水平
作用机制	增值服务、监督管理、信号传递	“两分”化:学习机制与协同机制;增值服务、监督管理、信号传递

资料来源:本文作者根据前人研究(Ahlstrom和Bruton, 2006; Allen和Hevert, 2007; Amit等, 1990; Bardolet等, 2011; Basu等, 2016; Block等, 2013; Cox Pahnke等, 2015; LiPuma, 2006; Wasserman, 2008)汇总整理得到。

品和技术就更容易被替代,自主研发面临的不确定性就更高,此时,大公司更倾向于利用投资活动快速获取知识、技术,加速创新的迭代(Sahaym等, 2010)。其次,行业知识专有化程度(industry appropriability)也影响公司风险投资活动,行业知识专有化程度越弱,意味着知识产权保护力度越弱,公司内部自主创新成果更容易受到模仿和窃取,因此通过公司风险投资活动获取新知识,开辟“技术窗口”成了很多大公司所青睐的选择。此外,公司风投的投资决策还受整个风险投资行业的影响,当整个投资环境发生变化时,公司风投的投资数量与独立风投的投资数量呈现类似的波动(Gaba和Dokko, 2016)。

母公司特质。资源基础观(resource based view)认为公司内部一系列具有价值性、稀缺性、不可模仿性和不可替代性的资源将为组织创造持续竞争优势(Barney, 1991)。Basu等(2011)基于资源基础观提出成熟公司拥有的市场资源和技术资源不仅可以直接为公司创造竞争优势,同时,也可以通过向市场传递积极信号来吸引新创企业,进而促进投资与合作关系的形成。成熟公司的市场资源(声誉、客户群、品牌)和技术资源(人才、设备),会吸引新创企业与成熟公司建立合作关系。此外,公司资源和能力的培育与运用离不开特定的公司治理结构。公司治理对公司风险投资行为的影响因此受到不少学者的关注(Anokhin等, 2016b; Sahaym等, 2016; Costanzo和Domenico, 2015)。研究大多基于行为代理理论(behavioral agency theory)和高阶理论(upper echelon perspective)展开。例如,学者发现母公司高管团队异质性和高管持股比例均对公司风险投资活动有一定的正向刺激作用,其中高管团队异质性与公司投资活动呈倒“U”形关系(Sahaym等, 2015)。董事会、CEO以及机构持股比例等公司治理结构因素均在很大程度上影响了公司风险投资活动(Anokhin等, 2016b)。

投资单元特质。投资单元在公司风险投资网络中处于核心地位,其特质会直接影响投资效

果,以及母公司对风险投资业务的弃留(Hill和Birkinshaw,2008)。投资经理会对投资效果产生巨大影响。投资活动在具体实践过程中会被投资经理依据个人经验进行改造,使投资活动与母公司最初的投资目标发生偏离(Gaba和Dokko,2011,2013):当公司风投的投资经理先前具有风险投资行业经验(尤其是独立风投机构从业经验)时,投资效果更好;当投资经理仅具有公司从业经验(如管理经验和技術经验)时,投资在实施过程中发生偏离的可能性较大,投资效果波动较大。在此基础上,Gaba和Dokko(2016)进一步研究了自2000年以来,美国大公司对其风险投资单元的弃留情况。他们发现,投资单元中员工的雇佣方式以及投资经理的经验是影响母公司决策的主要因素。从外部雇佣员工的投资单元更容易被保留,同时投资经理先前的投资经验越丰富,该投资单元更容易被保留下来。

表3 公司风险投资动因研究梳理

研究层次	主要结论
外部条件	(1)公司风险投资行为带有明显的行业属性,聚焦于高科技行业。(2)行业内技术变化率越高、竞争强度越高,公司风险投资活动越活跃(Basu等,2011)。(3)行业知识专有化程度影响公司风险投资实践的采用(Basu等,2011)。(4)公司风险投资行为和决策会参考甚至模仿独立风险投资,其整体数量与独立风险投资的数量呈现相似的波动水平
母公司特质	(1)成熟公司通过向市场传递积极信号以吸引新创企业,促进投资关系的形成(Basu等,2009)。(2)母公司高管团队异质性和高管持股比例均对公司风险投资活动有一定的促进作用。(3)高管团队异质性与公司投资实践的开展呈倒“U”形关系(Sahaym等,2015)(4)董事会、CEO以及机构持股比例等公司治理结构的因素很大程度上影响公司风险投资活动(Anokhin,2016b)
投资单元特质	(1)公司投资实践投资经理依据个人经验进行改造,使得投资实践与最初的投资目标发生偏离(Gaba和Dokko,2011,2013),进而影响投资效果。(2)投资单元及投资经理相关特质很大程度上决定公司风险投资实践是否能够持续保留(Gaba和Dokko,2016)

资料来源:本文作者整理。

简要评述:目前对于公司风险投资投资动因的研究主要从行业环境、母公司以及投资单元的特质展开,研究视角比较分散,研究体系尚未形成。虽然,Weber(2011)尝试运用定性分析方法将公司风险投资活动中的三个主体(母公司、风险投资单元、被投创业企业)放入同一社会网络中进行分析,从一体化的视角探析公司风投产生的动因及相关主体之间知识创造与转移的复杂活动。但是,对于上述因素通过哪些机制影响公司风险投资活动,尚缺乏进一步的研究。

四、公司风险投资的投资策略研究

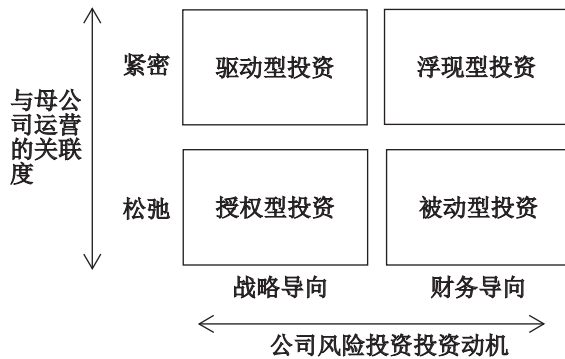
公司风险投资与独立风险投资的显著差异使其表现出独特的投资策略:一是在投资组合策略方面,公司风投偏好行业关联度较高的新创企业并且关注更加年轻、处于生命周期较早阶段的新创公司(Dushnitsky,2013;Orlando,2013)。2016年下半年全球公司风险投资案例中,近50%的投资针对处于发展早期的新创企业^①。二是在注资策略方面,公司风险投资偏好更高的投资金额、更少的投资轮次并且对联合投资有更强的选择偏好(Dushnitsky和Lavie,2010;Noyes等,2014;Keil等,2010)。三是在退出方式上,公司风险投资偏好以收购先前所投企业的方式退出(Benson和Ziedonis,2009),这一点与前文提到的协同机制一致。

近年来,随着区域经济学与管理学的不断跨学科融合,越来越多的学者发现,经济活动的地理位置并非随意分布。部分学者开始研究风险投资的地理位置问题,并发现风险投资公司的地理位置与其投资行为(投资策略)之间存在密切联系。基于此,学者DadaoHou(2016)认为,公

^①资料来源:CBINSIGHTS [https://www.cbinsights.com/2016年全球公司创业投资\(Corporate Venture Capital\)发展报告](https://www.cbinsights.com/2016年全球公司创业投资(Corporate Venture Capital)发展报告)。

司风投相对于独立风投的特殊性将影响其投资项目的地理位置决策,这一决策所带来的地域优势很大程度上构成了公司产品市场的优势。更进一步的实证研究表明:(1)公司风投项目越注重经济回报,该项目的地理集中度越高。(2)母公司规模越大,其下投资单元所投项目的地理分布越广。(3)公司风投介入新创企业的时期越早,该投资项目的地理集中度越高。(4)采取联合投资策略的公司风投资项目,联合投资网络越广,该投资项目的地理集中度越低。

通过对公司风投的投资行为和投资策略的研究,部分学者尝试对公司风投的投资模式进行分类。Chesbrough(2002)根据公司风险投资的投资动机和被投企业与母公司运营的关联度这两个维度,首次将公司风险投资划分为四种模式,分别为:驱动型投资(driving investment)、浮现型投资(emergent investment)、授权型投资(enabling investment)和被动型投资(passive investment)(参见图1)。



资料来源:Chesbrough H W. Making sense of corporate venture capital[J]. Harvard Business Review, 2002, 80(3): 90.

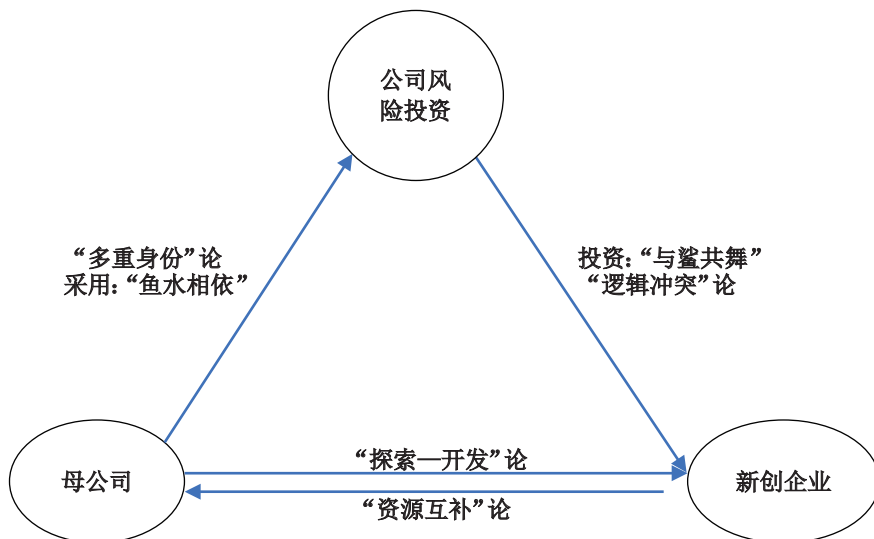
图1 公司风险投资投资模式分类

横向维度代表该项投资的动机是战略导向抑或财务导向,战略导向的投资追求母公司长远发展和价值增值;财务导向追求可观的经济回报。纵向维度代表被投资企业与母公司的资源、业务、运作流程是否关联和匹配。根据横向和纵向维度,作者提出:(1)驱动型投资的投资动机为战略导向,同时,被投企业与母公司运营的关联度紧密,是针对现有业务未来发展的初步“试水”;(2)授权型投资的投资动机为战略导向,而被投资企业与母公司运营的关联度松弛,是尝试扩展当前业务的互补业务;(3)浮现型投资的投资动机为财务导向,同时被投企业与母公司运营的关联紧密,母公司试图通过此类投资探索相关联的新业务,以分散现有的行业风险;(4)被动型投资的投资动机为财务导向,同时被投企业与母公司运营的关联松弛,此类投资仅为获取客观的财务报酬。这一分类模式在公司风投的研究领域具有一定开创性。在此基础上,Anokhin等(2016a)学者,利用市场匹配度和技术匹配度这两个维度对公司风投投资模式的分类进行优化。同样将公司风险投资分为驱动型投资(driving investment)、浮现型投资(emergent investment)、授权型投资(enabling investment)和被动型投资(passive investment)。技术匹配度是指被投企业与母公司当前的资源与能力的匹配度,表现为行业相关(紧密)与行业不相关(松弛)。市场匹配度衡量被投资企业为母公司带来的战略价值,即被投资企业所在行业产出拉动了多少母公司在该行业的产出比例。研究发现:驱动型和授权型投资将带来更多的创新机会并提升规模效应,而浮现型和被动型投资将阻碍公司战略目标的实现。

简要评述:首先,先前关于公司风投投资策略的研究主要通过与独立风投的对比研究展开,通过量化对比和回归分析从理论上判断、从数据上验证公司风投与独立风投在投资策略上的差异,研究结论表现出较高的一致性。其次,通过综述可知,地理集中度与地理距离作为特殊的风险投资策略近些年被越来越多的学者关注,作为区域经济学与管理学科的跨界融合,公司风险投资研究可以进一步从这一角度延伸。第三,关于投资模式的分类研究目前仍然十分少见,未来研究同样可以考虑从这一角度切入,探索公司风险投资的不同投资模式对母公司和新创企业的不同影响。

五、公司风险投资的投资结果研究

公司风险投资的投资结果,一方面体现在对母公司的作用上,另一面体现在对新创企业的作用上,此外,还体现在母公司与新创企业通过投资活动相连,彼此之间发生的一系列交互作用上。总体来看,当母公司设立风险投资单元并开展风险投资实践后,公司风险投资与母公司之间存在“鱼水相依”“同生共长”的关系。当公司风险投资介入新创企业后,其与新创企业之间具有“与鲨共舞”“精彩冒险”的关系(参见图2)。



资料来源:本文作者整理。

图2 公司风险投资投资效果研究综述图

对于行业内的成熟公司而言,在经济不断发展、技术快速变革的背景下,如何跟上时代的步伐、持续不断创新是首要挑战。由于大公司内部存在的创新阻力(例如,创新产品可能影响公司现有畅销产品的收益,导致公司内部对创新产生抵制)和创新执行效率问题(例如,层级多、程序繁导致的行动迟缓),使其创新效果通常低于更为灵活的新创企业。因此,在公司组织边界之外搜寻新知识以打开公司的“技术窗口”成为大公司实现技术追赶甚至是技术领跑、先发制敌的最佳选择(Narayanan等,2009)。公司风险投资如同母公司这片沃泽湖泊中的鱼一样,一方面通过灵活地“游动”和“探索”,不断为母公司注入活力(优质项目、市场资源、创新产出、知识流入)提升母公司在经济系统中的竞争优势;另一方面又得依靠母公司的各类资源(资金、技术、管理)以维持自身的发展。因此,公司风险投资与母公司之间的关系更多地体现为“鱼水相依”“同生共长”。

对于新创企业而言,公司风险投资则是一把“双刃剑”(Dushnitsky和Shaver,2009)。一方面,新创企业往往被具有业务关联的大公司的广阔市场、技术、财务和人力资源所吸引,在某些情况下,成熟公司能够与新创企业共担风险,帮助新创企业在行业内获取合法性,抵御技术创新的不确定性(Paik和Woo,2017)。另一方面,新创企业又对大公司通过投资的方式“合法”汲取企业技术知识、模仿创新成果十分忌惮(Wadhwa和Basu,2013)。因此,新创企业接受公司风险投资很可能会踏上一段精彩而刺激的“冒险之旅”。有学者将新创企业接受同行业成熟公司投资的行为称为“与鲨共舞”(Colombo和Shafi,2016),即:同行业的成熟公司既是新创企业最佳的行业伙伴,又是最危险的竞争对手。

从投资效果来看,母公司、投资单元与新创企业之间微妙的关系从理论上源自以下四个方面:

(一)“探索—开发”论

March(1991)提出了“探索—开发”的基本理论框架并指出两种广泛存在的学习方式,即探索式学习(exploration)和开发式学习(exploitation)。其中,探索式学习指主动搜寻、探索各种机会以学习知识和其他一切可能有益的信息。开发式学习指开发、利用已有的知识和资源,并且追求现有知识所带来的短期回报(Levinthal和March,1993)。相对来说,开发式学习失败的风险较小,不确定性较低。成熟公司通过公司风险投资可以进行更加便利的“开发式学习”,汲取新创企业的技术、知识和专利。相应的,新创企业为了保证自身的先进性,只能不断进行探索式学习,建立更多探索式学习战略联盟以提升自身知识存量(Galloway等,2016)。此外,公司风险投资一方面增加母公司外部知识吸收和获取的能力,另一方面提高母公司自身的研究和开发能力(Anokhin,2006a),最终帮助母公司达到价值增值。在欧美等知识产权保护力度强的发达国家里,法律制度帮助新创企业防范抄袭和模仿等侵权行为,却使同行业中的公司风险投资活动更加活跃(Dushnitsky和Shaver,2009),因为成熟公司通过投资新创企业可以“合法地”吸收对方的知识、技术等一系列创新成果。然而,法律保护的强弱在此并不是唯一影响因素,Colombo和Shafi(2016)在欧洲的研究发现:虽然知识产权保护强时,同行业的成熟公司通过公司风险投资与新创企业联系紧密,但是在知识产权保护弱时,新创企业与公司风险投资的联系仍然紧密,因为欧洲的独立风投偏好较为成熟的创业项目,公司风投则倾向于投资新创企业。因此,公司风投与新创企业之间的关系还受到不同国家行业结构与特点的影响。

(二)“双重身份”论

“双重身份”论的视角是基于代理理论(agency theory)展开的,主要是指公司风险投资单元在投资过程中面对母公司和新创企业时分别扮演两种重要角色。一方面,公司风险投资通过投资进入新创企业,掌握新创企业部分股权,作为股东,与创业企业管理团队形成委托代理关系,通过合同约定和管理介入影响新创企业的董事会构成、高管团队、股权激励、薪酬水平等重大业务决策(Ivanov和Masulis,2008;Park和Steensma,2013),向新创企业履行监督管理、增值服务、信号传递的职责。另一方面,公司风险投资又是其母公司的代理人,代表母公司的意志、践行母公司的使命和愿景,不断帮助母公司寻找优质项目,通过学习机制(learning mechanism)最大化降低母公司学习成本(Dushnitsky和Lenox,2006),使被投资企业先进的技术和知识、高效的运作模式迅速流入母公司;丰富公司风险投资在新创企业识别、选择和培养上的相关经验(Yang等,2009;Yang,2012);通过协同机制(synergy mechanism)使新创企业采用母公司定义的标准和程序,对新创企业进行持续打磨、改造和培养,待时机成熟后公司风投退出,母公司出面收购,将其潜移默化地协同为母公司的一部分,加速母公司整个业务生态系统的构建和循环。帮助母公司管理投资项目、获取经济和战略回报。综上所述,公司风险投资具有双重委托代理身份(Arthurs等,2008)。

(三)“逻辑差异”论

“逻辑差异”论的视角基于制度理论(institutional theory)展开。最初的制度理论(DiMaggio和Powell,1983;Powell和DiMaggio,1991)是为了研究组织趋同化问题而产生的,该理论提出由于企业存在于同一个制度环境当中,进而导致其行为趋同化。后续研究对于制度理论的运用主要强调组织或个人所处的制度环境和制度逻辑会影响其行为(Meyer和Rowan,1977;Tolbert等,2011),这种制度环境和制度逻辑可以源自其所处的行业和公司。公司风险投资一方面属于风投行业,投资项目时行业动态为“风向标”,以优秀风险投资公司为“学习标杆”,在使用联合投资策略时也更倾向于与独立风险投资形成合作伙伴(Lerner,1994);另一方面,实施

决策时还要受到母公司战略目标的引导,公司制度、结构的制约(Titus和Anderson,2016),这就使公司风投在决策时往往出现“逻辑冲突”(Souitaris和Zerbinati,2015;Souitaris等,2012),进而与独立风险投资合作时表现出目标偏离和利益冲突(Paik和Woo,2017)。Panke等(2015)从制度理论的视角出发,提出不同类型风险投资由于环境、行业差异导致投资逻辑出现分化,进而对新创企业的创新产生不同的影响。虽然公司风险投资在理论上有助于新创企业的技术创新和创新成果的商业化,但是,由于公司风险投资资金来源于母公司,其投资过程受到母公司制度和决策流程与效率等因素的影响,产生巨大的逻辑冲突。此外,虽然公司风投有极强的行业专长,能够识别行业内的技术和市场机会,但是对新创企业的孵化、培养经验不足。因此,在对新创企业创新产出的作用上,公司风险投资的效率低于独立风险投资。

(四)“资源互补”论

“资源互补”论的视角是基于交易成本理论展开的,新创企业通过公司风险投资的股权投资与成熟公司相连,获取成熟公司的互补性资产,降低交易成本;而母公司也通过投资行为降低对新创企业的模仿和同化成本。与Cox Pahnke等(2015)的研究结果有所不同,Alvarez-Garrido和Dushinisky(2016)虽然同样认为新创企业的创新产出受到投资者类型的影响,但是真正发挥作用的则是不同类型投资者是否能向被投资企业提供适当的互补性资产,虽然前人研究已经证明风险投资能够促进新创企业的创新产出(Kortum和Lerner,2000;Ozcan和Eisenhardt,2009;Samila和Sorenson,2010),但公司风险投资由于能够给新创企业提供更多的互补性资产,进而使新创企业的创新产出更高。伴随着公司风险投资活动的风生水起,公司投资者对传统独立风险投资者产生了替代作用。此外,Park和Steensma(2012)同样发现:公司投资者能够向新创企业提供更多互补性资产,加速新创企业技术创新的商业化过程,在环境不确定性更高的情况下,处于同一行业的公司风险投资与新创企业之间能够转移更多互补性资产,并为新创企业带来更多价值增值。然而,对于新创企业来讲,与特定的公司投资者保持过于紧密的关系也并非总是好事,这有可能会阻碍新创企业从其他渠道获取互补性资产。

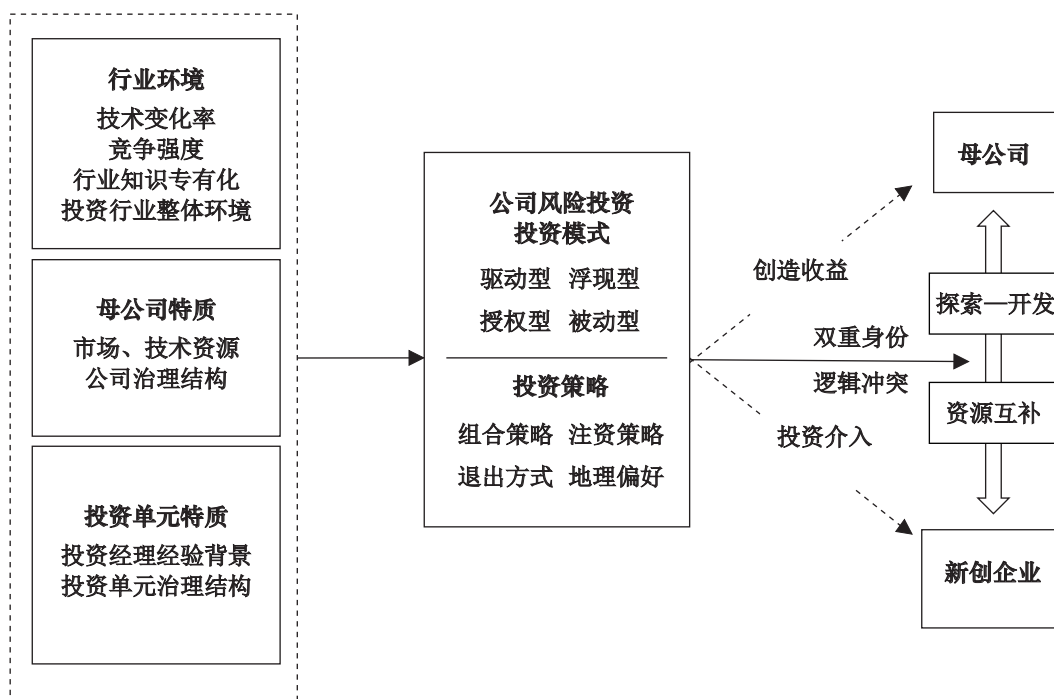
简要评述:基于不同的理论和视角,学者们对公司风险投资的结果展开研究,目前已经取得了比较丰富的研究成果。除了研究公司风险投资与母公司和新创企业之间的相互关系之外,未来的研究需要更多地考虑影响三者关系和投资结果的边界条件。

六、理论模型建构与未来研究展望

(一)理论模型建构

基于以上分析可知:先前学者从不同视角研究了公司风险投资产生的动因和投资的结果,并逐步开始尝试研究公司风险投资的投资策略和投资模式。然而,对于公司风险投资的研究总体处于分散状态,尚未建立系统的分析框架和思路。由于嵌入在由母公司、新创企业等相关主体构成的多元生态体系之中,较之独立风险投资,公司风险投资具有更为复杂的决策、管理和作用传导机制。本文在系统梳理现有文献,深入思考和研究的基础之上,构建了如下公司风险投资研究框架(参见图3)。

行业环境、母公司和投资单元的特质在很大程度上影响成熟公司对风险投资业务的态度。在实际投资过程中,不论是投资策略、投资模式抑或投资机制均会出现不同程度的分化,公司风投通过与母公司“鱼水相依”的关系试图不断为母公司创造收益;而与新创企业之间“与鲨共舞”的关系则让公司风投的作用效果更加扑朔迷离。本文通过构建“探索—开发”论、“多重身份”论、“逻辑冲突”论和“资源互补”论四种视角,尝试梳理公司风投介入后新创企业与母公司之间多重的复杂关系。



资料来源:本文作者整理。

图3 公司风险投资研究的理论框架

(二)未来研究展望

通过上述理论模型的构建可知,本领域的研究要素与研究框架已现雏形,但是要素与要素之间的关系还需要进一步的探索和挖掘,整个研究框架的系统性仍有待提升。本文认为有以下研究方向值得关注和尝试。

第一,进一步探索公司风险投资与新创企业之间双边关系的有效性。近年来不断有学者质疑公司风投对于母公司和被投新创企业的作用是积极还是消极,研究结论也存在明显的不一致。因此,有必要在前人研究的基础上继续对这一双边关系进行挖掘,利用元分析(meta-analysis)等方法(Lipsey和Wilson,2000),梳理和探析研究结论不一致的潜在干扰因素,例如样本选择带来的样本偏误问题,并对不同的结果进行清晰而且系统化的整合和对比。元分析方法大多应用于心理学与组织行为领域的研究,近几年逐步在战略管理领域被采用,如利用元分析方法研究创业创新领域的研究问题等(Rosenbusch等,2013;Read等,2009)。

第二,投资策略及投资模式的分类研究。先前研究多聚焦于公司风险投资的动因和结果,对投资行为和投资结果之间的投资模式与投资策略“黑箱”少有研究。虽然2002年Chesbrough的投资模式分类研究具有开创性,但是由于分类维度难以量化等原因,后续研究尚未跟进。因此,未来的研究可从投资模式分类角度展开,并进一步探索不同投资模式的公司风险投资与投资结果之间的关系。

第三,公司风险投资联合投资研究。公司风险投资独特的行业专长,决定其相较于独立风投,能够更好地识别行业内潜在的关键技术、处于萌芽期的创新成果和未来的市场机会。然而,在后续对新创企业培养、孵化过程中,独立风投却相对更具经验。因此,公司风险投资是否会主动寻求与独立风投的联合投资,二者取长补短是否能够创造更好的投资绩效,以达到“双赢”的结果?这一联合投资的过程是否会受到一些情景因素的影响?这些都有待更进一步的研究。

第四,公司风险投资的质性研究。一方面,之前关于公司风险投资的研究结果常常出现冲突与不一致性;另一方面,近年来公司风险投资在中国风险投资领域的地位日益凸显。学界和业界更加迫切地需要了解公司风投的投资决策机制,公司风投对母公司和新创企业的作用机制与影响效果等等。在研究对象和研究样本日渐丰富的背景下,基于多种来源数据进行定性研究,能够深化人们对公司风险投资的理解和认识(Yin, 1994; Siggelkow, 2007)。因此,未来可以通过更为科学的质性研究方式,选取典型的公司风投和被投创业企业进行案例研究,探索其中的作用与影响机制,补充并完善现有理论,扩展现有理论与认知边界(Eisenhardt和Graebner, 2007)。

主要参考文献

- [1]陈敏灵,薛静. 基于组织间关系视角的国外公司风险投资研究[J]. 科技管理研究, 2012,(24): 226-229.
- [2]戴维奇,魏江,余纯国. 过往绩效与公司风险投资: 高管政治网络的调节效应[J]. 科研管理, 2012,(1): 138-146.
- [3]万坤扬. 公司风险投资组合多元化与公司投资者价值创造——基于分位数回归的实证分析[J]. 商业经济与管理, 2015,(10): 39-49.
- [4]郑丹辉,韩晓燕,李新春. 组织冗余与我国民营上市企业风险投资: 创始人控制的调节作用[J]. 财经研究, 2013,(5): 62-72.
- [5]翟丽,鹿溪,宋学明. 上市公司参与公司风险投资的收益及其影响因素实证研究[J]. 研究与发展管理, 2010,(5): 104-112, 133.
- [6]Ahlstrom D, Bruton G D. Venture capital in emerging economies: Networks and institutional change[J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2006, 30(2): 299-320.
- [7]Allen S A, Hevert K T. Venture capital investing by information technology companies: Did it pay[J]. Journal of Business Venturing, 2007, 22(2): 262-282.
- [8]Alvarez-Garrido E, Dushnitsky G. Are entrepreneurial venture's innovation rates sensitive to investor complementary assets? Comparing biotech ventures backed by corporate and independent VCs[J]. Strategic Management Journal, 2016, 37(5): 819-834.
- [9]Amit R, Glosten L, Muller E. Does venture capital foster the most promising entrepreneurial firms[J]. California Management Review, 1990, 32(3): 102-111.
- [10]Anokhin S, Wincent J, Oghazi P. Strategic effects of corporate venture capital investments[J]. Journal of Business Venturing Insights, 2016a, 5: 63-69.
- [11]Anokhin S, Peck S, Wincent J. Corporate venture capital: The role of governance factors[J]. Journal of Business Research, 2016b, 69(11): 4744-4749.
- [12]Bardolet D, Fox C R, Lovallo D. Corporate capital allocation: A behavioral perspective[J]. Strategic Management Journal, 2011, 32(13): 1465-1483.
- [13]Basu S, Phelps C C, Kotha S. Search and integration in external venturing: An inductive examination of corporate venture capital units[J]. Strategic Entrepreneurship Journal, 2016, 4(2): 129-152.
- [14]Basu S, Phelps C, Kotha S. Towards understanding who makes corporate venture capital investments and why[J]. Journal of Business Venturing, 2011, 26(2): 153-171.
- [15]Benson D, Ziedonis R H. Corporate venture capital as a window on new technologies: Implications for the performance of corporate investors when acquiring startups[J]. Organization Science, 2009, 20(2): 329-351.
- [16]Block J H, Vries G D, Schumann J H, et al. Trademarks and venture capital valuation[J]. Journal of Business Venturing, 2013, 29(4): 525-542.
- [17]Colombo M G, Shafi K. Swimming with sharks in Europe: When are they dangerous and what can new ventures do to defend themselves[J]. Strategic Management Journal, 2016, 37(11): 2307-2322.
- [18]Costanzo L A, Domenico M L D. A multi-level dialectical-paradox lens for top management team strategic decision-making in a corporate venture[J]. British Journal of Management, 2015, 26(3): 484-506.

- [19]Cox Pahnke E, Katila R, Eisenhardt K M. Who takes you to the dance? How partners' institutional logics influence innovation in young firms[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2015, 60(4): 266–276.
- [20]DiMaggio P J, Powell W W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields[J]. *American Sociological Review*, 1983, 48(2): 147–160.
- [21]Dushnitsky G, Lavie D .How alliance formation shapes corporate venture capital investment in the software industry: a resource-based perspective[J]. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2010, 4(1): 22–48.
- [22]Dushnitsky G, Lenox M J. When do firms undertake R&D by investing in new ventures[J]. *Strategic Management Journal*, 2005a, 26(10): 947–965.
- [23]Dushnitsky G, Lenox M J. When do incumbents learn from entrepreneurial ventures? Corporate venture capital and investing firm innovation rates[J]. *Research Policy*, 2005b, 34(5): 615–639.
- [24]Dushnitsky G, Lenox M J. When does corporate venture capital investment create firm value[J]. *Journal of Business Venturing*, 2006, 21(6): 753–772.
- [25]Dushnitsky G, Shapira Z. Entrepreneurial finance meets organizational reality: Comparing investment practices and performance of corporate and independent venture capitalists[J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31(9): 990–1017.
- [26]Dushnitsky G, Shaver J M. Limitations to interorganizational knowledge acquisition: The paradox of corporate venture capital[J]. *Strategic Management Journal*, 2009, 30(10): 1045–1064.
- [27]Eisenhardt K M, Graebner M E. Theory building from cases: Opportunities and challenges[J]. *Academy of Management Journal*, 2007, 50(1): 25–32.
- [28]Ireland R D, Hitt M A, Camp S M, et al. Integrating Entrepreneurship and Strategic Management Actions to Create Firm Wealth[J]. *Academy of Management Executive*, 2001, 15(1):49–63.
- [29]Gaba V, Bhattacharya S. Aspirations, innovation, and corporate venture capital: A behavioral perspective[J]. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2012, 6(2):178–199.
- [30]Gaba V, Dokko G. Venturing into new territory: Career experiences of corporate venture capital managers and practice variation[J]. *Academy of Management Journal*, 2011, 55(3): 563–583.
- [31]Gaba V, Dokko G. Learning to let go: Social influence, learning, and the abandonment of corporate venture capital practices[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(8): 1558–1577.
- [32]Galloway T L, Miller D R, Sahaym A, et al. Exploring the innovation strategies of young firms: Corporate venture capital and venture capital impact on alliance innovation strategy[J]. *Journal of Business Research*, 2016, 71: 55–65.
- [33]Gompers P A, Lerner J. The determinants of corporate venture capital successes: Organizational structure, incentives, and complementarities[R]. NBER Working Papers, 1998.
- [34]Hill S A, Birkinshaw J. Ambidexterity and survival in corporate venture units[J]. *Journal of Management*, 2014, 40(7): 1899–1931.
- [35]Hill S A, Birkinshaw J. Strategy–organization configurations in corporate venture units: Impact on performance and survival[J]. *Journal of Business Venturing*, 2008, 23(4): 423–444.
- [36]Keil T, Autio E, George G. Corporate venture capital, disembodied experimentation and capability development[J]. *Journal of Management Studies*, 2008a, 45(8): 1475–1505.
- [37]Keil T, Maula M, Schildt H, et al. The effect of governance modes and relatedness of external business development activities on innovative performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2008b, 29(8): 895–907.
- [38]Keil T, Maula M V J, Wilson C. Unique resources of corporate venture capitalists as a key to entry into rigid venture capital syndication networks[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2010, 34(1): 83–103.
- [39]Lin S J, Lee J R. Configuring a corporate venturing portfolio to create growth value: Within-portfolio diversity and strategic linkage[J]. *Journal of Business Venturing*, 2011, 26(4): 489–503.
- [40]Lipsey M W, Wilson D B. *Practical meta-analysis*[M]. Calif: SAGE Publications, Inc., 2000.
- [41]LiPuma J A. Independent venture capital, corporate venture capital, and the internationalization intensity of technology-based portfolio firms[J]. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 2006, 2(2): 245–260.

- [42]Maula M V J, Autio E, Murray G C. Corporate venture capital and the balance of risks and rewards for portfolio companies[J]. *Journal of Business Venturing*, 2009, 24(3): 274–286.
- [43]Maula M V J, Keil T, Zahra S A. Top management's attention to discontinuous technological change: Corporate venture capital as an alert mechanism[J]. *Organization Science*, 2013, 24(3): 926–947.
- [44]Meyer J W, Rowan B. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony[J]. *American Journal of Sociology*, 1977, 83(2): 340–363.
- [45]Narayanan V K, Yang Y, Zahra S A. Corporate venturing and value creation: A review and proposed framework[J]. *Research Policy*, 2009, 38(1): 58–76.
- [46]Noyes E, Brush C, Hatten K, et al. Firm network position and corporate venture capital investment[J]. *Journal of Small Business Management*, 2014, 52(4): 713–731.
- [47]Ozcan P, Eisenhardt K M. Origin of alliance portfolios: Entrepreneurs, network strategies, and firm performance[J]. *Academy of Management Journal*, 2009, 52(2): 246–279.
- [48]Paik Y, Woo H. The effects of corporate venture capital, founder incumbency, and their interaction on entrepreneurial firms' R&D investment strategy[J/OL]. *Organization Science*, 2017. <https://doi.org/10.1287/orsc.2017.1133>.
- [49]Park H D, Steensma H K. When does corporate venture capital add value for new ventures[J]. *Strategic Management Journal*, 2012, 33(1): 1–22.
- [50]Powell W W, DiMaggio P J. *The new institutionalism in organizational analysis*[M]. Chicago: University of Chicago Press, 1991.
- [51]Read S, Song M, Smit W. A meta-analytic review of effectuation and venture performance[J]. *Journal of Business Venturing*, 2009, 24(6): 573–587.
- [52]Rosenbusch N, Brinckmann J, Müller V. Does acquiring venture capital pay off for the funded firms? A meta-analysis on the relationship between venture capital investment and funded firm financial performance[J]. *Journal of Business Venturing*, 2013, 28(3): 335–353.
- [53]Sahaym A, Cho S Y, Sang K K, et al. Mixed blessings: How top management team heterogeneity and governance structure influence the use of corporate venture capital by post-IPO firms[J]. *Journal of Business Research*, 2016, 69(3): 1208–1218.
- [54]Sahaym A, Steensma H K, Barden J Q. The influence of R&D investment on the use of corporate venture capital: An industry-level analysis[J]. *Journal of Business Venturing*, 2010, 25(4): 376–388.
- [55]Siggelkow N. Persuasion with case studies[J]. *Academy of Management Journal*, 2007, 50(1): 20–24.
- [56]Souitaris V, Zerbini S. How do corporate venture capitalists do deals? An exploration of corporate investment practices[J]. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2015, 8(4): 321–348.
- [57]Souitaris V, Zerbini S, Liu G. Which iron cage? Endo-and exoisomorphism in corporate venture capital programs[J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 55(2): 477–505.
- [58]Titus V K, Anderson B S. Firm structure and environment as contingencies to the corporate venture capital–parent firm value relationship[J]. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 2016. Publish online, DOI:O10.1111/etap.12264.
- [59]Tolbert P S, David R J, Sine W D. Studying Choice and Change: The Intersection of Institutional Theory and Entrepreneurship Research[J]. *Organization Science*, 2011, 22(5):1332–1344.
- [60]Vrande V V D, Vanhaverbeke W. How prior corporate venture capital investments shape technological alliances: A real options approach[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2013, 37(5): 1019–1043.
- [61]Wadhwa A, Basu S. Exploration and resource commitments in unequal partnerships: An examination of corporate venture capital investments[J]. *Journal of Product Innovation Management*, 2013, 30(5): 916–936.
- [62]Wadhwa A, Phelps C, Kotha S. Corporate venture capital portfolios and firm innovation[J]. *Journal of Business Venturing*, 2016, 31(1): 95–112.
- [63]Wasserman N. Revisiting the strategy, structure, and performance paradigm: The case of venture capital[J]. *Organization Science*, 2008, 19(2): 241–259.
- [64]Weber C, Weber B. Exploring the antecedents of social liabilities in CVC triads—a dynamic social network perspective[J].

- Journal of Business Venturing, 2011, 26(2): 255–272.
- [65]Yang Y. Bilateral inter-organizational learning in corporate venture capital activity[J]. Management Research Review, 2012, 35(5): 352–378.
- [66]Yang Y, Narayanan V K, De Carolis D M. The relationship between portfolio diversification and firm value: The evidence from corporate venture capital activity[J]. Strategic Management Journal, 2014, 35(13): 1993–2011.
- [67]Yang Y, Narayanan V K, Zahra S. Developing the selection and valuation capabilities through learning: The case of corporate venture capital[J]. Journal of Business Venturing, 2009, 24(3): 261–273.

Corporate Venture Capital: “Living in the Water” or “Swimming with Sharks”? A Literature Review and Theoretical Framework

Dong Jing, Xu Wanyu

(School of International Business Administration, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Summary: Originated from American venture capital (VC) industry in the 19th century, corporate venture capital (CVC) plays an even more important role in the ecosystem of innovation and entrepreneurship. Since 2011, with the continuous development and mature of Chinese CVC industry, more and more established companies are gradually involved in VC industry through equity participation and equity holding, setting up investment departments and new subsidiaries. When the macro economy and corporate financial situation have improved, established companies also gradually shift their attention from pursuing survival opportunity to strategic growth.

CVC investment refers to an investment made by nonfinancial corporations in internal and external startups. It has both economic and strategic objectives. CVC unit is a distinct entity which derives from and is controlled by its parent company; meanwhile, it has the duty to find potential investment and technical opportunities for the parent companies. Compared with independent venture capital (IVC), CVC comes with the following four clear characteristics: first, the investors are non-financial companies or their CVC units; second, CVC not only focuses on financial returns, but also emphasizes long-term strategic returns; third, the incentive mechanism is conditioned by parent company’s compensation system; finally, corporate venture capital is ambidexter to new ventures.

Prior studies explored CVC practice’s antecedents, process and consequences. Firstly, the previous scholars analyzed the antecedents of CVC such as industry attributes, parent company’s characteristics and CVC unit. Secondly, some scholars began to focus on the process of corporate venture capital investment, and analyzed their investment strategies and investment mechanism. Thirdly, the researches on the consequences of CVC showed a tendency of diversification from both theoretical perspectives and research conclusions: some scholars believe that CVC practice is beneficial for helping to consolidate short-term profits and obtain long-term strategic rewards for the parent companies, however, other scholars retorted that the multiple performance objectives of CVC are difficult to measure. Besides, excessive diversifications also weaken the core competitiveness of parent companies.

In this paper, we propose that, on the one hand, the relationship between corporate venture capital and their parent firms is like a fish “living in the water”, and CVC brings stream “living water” for their

(下转第50页)

The results show that on the one hand, newly founded ventures employ resource bricolage by consuming resource endowments to gain the ability to survive; and on the other hand, newly founded ventures gain competitive advantages through innovative activities to consolidate their ability to survive. The survival of newly founded venture depends on the resource endowments while the innovation can increase the survival rate. In the meantime, innovative behavior and resource endowments have a substitution relation. In addition, the different types of innovative activities have different impacts, as the effect of supporting process innovation is stronger than that of productive process innovation, which is, in turn, stronger than the total effect of process innovation, but the effect of product innovation is not significant. From the perspective of resources and innovation, this paper deepens the application of organizational imprinting theory to the evolution of enterprises while providing a new theoretical perspective and new empirical evidence for the interpretation of the survival of newly founded ventures in the Chinese context.

Key words: resource endowment; innovative behavior; survival of newly founded ventures; imprinting role; resource bricolage

(责任编辑: 墨 茶)

(上接第17页)

parent companies and expands its boundary, making parent firms embedded into the social network of venture capital and new ventures. On the other hand, the relationship between CVC and new ventures is even more like “swimming with sharks”; for new ventures, CVC can use parent companies’ resources and industrial experience to help and nurture them, however, they also can intervene them directly by equity investment, and absorb their knowledge and technology. In a word, for new ventures, established companies are the best business partners, however, they also the most dangerous competitors.

Existing literature presents the following characteristics and limitations: first, the research findings of CVC mainly spread around the United States and other developed countries. It shows significant concern about how to generalize this finding to other regions; second, although previous scholars studied the antecedents, consequences and process of corporate venture capital, the research framework of this area hasn’t yet been established and the research results are diversified; third, the CVC research in China started around 2000 year with a slow pace. Existing researches which only focus on CVC’s characteristics, motivation and value creation, need to be developed.

With this background, current study reviews the corporate venture capital researches which are published in recent years, aiming at: (1) analyzing the characteristics of corporate venture capital, and their investment strategies and modes; (2) summarizing the antecedents, process and consequences of corporate venture capital, combing different research perspectives among them; (3) building the theoretical framework of CVC research and proposing the future research development. This research has important theoretical and practical significance, and at the same time, expands and deepens the research of strategic management, organizational theory and venture capital theory.

Key words: corporate venture capital; CVC unit; new venture; “living in the water”; “swimming with sharks”

(责任编辑: 雨 橙)