

전략적 제휴에 있어 핵심역량과 사회적 자본의 역할 - 미국 증권산업을 중심으로 -

정승화

연세대학교 상경대학 경영학과
(chungsh@bubble.yonsei.ac.kr)

이경묵

서울대학교 경영대학 경영학과
(kmllee@plaza.snu.ac.kr)

본 논문은 전략적 제휴를 결정하는 요인으로서 기업간의 핵심역량의 상호보완성과 동등성 및 사회적 자본을 제시하고 있다. 즉, 두 기업이 보유하고 있는 핵심역량의 상호보완성이 높을수록, 핵심역량의 크기가 유사할수록, 과거에 함께 제휴한 횟수가 많을수록 그 두 기업간의 제휴가능성이 높다는 것이다. 위의 가설들을 검증하기 위하여 본 연구는 1980년대에 일어난 미국의 상위 98개 증권사간의 신규발행주식의 인수를 위한 신디케이션(syndication) 자료를 사용하였다. 실증분석의 결과, 기업간 유형·무형 자산의 상호보완성뿐만 아니라 보유한 자원의 크기의 동등성, 그리고 과거의 기업간 협력관계에서 형성된 사회적 자본이 제휴 형성의 가능성을 높이는 것으로 나타났다. 이 결과는 전략적 제휴라는 경제적 현상이 경제의 논리뿐만 아니라 사회적 논리에 의해서도 영향을 받는다는 점을 보여주고 있다. 이러한 연구의 결과는 기업이 타기업과 전략적 제휴를 맺거나 제휴관계를 청산하는데 있어서 장기적 관점을 가지고 사회적 자본의 형성과 활용에 대해 신중히 고려해야 미래에 이상적인 파트너와 제휴할 수 있다는 점을 시사하고 있다.

I. 서 론

최근 기술변화, 국제화, 탈규제화 등과 같은 경쟁환경의 급속한 변화에 대응하기 위해 과거보다 훨씬 더 많은 기업들이 전략적 제휴를 경쟁전략의 수단으로 사용하고 있다. 이러한 제휴빈도의 증가에 따라 국내외 학계에서도 전략적 제휴에 대한 논의가 활발히 진행되고 있다. 본 연구에서는 최근 그 중요성이 증가하고 있는 전략적 제휴의 연구영역중에서 왜 기업이 일부 특정기업하고만 전략적 제휴를 맺는가에 대해 연구하고자 한다. 즉 본 연구에서는 제휴대상의 선택시 작용하는 경제적, 사회적 논리를 체계적으로 정리하고, 연구가설을 제

시하며 이를 미국 증권회사간의 신디케이션(syndication), 즉 증권인수단의 형성에 관한 자료를 통해 검증하고자 한다.

전략적 제휴(strategic alliance)란 공통의 전략 목표를 성취하기 위한 기업간의 협력적 계약으로 정의될 수 있다(Contractor & Lorange, 1988). 이러한 계약관계에는 지분공여를 포함하는 관계(equity-based relationship)와 이를 포함하지 않는 관계 모두가 포함된다. 예를 들어 소규모 유전공학기술을 개발하는 벤처기업과 기존의 대형 제약회사들간의 제휴는 대부분 지분공여를 포함하는 관계이다(Freeman & Barley, 1990). 반면에 본 연구의 대상인 미국 증권회사간의 신디케이션은 서로 지분을 공여하지 않기 때문에 참여업체간의

논문 접수일 : 96. 12. 12 게재확정일 : 97. 7. 7

* 본 연구는 서울대학교 경영대학, 미국 워튼경영대학원의 Snider Center의 연구비지원에 의해 수행되었음. 본 논문의 시작단계에서 조언을 준 Harbir Singh 교수와 본 논문을 세밀히 읽고 건설적인 의견을 주신 익명의 두 심사자에게 깊은 감사를 드린다.

상호몰입의 정도가 다소 약한 형태의 전략적 제휴라고 볼 수 있다.

경쟁적 시장환경에서 왜 전략적 제휴가 나타나며 어떤 기업들이 서로 제휴를 맺는가에 대해서는 두 가지 이론적 시각이 존재한다. 그 첫번째 시각은 주로 경제학자들에 의해 주장된 것으로서 기업이 지니고 있는 유형·무형의 자산이 타기업들과 장기적 관계를 형성하는데 있어서 근본적인 바탕이 된다는 것이다 (Nohria & Garcia-Pont, 1991). 기업들이 전략적 제휴에 참여하는 이유는 이를 통해 기업의 목표를 달성하고자 하는 것인데, 이러한 전략적 제휴를 통한 기업목표의 달성가능성은 각자가 보유한 유형 또는 무형의 자산이 어떤 특성을 가지고 있는가에 달려 있다는 것이다.

또 하나의 이론적 시각은 사회학적 시각에 기반한 것으로서 기업의 행동은 조직간의 연결망(inter-organizational network)에서 그 기업이 점하고 있는 위치와 기존에 형성된 타기업과의 관계에 의해 결정된다는 것이다. 즉 과거의 전략적 제휴를 통해 형성된 조직간의 연결망이 새로운 제휴관계를 형성하는데, 그리고 보다 장기적인 연계를 맺는데 있어서 중요한 토대가 된다는 것이다. 다시 말해 기업들이 처음에 어떤 이유로 제휴를 맺었는가에 상관없이 한 때 서로가 제휴했다는 사실 그 자체가 미래에 상호 협력할 가능성을 높여준다는 것이다 (Gulati, 1993).

제휴관계의 형성에 대한 이러한 두가지 시각을 바탕으로 본 연구는 "제휴의 형성에 있어서 기업의 역량(corporate capabilities)과 사회적 자본이 차지하는 역할은 무엇인가?"라는 문제를 제기한다. 즉 본 연구는 제휴대상의 선택에 있어서 잠재적 파트너간의 상대적 역량 및 사회적 자본이 차지하는 역할에 대하여 살펴봄으로써 위의 두 시각이 가지는

상대적 설명력을 비교해 보고자 한다. 구체적으로 본 연구는 신주 공모에 참가하는 미국 증권사간의 피상적으로는 단기적이거나 실질적으로는 장기적으로 반복되는 신디케이선의 형성을 중심으로 살펴보고자 한다. 지난 백여년간 월스트리트(Wall Street)를 움직여 왔던 이러한 신디케이선을 반복적이고 지속적인 제휴관계의 고전적 모형으로 심층 연구함으로써, 본 연구는 앞으로 더욱 활발히 전개될 전략적 제휴를 이해하는 데 있어서 초석이 될 것이다.

1898년에 모간(J.P. Morgan)사가 역사상 처음으로 신디케이트, 즉 공동인수단을 조성하여 페드럴스틸사(Federal Steel Company)의 신주를 매각한 이후 미국의 증권사들은 민간이나 공공금융을 위하여 신디케이트를 형성하면서 경쟁하며 동시에 상호 협력하는 방법을 익혀 왔다(Carosso, 1970). 증권회사들이 새로이 발행되는 증권을 인수할 때 한 증권사가 다른 증권사들과 신디케이트라는 형식으로 상호 협력하는 주요한 목적은 증권인수에서 오는 위험을 분담하고 서로가 가진 역량을 창조적으로 배합하여 새로이 발행된 증권을 고객에게 효과적으로 유통시키는데 있다.

공동인수단 내에서 특정 기업이 수행하는 역할은 인수에 대한 책임의 정도와 기업이 가진 전반적 평판에 따라 상이하게 배분된다. 어떤 기업은 주간사회사(lead manager)나 보조간사회사(co-manager)의 역할을 맡는 반면 다른 기업들은 단순한 공동인수자(underwriter)로서 인수에 참가한다. 주간사회사와 보조간사회사는 신주의 가격, 공개에 참여할 개별 증권회사의 수와 그들의 지위를 결정하고 신주인수의 위험—만약에 주식이 제시된 가격에 팔리지 않았을 경우—에 대하여 전반적인 책임을 진다. 주간사나 보조간사회사가 아닌 단순한 공동인수자들의 역할은 대체적으로 각사의 고객의 특성, 제품

계열, 유통능력 등에 의하여 결정된다. 추가적으로 각 증권사들이 과거에 약속한 양의 주식을 적절히 판매하였는지 그리고 주식이나 기타 파생상품을 성공적으로 인수한 경험이 있는지에 관한 증권업계에서의 전반적인 평판이 참여증권사의 역할을 결정한다.

전략적 제휴를 연구하는데 있어서 본 연구에서 사용될 신주공모를 위한 신디케이션 자료가 가지는 하나의 장점은 이 자료가 신문을 통해 공개적으로 발표되는 것이고, 신디케이션의 빈도도 매년 수백 건에 이르기 때문에 조직간에 나타나는 관계의 유형을 체계적으로 연구하기에 충분하다는 점이다. 또 다른 장점은 한 산업내에서 일어나는 제휴만을 연구대상으로 하기 때문에 여러 산업에 속한 기업들간의 제휴를 연구할 때 필연적으로 나타나는 “측정되지 않은 기업간의 차별성(unobserved heterogeneity)”에 의한 연구결과의 왜곡문제를 어느 정도 극복할 수 있다는 점이다.

역사적으로 미국 증권회사간의 제휴관계가 미국 증권산업의 발달에 있어서 매우 중요한 역할을 담당해 왔기 때문에 (Eccles & Crane, 1988), 본 연구의 결과는 다른 산업에 속한 기업들이 협력적 경쟁(cooperative competition)을 통해 각자의 성과를 제고할 수 있는 방안에 대해 많은 시사점을 제공할 것이다. 즉 각기 다른 종류의 많은 기업들이 서로 경쟁하고 동시에 협력하는 단일 산업을 체계적으로 살펴봄으로써 제휴형성시 고려되는 주요 요인들을 발견할 수 있고, 이러한 연구결과는 몇 가지 산업의 특수성을 통제하면 여타의 산업에도 적용될 수 있을 것이다. 예를 들어, 제약회사와 같이 최근에 이르러서야 제휴를 중요한 전략적 수단으로 사용하고 있는 기업들이 증권회사가 공동인수라는 제도를 통해 근 백년동안 구축해 온 상호협력과 경쟁의 방법을 교훈으로 삼는다면 전략적 제휴를 실행

함에 있어서 훨씬 더 성공적일 수 있을 것이다.

II. 이론적 배경과 가설

기업들이 전략적 제휴에 참가하는 이유는 제휴당사자들의 역량을 효과적으로 재조합하여 투자위험을 분산하거나, 자신이 가진 역량을 보다 효율적으로 활용할 수 있으리라는 기대를 갖기 때문이다. 다시 말해 기업들은 전략적 제휴라는 방법을 통해 상대방이 가진 자원을 마치 자신의 자원인 것처럼 사용하여 자신이 보유하고 있던 역량만으로는 수행할 수 없는 위험이 높은 프로젝트 - 신기술과 신제품의 개발과 유통, 신시장의 개척 등 -를 추진할 수 있다. 그러므로 기업은 자신이 보유하고 있는 역량과 잠재적 파트너의 역량을 비교함으로써 제휴대상을 선택하는 경향을 갖게 된다. 이러한 점에 착안하여 본 연구에서는 잠재적 제휴대상간의 상대적 역량(comparative capabilities)을 과거의 제휴경험을 통해 축적된 사회적 또는 평판적 자본(social and reputational capital)과 함께 전략적 제휴의 주요 동인으로 간주하고자 한다.

2.1 상대적 역량: 상호보완성과 동등성

전통적인 생태학적 관점에 따르면 각 생명체간의 상호의존성은 대체적 유사성에 근거하여 경쟁하는 한 축과 상호보완적 차이에 근거한 공생적 관계를 가진 다른 한 축으로 구성된 양축 모두에서 발전된다고 한다(Hawley, 1968). 즉 동일한 적소 내의 동일한 종들 사이에서는 주로 경쟁이라는 현상이 발생하지만, 서로 다른 적소를 가진 서로 다른 종

들 사이에서는 공생적 연합이 주로 발생한다는 것이다(Astley, 1985; Bidwell & Kasarda, 1985). 이러한 생물학적 논의는 상호보완적 자원을 보유하고 있는 기업들이 전략적으로 제휴하며 공생할 가능성이 높다는 것을 시사하고 있다.

Hamel, Doz와 Prahalad(1989)는 제휴당사자들이 상호보완적인 역량을 보유하고 있는 경우 서로가 이익을 거둘 수 있다는 어찌면 당연하면서도 근본적인 제휴의 논리를 제시하였다. 즉, 제휴당사자들이 보유한 역량이 상호보완적인(complementary) 경우에 제휴참여기업은 제휴라는 도구를 통해 각자에게 부족한 보완적 역량에 접근할 수 있는 기회를 갖게 되고 따라서 각자의 목표를 보다 쉽게 성취할 수 있다는 것이다. 구체적으로 Teece(1988)는 고도 성장산업에 속한 기업들은 적시에 제품을 출시하기 위하여, 또는 경쟁우위를 갖추기에 충분한 역량을 구비하기 위하여 상호보완적 역량을 지닌 기업과 제휴할 필요가 있다고 주장하고 있다. 기술집약적 산업에서 대부분의 신생기업(emerging firms)은 적절한 유통능력을 갖추고 있지 못하며, 또한 기존 대기업의 경우 새롭게 부상하는 모든 중요한 신기술을 자체적으로 개발하여 보유하지는 못하고 있다. 그런데 이와 같은 상호보완적인 자산-기술력과 유통능력 등 -은 보통의 경우 그 소유기업에 의해서만 효율적으로 사용될 수 있고(idiosyncratic), 비분할적인(indivisible) 특성을 갖기 때문에 시장을 통하여 구매하는 것이 어렵고 자체적으로 역량을 개발하는 것도 많은 시간과 비용이 소요된다. 따라서 이러한 상황에서는 관계적인 계약(relational contracting)이나 전략적 제휴가 좋은 전략적 대안으로 사용될 수 있다는 것이다.

제휴대상을 선택하는데 있어서 상호보완성이 가

지는 중요성은 신주인수를 위한 증권사간의 제휴를 설명할 때에도 적용될 수 있다. 왜냐하면 연중 지속적으로 반복되는 신주인수의 경우에는 인수에 따르는 위험의 크기나 시장의 다양성으로 인하여 어떠한 증권사도 지속적으로 단독 인수를 수행할 만큼 충분한 양의 자원을 보유하지 못하고 있기 때문이다. 또한 광범위한 유통능력과 위험부담에 필요한 역량은 그 독특하고 비분할적인 특성으로 인하여 시장기구를 통하여 구매하기가 어려운 것이 사실이다. 그 결과 증권사들은 신주인수시 제품계열이나 고객기반, 유통능력 등의 측면에서 상호보완적인 여타의 증권사들과 신디케이트라는 도구를 통하여 협력하게 되는 것이다.

상호보완성은 개별적이고 상호의존적인 핵심역량을 결합할 때 나오는 시너지(synergy)의 기반이 되기 때문에 제휴형성의 가장 명확한 이유중의 하나이다(Harrigan, 1985). Doz(1988)는 기업간의 자산 또는 역량의 상호보완성에 근거하여 기업간 제휴가 이루어지기 때문에 이러한 역량의 상호보완성은 종종 제휴의 초기단계에서 명백해질 뿐만 아니라, 심지어 어떤 경우에는 협상이 진행되기도 전에 상세히 고려된다고 주장한다. 전체적인 가치사슬의 측면에서 협력기업의 자원기반이 가지는 상호보완성의 정도는 공유될 자원(pooled resources)의 잠재적 가치를 결정한다. 이러한 상호보완성에 근거한 전략적 제휴는 많은 부가가치를 가져오기 때문에 제휴에 임하는 기업들은 그들 자신이 보유하지 못한 보완적인 역량을 갖추고 있는 파트너를 구하려고 노력하는 것이다.

모든 기업이 똑같은 종류의 역량을 똑같은 양만큼 보유하지는 않는다. 이러한 필연적인 사실은 전략적 제휴를 통하여 여러 가지 방식으로 더 효율적으로 활용될 수 있는 다양한 기업 특유의 우위가

존재한다는 것을 시사하고 있다. 전략적 제휴는 참여 기업들로 하여금 범위의 경제성(economies of scope)을 창출하도록 도와줌으로써 시장경쟁력을 제고하고, 한편으로는 파트너간의 기술의 재분배와 같은 협력적인 학습기회를 제공한다(Hamel, 1991). 예를 들면 생명공학이나 반도체, 통신 등과 같은 신종의 기술집약적 산업에서 소규모의 신생기업들이 대기업과 제휴하여 신기술을 상업화하고 있다. 이러한 제휴라는 도구를 통해 대기업은 신생기업으로부터 신기술을 배우고 역으로 신생기업은 대기업으로부터 조직을 관리하고 제품을 판매하는 지식을 배우고 있다.

상호보완성은 혁신을 위한 대기업과 중소기업간의 협력관계에서만 적용되는 것이 아니라, 국경을 넘어선 기업간의 제휴에도 적용된다. 기업이 어느 국가에서 세워지고 활동하느냐에 따라 특정시장에서 우위를 가지기 때문에 기업은 국제적인 협력을 통하여 제휴기업이 보유하고 있는 보완적 역량을 이용할 수 있다. 예를 들어 생명공학산업에서 미국 기업과 일본기업간의 비교우위의 상호보완성은 국경을 뛰어넘은 전략적 제휴를 형성하는데 중요한 동기가 되고 있다(Shan & Hamilton, 1991). Nohria와 Garcia-Pont(1991)도 전세계 자동차 산업에서 특정 전략집단(strategic group)에 속한 기업들이 상호보완적인 전략집단에 속한 기업들과 제휴함으로써 협력에 의한 이익(benefits of cooperation)을 증가시키고 있다고 밝힌 바 있다.

같은 논리로 신주인수단을 관리하는 증권사는 제휴관계를 형성함에 있어서 자신이 가진 역량과 잠재적 제휴대상이 가진 역량이 상호보완적인 지를 고려할 것이다. 이러한 논의는 잠재적 제휴대상이 보유하고 있는 역량이 중간사회사가 보유하고 있는 역량과 상호보완적일 때 제휴가능성이 높을 것이라

는 가설을 제시한다.

가설 1. 기업들이 상호보완적인 자원기반을 가질수록 제휴관계의 형성 가능성이 커지게 된다.

제휴관계 관리상의 또 다른 문제는 기업이 보유하고 있는 자원기반이 제휴파트너와 비교하여 어느 정도 동등한가라는 점이다. 앞서 살펴 본 역량의 상호보완성은 신제품이나 새로운 서비스에 대한 보다 깊이 있는 개발이나 상업화를 위하여 각각의 파트너들이 보유하고 있는 자원이 어느 정도 상호보완적인가라는 문제로서 제휴가 가져올 잠재적인 시너지의 크기를 결정한다. 반면 사업체계상의 동등성 내지는 유사성은 상호보완성에 의해 결정된 잠재적인 시너지를 실제의 가치로 전환시키는데 있어서 중요한 역할을 한다(Doz, 1988).

기업들은 그들이 보유하고 있는 자원기반과 동등한 크기의 자원기반을 갖고 있는 기업과 제휴하고자 하는 경향이 있다. 예를 들어 지난 십여 년 동안 미국과 일본 기업간의 합작사업은 이전에 비하여 증가해 왔는데, 이는 일본 기업들이 지난 이·삼십년 전과는 달리 미국기업들과 동등한 수준의 기술을 보유하고 있다는 점을 미국 기업들이 자각했기 때문이다(Mowery, 1992).

왜 이러한 현상이 발생하는가? 그 이유는 동등한 자원기반을 가진 기업들이 연합할 때 제휴에 수반되는 비용과 제휴에 의해 생성되는 수익을 공정하고 균등하게 공유할 수 있기 때문이다. 먼저 투입면에서 보면 자원의 동등성은 개별 파트너들이 상대 파트너의 상대적 투입물을 적절히 평가할 수 있도록 하기 때문에 전략적 제휴에서 제기될 수 있는 무임승차자에 대한 고민을 감소시켜 준다. 산출면에서 보면 제휴당사자들이 보유하고 있는 자원이

동등할수록 미래에 발생할 경제적 기회의 교환 뿐 아니라 자원공유에 따른 이익을 평등하게 누릴 가능성이 커지게 된다. 즉 동등한 파트너와 협력함으로써 얻게 되는 이익은 제휴파트너가 미래에 유사한 거래를 답례로써 제공할 수 있을 때 보다 커지게 된다는 것이다. Bleeke와 Ernst(1991)의 국제적 제휴의 성과에 관한 실증연구는 위의 논의를 잘 지지해주고 있다. 그들은 대등하지 않은 파트너 간의 제휴보다는 대등한 파트너간의 제휴가 보다 성공적임을 보여준 바 있다.

신주인수단을 관리하는 증권회사들도 동등한 수준의 파트너와 제휴를 맺는 경우에 가장 많은 이익을 얻을 수 있기 때문에 동등한 자원을 보유한 기업간의 전략적 제휴가 많이 나타나고 있다. 예를 들어 미국 증권업에 있어서 최우량(special-bracket)기업들은 다양한 지역의 소규모 기업들과 폭넓은 관계를 가지고 있을 뿐 아니라 그들간에도 매우 밀접한 협력관계를 유지하고 있다(Chung, 1993). 위의 논의는 다음의 가설을 제시한다.

가설 2. 동등한 자원기반을 가진 기업들은 그렇지 못한 기업들에 비해 상호간에 협력 파트너가 될 가능성이 더 높다.

2.2 사회적 및 평판적 자본

상호보완적이고 동등한 자원을 보유한 제휴대상을 탐색하고 선택하는 것은 많은 시간과 비용을 유발할 수 있다. 따라서 제휴대상을 선택함에 있어서 기업들은 탐색에 따르는 비용과 시간을 절약하기 위하여 직·간접적인 과거의 경험으로부터 상대기업의 특성을 파악한다. 현존하는 경제제도는 합리

적이고 분자화된 개별 경제주체의 이익추구 행위의 결과라고 주장하는 신고전학과 경제학(Schneider, 1971)이나 신제도학과 경제학(Williamson, 1975; Popkin, 1979)의 가정과는 달리, 현실적으로는 경제주체들이 배태된 사회적 관계가 그들의 경제적 의사결정에 지대한 영향을 미친다(Granovetter, 1985). 합리적 의사결정자가 반드시 사회적으로 고립된 존재일 필요는 없다. 즉, 많은 경우에 있어 사회적 관계에 민감하게 반응하는 것이 합리적 경제주체의 일반적 행동방식이다. 왜냐하면 사회적 활동에 참여하고 사회적 관계를 잘 관리하는 것이 거래비용을 절감시켜 주기 때문이다(Baker, 1994). 이러한 논의는 기업의 경제적 행동인 전략적 제휴에 있어서도 그들이 속한 연결망이 중요한 역할을 할 것이라는 점을 시사하고 있다.

본 연구에서는 이러한 연결망의 속성 중에서 각 경제주체들의 사회적·평판적 자본(social and reputational capital)에 대해 초점을 두고 있다. 사회학적 정의(Coleman, 1988; Burt, 1992)를 빌면, 기업의 사회적 자본은 외부 주체와 가지는 잠재적으로 호혜적인 관계로 정의할 수 있다. 이러한 사회적 자본은 그 성격상 역사 의존적이다. 즉 기업의 현재 관계는 외부주체와 가진 과거의 사회적 관계적 활동의 산물이며 동시에 기업의 현재의 관계형성은 미래의 사용할 수 있는 사회적 자본을 축적하는 기반이 된다는 것이다(이경묵, 1996).

미국의 증권산업에 있어서도 이러한 사회적 자본에 근거한 제휴형성이 수십 년간 지속되어 왔다. 그 협력관계의 양태를 고찰해 볼 때 세 가지 유형의 사회적 자본을 구분해 볼 수 있다. 즉, (1)과거의 직접적인 제휴 경험, (2)제휴기회 교환상의 호혜성, (3)간접적인 관찰이나 소개 등이 그것이다. 이러한 사회적 자본의 활용패턴은 증권산업뿐만 아

나라 다른 산업과 국제적인 제휴관계에 있어서도 보편화될 수 있다.

Gulati(1995)의 실증연구는 특정기업간의 전략적 제휴경험이 그들간의 제휴가능성을 높여준다는 것을 보여주고 있다. 왜 이러한 현상이 발생하는가? 사회적 연결망 속에서 활동하는 경제주체인 기업은 만족할 만한 해결책을 찾음에 있어서(Simon, 1945), 정기적으로 상호작용하는 외부 주체로부터 정보를 수집하는 경향이 있다. 이러한 탐색경향은 특히 상당한 시간적 제약이 있거나 다른 방식으로 선택된 대안이 가져다 줄 효익이 불확실한 경우에 커지게 된다(Granovetter, 1985). 오늘날의 기업환경은 기업에게 시간에 기반한 경쟁을 요구하고 있기 때문에 제휴대상의 선택도 상당한 시간적 제약 하에서 이루어지고 있으며 제휴대상의 선택에 따라서 발생할 비용과 얻을 수 있는 수익에 대한 추정도 매우 불안정적이고 불확실하다. 따라서 전략적 제휴를 고려하는 기업은 과거에 함께 일해 왔던 기업으로부터 정보를 수집하려고 하고 그들을 일차적인 제휴대상으로 고려하는 성향을 갖게 된다.

사회적 신뢰관계를 형성하기 위해서는 많은 시간과 비용이 소요된다는 점도 같은 기업들이 반복적으로 제휴하게 되는 이유가 된다. 경제주체들이 상호 신뢰할 수 있는 관계를 형성하기 위해서는 상당히 많은 시간과 에너지를 투자해야 한다(Burt, 1992). 이러한 신뢰관계의 형성을 위해 투자되는 비용은 고정비용 혹은 매몰비용(sunk cost)의 성격을 갖는다(Ben-Porath, 1980). 신뢰관계를 형성하기 위해 투자된 비용을 회수하는 것이 불가능할 뿐 아니라, 단기적으로 거래 당사자를 바꾸는 것도 상당한 전환비용이 소요된다. 그러므로 전략적 제휴에 있어서 이미 신뢰할 수 있는 파트너가

존재한다면 굳이 새로운 파트너를 탐색할 필요가 없다는 것이다. 위의 논의는 가설 3을 제시한다.

가설 3. 특정 파트너와 직접적인 제휴 경험이 있는 기업은 그 파트너에게 새로운 제휴 기회를 부여할 가능성이 높다.

경제적 기회의 주고받음, 즉 경제적 교환에 있어서의 호혜성(reciprocity)은 보편적으로 나타나는 사회적 원리이다. 앞서 언급한 두 번째 범주의 사회적 자본인 경제적 기회의 호혜적 교환은 경제주체간의 신뢰를 형성하여 준다. 이렇게 형성된 상호간의 신뢰는 경제주체간의 적절하고도 가치있는 정보의 신속한 상호교환을 촉진한다. 정보는 모든 경제 주체들에게 균등하게 전파되는 것이 아니기 때문에 경제적 기회의 호혜적 교환에 의해 형성된 신뢰관계가 경제적 가치를 가지는 것이다(Burt, 1992).

경제적 기회의 호혜적 교환은 신뢰관계를 형성해 주고 정보교환을 촉진함으로써 서로가 상대에게 새로운 사업 기회에 대한 중요한 정보원으로서의 역할을 수행하도록 한다. 그러한 과정에서 향후 제휴 파트너를 선정함에 있어서 해당 기업으로 하여금 과거에 호혜적으로 거래해 온 기업을 일차적 제휴 대상으로 고려하도록 한다. 즉 각각의 파트너가 한정된 협력적 기회를 서로 주고받을 수 있다면 선택된 소수의 경제주체들이 호혜성의 원칙에 근거하여 경제적 기회를 서로 주고받는다(Levi-Strauss, 1957; Gouldner, 1960; Chung, 1994).

호혜성의 원칙에 따라 행동함으로써 기업은 협력 과정에서 수반되는 위험과 비용을 기꺼이 감당할 뿐 아니라 경제적 기회로부터 나오는 수익을 공유

할 의지가 있음을 상대방에게 보여준다. 제휴에 수반되는 비용과 수익을 공유하려는 쌍방의 의지는 상호신뢰를 키워주기 때문에 파트너 사이에 장기적인 관계를 발전시키는 근본적인 바탕이 된다. 달리 말해 신뢰는 호혜적인 교환을 통한 파트너간의 연속적인 교환을 통해 성취되며, 신뢰에 기반한 행동이 가져다주는 가치가 어느 한 때 상대방을 속임으로써 얻을 수 있는 가치보다 크다는 것을 서로가 인식함으로써 달성된다(Schelling, 1980; Zucker, 1986). 뿐만 아니라 호혜성에 기반한 행동은 그 기업이 업계에서 가지는 평판에 영향을 미친다. 즉 타기업들은 호혜성에 기반하여 행동하는 기업에 대해 신뢰할 수 있고, 한 번 도와주면 다음에 그것을 갚을 것이라는 기대를 갖게 된다. 즉 기업은 호혜성의 원칙에 따라 행동함으로써 평판을 쌓을 수 있고, 이 평판에 기반하여 더 많은 제휴기회를 갖게 된다.

호혜성의 원칙은 당사자들에게 장기적인 이득도 가져다준다. 호혜성에 기반하여 행동하면 어려운 시기에 자신이 가지고 있는 여유 자원을 파트너에게 제공하여 파트너가 가진 협력적 기회에 의존할 수 있기 때문에 불황기에도 살아남을 수 있다. 또한 경제적 기회가 자신이 보유한 자원에 비하여 더 많은 경우에는 과거에 호혜적으로 거래해왔던 기업과 제휴함으로써 그 이득을 파트너와 함께 거둘 수 있다. 기업들이 이러한 호혜적 교환이 가져다주는 이점과 비호혜적 교환이 가져다 주는 손실을 고려하여 제휴대상을 선택한다면 과거 상대방에게 준 것보다 더 많은 것을 받은 경우에 다시 경제적 기회를 상대방에게 제공함으로써 빚을 갚으려는 경향이 생긴다. 이상의 논의는 다음의 가설 4를 제시한다.

가설 4. 두 협력기업간의 호혜주의적 교환 원칙이

그들간의 제휴관계 형성을 촉진한다.

사회적 상호작용에서의 효율성은 기업들이 아무런 정보원도 가지지 못한 채 분자화되어 있는 경우보다 제삼자와 상호작용하면서 타기업의 행동에 관한 정보를 얻을 수 있을 때 높아진다(Raub & Weesie, 1990). 앞에서 논의한 사회적 자본의 세 번째 범주인 간접적인 관찰이나 소개 등은 이전에는 몰랐던 경제주체들이 전략적으로 제후하는데 있어서 중요한 역할을 수행한다. 이는 노동시장에서의 구직행위에 대한 연구들을 살펴보면 추론할 수 있다. 노동시장에 관한 연구에 따르면 사람들간의 간접적인 연결관계가 구직자의 성공에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 보여주고 있다. 예를 들어 de Graaf와 Flap(1988)은 서독과 네덜란드 및 미국 등에서의 구직자의 성공과 실패에 대해 연구하였는데, 그들은 구직자가 사회적 지위가 높은 사람과 친분관계를 가질 때 그 사람을 중매자로 하여 보다 좋은 직업을 구할 수 있다는 것을 보여주고 있다. 이후의 연구에서 Boxman, de Graaf 및 Flap(1991)은 네덜란드 대기업의 최고경영자들은 비공식적 경로를 통하여 직업을 구하는 경향이 있고, 외부적인 업무접촉과 엘리트클럽 회원자격으로 측정한 사회적 자본이 인적 자본의 활용, 즉 승진과 임금에 매우 긍정적인 영향을 주고 있음을 보여주고 있다.

동일한 맥락에서 보면 제삼자를 통해 간접적으로 연결된 기업들이 서로 제휴할 가능성이 간접적으로도 연결되지 않은 기업들이 서로 제휴할 가능성보다 높다고 추론할 수 있다. 제삼자에 의해 시작된 공동의 협력활동에 참가하면서 기업은 잠재적 제휴대상기업을 간접적으로 관찰할 기회를 가진다. 이러한 간접적 관찰을 통해 기업은 미래의 잠재적 파

트너에 대하여 보다 잘 판단하고 이해할 수 있게 된다. 예를 들면, 제삼의 증권사에 의해 관리되는 인수단에 동시에 참여하는 두 증권사는 그 주간사 회사의 중재와 소개를 통하여 서로를 훨씬 잘 이해하고 보다 정확히 평가할 수 있는 기회를 가지게 된다.

또 다른 한편으로, 한 기업은 제휴파트너를 필요로 하는 제삼의 기업에게 자신이 신뢰하는 기업을 우호적으로 추천할 가능성이 높다. 과거 지속적 협력을 통해 신뢰관계를 형성해 온 중재자가 제공할 정보와 소개는 그렇지 못한 다른 기업이 제공한 정보나 소개보다 훨씬 더 신뢰할 수 있다(Lin, Ensel, & Vaughn, 1981). 특히 그 중재자가 과거에 지속적으로 협력해 온 기업을 소개하거나 그 기업에 대한 정보를 제공한다면 그것은 더욱 신뢰할만한 정보가 될 수 있다. 이는 중재자의 판단이 그 기업과의 직접적인 협력과 거래 경험에 근거한 것이기 때문이다.

이러한 간접적 연결관계에 기초한 사회적 자본은 시간과 자원의 제약이 가진 기업에게 있어서 경제적 기회를 필요한 시기에 적절하게 포착할 수 있도록 도와준다(Burt, 1992). 실증연구에서 Galaskiewicz와 Wasserman(1989)은 비영리 단체들에서 일하는 이사회 회원들간의 인간적인 유대관계가 그 비영리 단체들이 동일한 기업에서 기부받을 가능성을 높인다는 것을 보여준 바 있다. 이사회 회원들 사이의 인간적 유대에 기초한 사회적 자본이 그들로 하여금 자금 조달에 관한 정보를 충분히 공유하게 할 뿐 아니라 서로가 서로를 제삼자에게 소개하도록 해 준다는 것이다. 이상의 논의를 정리해 보면, 간접적 관찰과 소개에 근거한 사회적 자본의 긍정적 효과로 인하여 간접적으로 연결된 기업들이 서로 제휴할 가능성이 높을 것이라는 가설을 제시할 수

있다.

가설 5. 두 기업간에 간접적인 사전 제휴 경험일 많을수록 그들간에 제휴관계가 형성될 가능성이 높아진다.

III. 연구 방법

3.1 자료 수집

본 연구에 사용된 자료는 미국 증권사의 신주 공모 활동과 관련된 다양한 자료원을 통해 수집되었다. 여기서는 1980년에서 1989년 동안 신주발행을 위한 미국 증권사간의 인수단 형성을 주 연구대상으로 하였다. 본 연구를 위해 사용된 주 자료는 *Investment Dealers' Digest*라는 증권업계 전문지에 공고된 공모광고(tombstone statement)에서 수집되었다. 이 광고에는 신주를 발행하는 회사의 이름과 신주발행가격, 발행되는 신주의 수, 주간사 증권회사, 보조간사증권회사, 일반 인수단에 관한 정보를 제공하고 있다.

본 연구의 표본으로는 미국 300여개의 증권회사 중 조사대상 기간동안 (1980-1989) 최소한 1회 이상의 신주공모에서 주간사 증권회사로서의 역할을 한 98개의 증권회사가 추출되었다. 본 연구에서는 각 신주 공모 거래에서 주간사회사와 다른 증권사간의 관계를 제휴를 정의하는데 사용하였다. 즉 두 증권회사가 일반 인수단으로서 같은 신주공모에 참여하였다고 하더라도 이를 제휴라고 간주하지 않았다. 따라서 각각의 거래에서 가능한 최대한의 제휴 건수는 총 97개, 즉 하나의 증권사가 주

간사회사이고 나머지 97개의 증권사들이 모두 인수단에 참여한 경우이다. 본 연구의 주요 조사 내용은 증권사의 자원구성과 과거에 인수단에 참가한 제휴 경험이 이후의 제휴형성에 어떤 영향을 미치는가를 밝히는 것이다.

이를 위하여 표본으로 추출된 증권사에 대하여 그 주요 자원 기반에 관한 추가적 정보를 *Securities Industry Yearbooks*(*Securities Industry Association*, 1990)를 통해 수집하였다. 이 정보는 1980년과 1990년의 두 시점에서 측정하였고, 이 두 시점의 자료를 기초로 하여 각 연도별 변수의 값을 추정하였다. 추정계산은 각 증권회사의 자원기반은 1980년에서 1987년 사이에 선형적으로 변화하였고, 1987년에서 1990년 사이에, 즉 1987년 10월의 증시 폭락 이후에 별로 변하지 않았다는 두 가지 가정하에 행해졌다. 이러한 추정계산의 근거는 1980년에서 1990년까지의 기간동안 이러한 기업수준의 자료가 갖는 상관관계가 매우 높다는 사실과, 증권산업에 관한 자료에 따르면 신주공모의 수와 규모 면에서 동산업은 1980년대의 초반 7년간은 거의 선형적으로 성장하였고 그 이후에는 사실상 성장하지 않았다는 점이다.

3.2 변수의 측정

제휴관계의 형성 유무를 나타내는 종속변수는 주간사회사와 다른 증권사간의 관계로서 특정 증권사가 신주인수단에 참여한 경우에, 그 증권사가 주간사회사와 전략적 제휴를 맺는 것으로 간주하였다.

하나의 신주인수거래는 총 97개의 관찰대상을 제공한다. 만약 10개의 회사가 신주공모에 참여했다면 9개(10개중 하나는 주간사회사이므로)의 전략적 제휴가 일어났고, 88(97-9)개의 전략적 제휴가 일어나지 않은 것으로 간주하였다. 또한 세 종류의 독립변수, 즉 상대적 역량, 사회적 자본 및 통제변수 등이 증권산업의 상황을 고려하여 다양하게 정의되고 측정되었다.

제휴형성에 있어서 증권회사간의 상대적 자원기반은 대체적으로 다음의 세 가지 차원에서 평가될 수 있다. 첫째, 제휴 파트너들이 보유하고 있는 조직의 지식기반(knowledge base)이 상호보완적이고 동등한가라는 점이다. 이는 제휴형성 후에 경쟁적 강점을 제공하기 위한 토대가 되는 독특한 인적 자원 특성과 자본시장 및 소매유통망에 접근할 수 있는 조직역량의 상호보완성에 관한 것이다. 이러한 지식기반은 각 증권사가 보유하고 있는 소매시장과 기관투자자에 특화된 전문사원의 수와 과거 삼년간 주간사회사로 일한 경험으로 측정하였다.¹⁾ 과거 삼년간 주간사회사로 일한 횟수는 신주공모에 대한 각기업의 지식을 나타낸다.

둘째, 각 증권회사는 그들을 주간사회사로 하여 주식을 발행한 기업의 산업과 입지상의 특성에 따라 서로 독특한 기업고객기반(corporate client base)을 갖는데, 제휴당사자들이 이러한 기업고객기반에 있어서 상호보완적이고 동등한가라는 점이다. 이는 과거 3년간 각 증권회사를 주간사회사로 하여 신주를 발행한 기업들의 산업별, 그리고 지역별 분포에 근거하여 측정하였다.

1) 미국의 증권시장에서 증권거래의 중개인이 되기 위해서는 증권시장에 공식적으로 등록되어야만 한다. 이들은 공식적으로 등록된 기관투자자 담당자(institutional registered representative)와 공식적으로 등록된 소매담당자(retailing registered representative)로 구분되는데, 전자는 주로 기관투자자 등 거래규모가 큰 투자자를 대신하여 증권거래를 하며, 후자는 주로 개인 등 소매투자자를 대신하여 증권거래를 한다. 따라서 각 증권사가 몇 명의 대리인을 보유하고 있는가는 그 증권사가 소매 등의 대규모 투자자들을 대상으로 하여 지식기반을 가지고 있는가 아니면 소매 등 소규모 투자자들을 대상으로 하여 지식기반을 가지고 있는가를 나타낸다.

셋째, 자본시장기반(capital market base)에 있어 협력증권사들이 상호보완적이고 동등한가라는 점이다. 이는 제휴당사자들이 독특한 신주유통능력을 보유하고 있는가에 관한 것으로서, 각 증권사의 입지, 자본규모 그리고 고객구좌의 수 등에 의해 측정하였다.

이러한 세 가지 자원기반에 근거하여 각 신주 공모에서의 주간사회사와 잠재적 제휴대상간의 상호보완성과 동등성을 측정하였다. <표 1>은 아래에 설명할 모든 변수의 조작적 정의를 간결하게 비교 설명해 주고 있다.

3.2.1 역량의 상호보완성

먼저 자원기반의 상호보완성을 8개의 변수로서 조작화하였다. 이 변수들 중 다음 세 개의 변수는 증권회사 쌍이 갖는 지식기반의 상호보완성 수준을 측정하기 위한 것이다. ININSTIT 변수는 주간사회사에 근무하는 공식적으로 등록된 기관투자자 담당자의 수와 잠재적 제휴대상에 근무하는 공식적으로 등록된 기관투자자 담당자의 수를 곱한 값이다. INRETAIL 변수는 주간사회사에 근무하는 공식적으로 등록된 소매담당자의 수와 잠재적 제휴대상에 근무하는 공식적으로 등록된 소매담당자의 수를 곱한 값이다. 주간사회사와 보조간사회사에서 일하고 있는 등록된 기관투자자 담당자의 수와 소매담당자의 수를 통제하는 경우에, 상호보완성의 논리는 위의 두 변수가 제휴형성에 부의 영향을 미칠 것이라고 예측한다. INMMAPMA 변수는 주간사회사가 과거 삼년 동안 주간사회사로서 공모한 신주공모의 수와 잠재적 제휴대상이 과거 삼년 동안 주간사회사로서 공모한 신주공모의 수를 곱한 항목이다. 양 증권회사가 주간사회사로서 공모한 신주공모의 수를

통제한다면, 상호보완성의 논리는 위의 변수가 제휴형성에 부정적인 영향을 미칠 것이라고 예측한다.

고객기반에서 상호보완성을 조작화하기 위해서 추가적으로 다음의 변수를 정의하였다. PLEMSICC 변수는 과거 3년간 주간사회사를 통하여 신주를 발행한 기업들의 산업별 분포와 잠재적 제휴대상을 통하여 주식을 발행한 기업들의 산업별분포가 겹치지 않는 정도로 측정하였다. 이 변수는 0에서 2까지의 값을 가질 수 있는데, 0인 경우에는 과거 3년간 두 증권사를 통하여 신주를 발행한 기업들의 산업별분포가 완전히 같다는 것을 나타내고, 2인 경우에는 역으로 과거 3년간 두 증권사가 발행해 준 기업들의 산업별 분포가 완전히 다르다는 것을 나타낸다. 이 변수의 값이 클수록 고객기반의 상호보완성이 커지기 때문에 상호보완성의 논리는 위의 변수가 제휴형성에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 예측한다.

자본시장기반의 상호보완성은 4 가지의 가변수(dummy variable)를 사용하여 측정하였다. NYNONNY 가변수는 주간사회사가 금융중심지인 뉴욕시에 본사를 두고 있고 잠재적 제휴대상은 타 지역에 본사를 두고 있으면 1의 값을 가지고 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. NONNYNY 가변수는 둘 중 잠재적 제휴대상만이 뉴욕시에 본사를 둔 경우에 1로 설정하였다. DIFSTATE 가변수는 주간사와 잠재적 공동인수자의 본사가 뉴욕시에 있지는 않지만 다른 주(state)에 위치해 있는 경우에 1로 설정하였다. SAMSTATE 가변수는 둘다 뉴욕시는 아니지만 동일한 주에 본사를 두고 있는 경우에 1의 값을 설정하였다. 기준 범주는 각 쌍의 주간사와 잠재적 공동인수자가 뉴욕에 본부를 둔 경우이다. 증권회사들이 다른 지역에 기반을 두고 영업을 할 때 상호보완적이기 때문에, 상호보완성

〈표 1〉 변수의 평균, 표준편차 및 정의a

변 수	평 균	표준편차	정 의
통제변수			
NAMANAGER	63.6203	45.6169	지난 3년간 주간사에 의해 관리된 신주공모의 수
NPARTICI	19.7213	28.5678	지난 3년간 제휴대상에 의해 관리된 신주공모의 수
DIPO	0.3994	0.4898	신주공모가 최초공개인 경우에 1, 아니면 0
AMOUNT	102739	205834	신주공모의 규모 즉, 주당 가격 x 제공된 주식의 수
MCAPITAL	2048896	2651779	주간사의 자본크기 (단위 1000불)
MDOMOFF	130.8	176.5	주간사의 미국내 점포수
PDOMOFF	59.0936	133.5	잠재적 제휴대상의 미국내 점포수
MACCOUNT	1328658	2187913	주간사의 고객계정의 수
PACACCOUNT	335453	917282	잠재적 제휴대상의 고객계정의 수
MIRR	277.3	230.2	주간사의 등록된 기관투자가 담당자 수
PIRR	98.0627	183.4	잠재적 제휴대상의 등록된 기관투자가 담당자 수
MRRR	2693.5	3994.3	주간사의 등록된 소매 담당자 수
PRRR	819.7	1907.9	잠재적 제휴대상의 등록된 소매 담당자 수
MSTATDIV	3.3707	4.9842	지난 3년간 주간사회사가 공모해 준 고객의 지역적 분산도
MSYNDEPT	0.8989	0.3014	주간사가 인수부서를 보유한 경우 1, 아니면 0
PSYNDEPT	0.8095	0.3927	잠재적 제휴대상에 인수부서가 있으면 1, 아니면 0
상대적 역량 : 상호보완성			
INSTIT	27939.7	68755.9	MIRR x PIRR
INRETAIL	2009948	8618653	MRRR x PRRR
PLEMSICC	0.5956	0.7681	주간사와 파트너가 과거 3년간 주식을 공모해 준 기업들이 속한 산업이 중복되지 않는 정도
INMMAPMA	1313.3	2459.7	NMANAGER x MPARTICI
NYNONNY	0.4077	0.4914	주간사의 본사가 뉴욕에 있고, 잠재적 제휴대상의 본사는 뉴욕이외에 있는 경우에 1, 아니면 0
NONNYNY	0.1007	0.301	주간사의 본사는 뉴욕이외의 곳에 있고 잠재적 제휴 대상의 본사가 뉴욕에 있는 경우에 1, 아니면 0
DIFSTATE	0.1436	0.3507	주간사와 잠재적 제휴대상의 본사가 뉴욕에 있지 않으며 또한 같은 주에도 있지 않는 경우 1, 아니면 0
SAMSTATE	0.00866	0.0927	주간사와 잠재적 제휴대상의 본사가 뉴욕에 있지는 않으나 동일한 주에 소재한 경우에 1, 아니면 0
상대적 역량 : 동등성			
MPSYNDEP	0.7291	0.4445	주간사와 잠재적 제휴대상이 모두 인수부서를 갖고 있는 경우에 1, 아니면 0
PARASTAT	-3.336	3.8338	주간사와 잠재적 제휴대상이 과거 3년간 주식을 공모해 준 기업들이 지역적 분산 정도의 차이
CMPARACP	0.1934	0.2587	작은 회사의 자본규모/큰 회사의 자본규모
INDOMOFF	7451.4	31485.8	MDOMOFF x PDOMOFF
INACCOUN	3.75×10^{11}	1.90×10^{12}	MACCOUNT x PACACCOUNT
사회적 자본			
MANAPART	9.3526	14.8646	지난 3년간 주간사가 관리한 인수단에 잠재적 제휴대상이 참여한 횟수
PARTMANA	3.0225	7.9047	지난 3년간 잠재적 제휴대상이 관리한 인수단에 주간사가 참여한 횟수
INMANAGE	62.4386	225.6	MANAPART x PARTMANA
COPARTIC	64.9731	73.4364	지난 3년간 제삼자가 관리한 인수단에 주간사와 잠재적 제휴대상이 동시한 참여한 횟수

a N = 38,683.

의 가설은 위의 세개의 가변수 - NYNONNY, NONNYNY, DIFSTATE - 가 제휴형성에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 예측한다.

3.2.2 역량의 동등성

자원기반의 동등성을 측정하기 위해서 5개의 변수를 정의하였다. 가변수인 MPSYNDEP는 지식기반의 동등성을 측정하는 것으로서 주간사회사와 잠재적 제휴대상이 모두 증권인수작업을 위한 증권사간 조정에 특화된 부서인 인수부서(syndication department)를 가지고 있는 경우 1로 설정하였고, 그렇지 않으면 0으로 설정하였다. 동등성의 가설에 의하면 이 변수는 제휴형성에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. PARASTAT 변수는 지난 삼년간 주간사회사를 통해 주식을 발행한 기업들의 지역적 분산도와 잠재적 제휴대상을 통해 주식을 발행한 기업들의 지역적 분산도가 어느 정도 유사성을 갖는가를 측정한 것이다. 이 변수는 두 기업간 고객기반의 지역적 분산도의 동등성을 나타내기 때문에 동등성의 가설은 이 변수가 제휴형성에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 예측한다.

추가로 다음 세 개의 변수를 이용하여 자본시장기반의 동등성을 정의하였다. CMPARACP 변수는 두 증권회사중 작은 증권회사의 총장기자본을 큰 증권회사의 총장기자본으로 나눈 값으로서 이 값이 1에 가까울수록 동등성의 정도가 높고 0에 가까울수록 동등성의 정도가 낮은 것이다. 동등성의 가설에 의하면 이 변수는 제휴형성에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. INDOMOFF 변수는 주간사회사의 미국내 점포수와 잠재적 제휴대상기업의 미국내 점포수를 곱한 값이다. 동등성의 가설은 양 증권사의 미국내 점포수를 통제하면 위의 변수는

제휴형성에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 예측한다. INACCOUN 변수는 주간사회사의 고객계정의 수와 제휴대상기업의 고객계정의 수를 곱한 값이다. 양 증권사의 고객계정의 수를 통제하는 경우에, 동등성의 가설에 의하면 위의 변수는 제휴형성에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

3.2.3 이전의 제휴 경험

두 번째의 독립변수 군은 사회적 자본을 나타내는 것으로서 이전의 직접적 혹은 간접적 제휴경험과 호혜적인 협력관계를 측정한 것이다. MANAPART 변수는 주간사가 과거 삼년 동안 신주공모를 주관하면서 잠재적 파트너에게 공동인수참여기회를 제공한 신주공모의 수이다. 이 변수는 직접적인 사전 제휴경험에 기반한 사회적 자본의 효과를 측정하는 것으로서 가설 3은 이 변수가 제휴형성에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 예측한다. 신주인수단의 경우에는 일반인수회사들간의 직접적인 접촉이나 조정이 드물고, 주간사회사와 일반인수회사와의 접촉과 조정이 많이 일어나기 때문에 위의 변수이외에 증권회사간의 간접적 연결정도를 나타내는 변수를 별도로 측정하였다. 간접적인 사전 제휴경험에 기반한 사회적 자본의 수준을 측정하는 COPARTIC 변수는 과거 삼년간 주간사와 잠재적 제휴대상 모두가 제삼의 증권회사에 의해 주관된 신주공모에 일반인수회사로서 참여한 횟수이다. 가설 5는 이 변수가 제휴형성에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 예측한다.

3.2.4 사업기회 교환의 호혜성

두 가지 변수가 호혜성에 근거한 사회적 자본을

측정하기 위해 사용되었다. PARTMANA 변수는 과거 삼년간 잠재적 제휴대상기업이 신주공모를 주관하면서 현재의 주간사에게 공동인수참여기회를 제공한 신주공모의 횟수이다. 받은만큼 되돌려준다는 호혜성의 원리는 위의 변수가 제휴형성에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 예측한다. INMANAGE 변수는 MANAPART와 PARTMANA 변수의 곱으로써 주간사와 잠재적 파트너간의 협력에 있어 대칭효과를 나타낸다. 호혜성의 논리는 과거에 준 것보다 받은 것이 많은 경우 - 즉 비대칭적인 경우 - 이를 갚으려 한다는 것이기 때문에 위의 변수는 제휴형성에 부정적인 영향을 미칠 것이라고 예측한다. PARTMANA는 과거에 잠재적 파트너가 주간사에게 공동인수기회를 제공한 신주공모의 횟수만을 고려함으로써 절대적 수준의 호혜성의 효과를 검증하는 반면에, INMANAGE는 주간사와 잠재적 파트너가 서로 상대방에게 제공한 공동인수기회의 횟수를 모두 고려한 상대적 수준의 호혜성의 효과를 검증한다.

3.2.5 통제변수

마지막으로 몇 개의 독립변수와 연관되어 있을 뿐 아니라 공동참가와도 관련이 있는 일군의 통제변수를 정의하였다. 먼저 두 개의 변수가 신주공모 자체의 특성을 나타낸다. DIPO 가변수는 발행되는 신주가 발행기업에 있어서 최초의 공개(initial public offerings)이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 최초의 공개는 이차공개(secondary offerings)에 비하여 인수의 성패에 관한 불확실성이 높고 평균적으로 높은 수익률을 가져다 주는 경향이 있다. AMOUNT 변수는 신주공모의 규모로서 발행되는 주식의 주당 가격과 제공된주식의 수

를 곱한 값이다.

지식기반의 일반적 측정치로서 MIRR과 MRRR 변수는 해당 년도에 있어 주간사가 보유한 등록된 기관투자가 담당자의 수와 소매담당자의 숫자를 나타낸다. PIRR과 PRRR변수는 해당 년도에 있어 잠재적 제휴대상이 보유한 기관투자가 담당자의 수와 소매담당자의 수를 나타낸다. 덧붙여, 가변수인 MSYNDEPT와 PSYNDEPT는 주간사와 잠재적 제휴대상이 각기 인수부서를 보유하고 있는지를 나타내는 것으로서 보유하고 있을 때는 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다.

인수사업의 고객기반에 대한 일반적인 측정치로서 NMANAGER와 NPARTICI 변수는 각각 과거 삼년 동안 주간사와 잠재적 제휴대상이 주간사회사로서 관리한 신주발행의 횟수를 나타낸다. MSTATDIV 변수는 주간사를 통해 과거 삼년간 주식을 발행한 기업들의 지역적 분산도를 나타낸다.

자본시장기반의 일반적 측정치로서 MCAPITAL 변수는 특정거래를 취급하는 주간사의 자본규모를 나타낸다. MDOMOFF변수와 PDOMOFF변수는 각각 주간사와 잠재적 제휴대상이 보유하고 있는 국내 점포수이다. MASCCOUNT와 PACCOUNT 변수는 각각 주간사와 잠재적 제휴대상이 보유하고 있는 고객계정의 수를 나타낸다.

3.3 자료 분석

1980년 1월1일에서 1982년 12월 31일 사이에 실시된 신주공모에 관한 자료는 사회적 자본의 초기값을 구하기 위해 사용되었다. 1983년부터 1989년까지 총 987건의 인수단이 형성되었다. 이론상 가능한 총 제휴의 개수는 95,739(987건×97개)이었는데 이중 총 20,592개에서는 제휴가

일어났고, 75,147 쌍에서는 제휴가 일어나지 않았다. 즉 평균적으로 신주발행건당 약 21 (20,592/987)개의 증권회사들이 일반인수기업으로 참가하였다는 것이다. 총 20,592개의 제휴중 1,550개 제휴에 있어서는 한 개 이상의 독립변수에 대한 정보가 미비하였기 때문에 이들을 제외한 총 19,042 쌍의 제휴가 최종 로짓분석(logit analysis)에서 사용되었다.

그러나 이상의 19,042 건의 제휴에 더하여, 일련의 인수거래에서 잠재적으로 가능했지만 실현되지 않은 75,147 건의 비제휴 경우가 있었다. 로짓분석은 일반적으로 종속변수의 분포가 균형을 이루고 있는가에 민감하고 0과 1의 분포가 균형을 이룬 경우에 가장 정확한 추정치를 산출하기 때문에 본 연구에서는 Manski와 McFadden(1981)이 추천하고 Montgomery와 Hariharan(1991)이 사용한 바 있는 상태기반 무작위 표본추출기법(state-based random sampling technique)을 사용하였다. 즉 75,147 건의 비제휴 경우를 대체 없이 임의표본추출(random sampling without replacement)하여 4개의 하위표본으로 분할하였다. 비제휴건의 하위표본 각각에 대하여 4개의 상이한 로짓모형이 일관된 결과를 산출하였기 때문에 본 연구에서는 그 중 하나의 하위표본에 대한 분석 결과만을 제시한다.

제휴형성시 주간사회사와 잠재적 제휴대상간의 상대적 역량과 사회적 자본이 갖는 추가적 효과(additive effects)를 검증하기 위해 19,042 쌍의 제휴와 18,787개의 비제휴 임의표본을 이용하여 3가지 로짓모형을 추정하였다. 첫번째 로짓모형은 통제변수만을 사용하여 모델을 추정하였다. 두번째 모형은 주간사회사와 잠재적 제휴대상간의 상대적 역량의 추가적인 영향을 확인하기 위하여 통

제변수와 주간사회사와 잠재적 제휴대상간의 상대적 역량을 나타내는 변수, 즉 지식기반과 고객기반, 자본시장 기반상의 상호보완성과 동등성을 나타내는 변수들을 추가하였다. 세번째 로짓모형은 두번째 모형과 비교하여 사회적 자본이 제휴형성에 미치는 추가적 효과를 검증하기 위하여 통제변수와 주간사회사와 잠재적 제휴대상간의 상대적 역량, 그리고 사회적 자본 모두를 포함하였다.

IV. 결 과

각 변수의 평균과 표준편차는 앞의 <표 1>에 나타나 있다. <표 2>는 제휴형성의 가능성을 설명하는 세 가지 로짓모형의 추정결과를 나타내고 있다. 추정치의 첫번째 열은 통제변수만을 사용한 부분로짓모형을 나타내고, 그 다음 열은 통제변수와 핵심역량을 모두 사용한 부분로짓모형을 보여준다. 마지막 열은 사회적 자본을 포함한 모든 변수가 사용된 전체로짓모형을 보여준다.

4.1 전반적 검증

<표 2>의 하단에서 표시한 바와 같이 모형 1과 모형 2를 비교하고 모형 2와 모형 3을 비교한 전반적 검증을 실시하였다. 첫번째 전반적 검증에서는 통제변수 뿐 아니라 역량변수를 포함한 모형 2(pseudo-R² = .233)가 통제변수만을 사용한 모형 1(pseudo-R² = .192) 보다 제휴형성의 확률을 훨씬 더 잘 설명한다는 것을 보여준다(p<.001). 두번째 전반적 검증에서도 사회적 자본을 추가적으로 포함한 모형 3(pseudo-R² =

〈표 2〉 로짓모형 분석의 결과^a

변 수	모형 I	모형 II	모형 III	기대된 방향
INTERCEPT	-2.2053 ^{***} (.0491)	-2.3356 ^{***} (.1014)	-2.5438 ^{***} (.1061)	
상대적 역량 : 상호보완성				
ININSTIT/10 ⁹		2.38(431)	-1860 ^{***} (454)	-
INRETAIL/10 ⁹		9.47+(5.51)	-18.5 ^{***} (6.25)	-
PLEMSICC		.3250 ^{***} (.0266)	.2385 ^{***} (.0290)	+
INMMAPMA/1000		.064 ^{***} (.017)	-.090 ^{***} (.015)	-
NYNONNY		-.04588 ^{***} (.0318)	.1484 ^{***} (.0394)	+
NONNYNY		-.3350 ^{***} (.0498)	.1411 ^{***} (.0560)	+
DIFSTATE		-.2898 ^{***} (.0463)	.3806 ^{***} (.0522)	+
SAMSTATE		1.0141 ^{***} (.1304)	1.5015 ^{***} (.1349)	+
상대적 역량 : 동등성				
MPSYNDEP		.5143 ^{***} (.1075)	.2291 [*] (.1117)	+
PARASTAT		.0553 ^{***} (.00784)	-.0135(.00824) ^b	+
CMPARACP		2.1084 ^{***} (.0627)	1.1868 ^{***} (.0679)	+
INDOMOFF/10 ⁹		3000 ^{***} (694)	2759 ^{***} (765)	+
INACCOUN/10 ¹⁵		-136 ^{***} (20)	-26.5(25) ^b	+
사회적 자본				
MANAPART			.1015 ^{***} (.00249)	+
PARTMANA			.0190 ^{***} (.00387)	+
INMANAGE			-.00189 ^{***} (.00014)	-
COPARTIC			.0132 ^{***} (.000336)	+
통제변수				
NAMANAGER/100	-.314 ^{***} (.047)	.0688(.0567)	-.961 ^{***} (.0646)	
NPARTICI/100	2.78 ^{***} (.079)	2.03 ^{***} (.118)	.902 ^{***} (.125)	
DIPO	.3368 ^{***} (.0240)	.3481 ^{***} (.0251)	.4708 ^{***} (.0282)	
AMOUNT/10 ⁹	1250 ^{***} (66.4)	1480 ^{***} (70.2)	1884 ^{***} (76.4)	
MCAPITAL/10 ⁹	-26.2+(14.2)	-33.5 ^{***} (14.9)	32.88+(17.7)	
MDOMOFF/100	-.811 ^{***} (.058)	-.728 ^{***} (.0603)	-.863 ^{***} (.0678)	
PDOMOFF/100	-.108 ^{***} (.014)	-.168 ^{***} (.0205)	-.118 ^{***} (.0227)	
MACCOUNT/10 ⁹	-246 ^{***} (24.7)	-273 ^{***} (26.7)	-401 ^{***} (30.8)	
PACACCOUNT/10 ⁹	-182 ^{***} (33.9)	-217 ^{***} (40.0)	-150 ^{***} (46.86)	
MIRR/1000	-.25 ^{***} (.075)	.301 ^{***} (.093)	-.59 ^{***} (.117)	
PIRR/1000	1.11 ^{***} (.097)	.517 ^{***} (.134)	.486 ^{***} (.151)	
MRRR/1000	.579 ^{***} (.036)	.565 ^{***} (.038)	.689 ^{***} (.043)	
PRRR/1000	.243 ^{***} (.020)	.273 ^{***} (.024)	.185 ^{***} (.028)	
MSTATDIV	.00198(.0024)	-.000072(.00669)	-.0429 ^{***} (.00682)	
MSYNDEPT	.8923 ^{***} (.0447)	.3973 ^{***} (.1003)	.4346 ^{***} (.1036)	
PSYNDEPT	.8579 ^{***} (.0304)	.4349 ^{***} (.1027)	.2388 ^{***} (.1055)	
전반 검증				
Pseudo-R2	.192	.233	.355	
Chi-Square(df)	9186.842(16)	11735.348(29)	19485.170(33)	
△Chi-Square		2549 (I vs. II)	7750 ^{***} (II vs. III)	

a N = 38,645. 괄호속의 숫자는 표준오차이다.

b 이는 가설에서 기대된대로 나타나지 않은 결과이다.

+ p<.10; * p<.05; ** p<.01; *** p<.001

.335)이 모형 2(pseudo-R² = .233)의 경우보다 제휴형성의 확률을 보다 잘 설명해 준다는 것을 보여준다(p<.001). 이러한 결과들은 일반적으로 제휴형성을 설명하는데 있어 각 기업이 보유한 상대적 역량과 사회적 자본 양자를 모두 고려해야 한다는 것을 의미한다.

4.2 상호보완성

모형 3의 결과를 가지고 각각의 가설을 검정할 수 있다. 먼저, 모형 3의 결과는 가설 1을 지지하는데 이는 인적자원의 특성, 기업고객기반 및 본사의 위치라는 세 가지 측면에서 한 쌍의 증권회사가 상호보완적 자원기반을 가지고 있다면 이 둘 사이에서 제휴가 형성될 가능성이 보다 높아진다는 것을 보여준다. 기관투자자들을 주 거래대상으로 하는 가 또는 소규모 투자자들을 주 거래대상으로 하는 가를 나타내는 ININSTIT(p<.001)와 INRETAIL(p<.01) 변수 모두가 유의적인 부의 계수를 나타낸 것은 잠재적 제휴대상이 주간사회사를 보완할 수 있는 지식기반을 갖고 있는 경우에 제휴형성의 가능성이 높아진다는 것을 보여준다. 상대적인 과거 인수경험의 상호작용 효과를 나타내는 INMMAPMA는 유의미한 부의 계수를 보여주는데, 이는 서로가 상이한 인수경험을 가지고 있는 증권회사의 쌍이 공동의 인수단을 형성할 가능성이 더욱 높다는 것을 나타낸다(p<.001).

PLEMSICC은 유의미한 정의 계수를 가지는데, 이는 기업고객에 기반하는 산업 노하우에 있어 서로 중첩되는 부분이 적은 한 쌍의 증권회사들이 함께 인수단을 형성할 가능성이 더 높다는 것을 나타낸다(p<.001). 이러한 결과로부터 한 쌍의 증권회사들이 가지는 고객기반상의 상호보완성은 그들간의

제휴형성의 확률을 높인다는 것을 보여주고 있다.

주간사회사와 잠재적 제휴대상이 가지는 자본시장기반의 상호보완성도 제휴의 확률을 유의하게 증가시킨다. NYNONNY(p<.001), NONNYNY(p<.05), DIFSTATE(p<.001) 변수들이 가지는 유의적인 정의 계수는 증권회사의 쌍이 서로 상이한 위치에 본사를 둬으로써 가질 수 있는 상호보완성이 그들간의 제휴확률을 증가시킨다는 것을 나타낸다. 즉 상이한 지역에 위치한 증권회사들이 제휴함으로써 파트너가 보유하고 있는 현지 전문가와 정보경로를 자신의 것처럼 사용할 수 있게 된다. SAMSTATE는 유의적인 정의 계수를 나타내었는데, 이는 뉴욕 이외의 동일한 주에 위치하고 있는 증권회사의 쌍이 둘다 뉴욕에 자리잡고 있는 쌍에 비하여 공동으로 인수단을 형성할 가능성이 더 높다는 것을 나타내고 있다. 그 자체로서 독특한 이러한 결과는 그러나 양자가 상호보완성이 적은 경우를 나타낸다는 사실을 고려하면 그렇게 중요한 것은 아니다.

4.3 동등성

가설 2는 한 쌍의 증권회사들이 가지는 자원의 동등성이 그들간의 제휴가능성을 증가시킨다는 것을 제시하고 있다. 모형 3의 결과는 두 가지 변수를 제외하고는 전반적으로 이 가설을 지지한다. 지식기반의 동등성을 측정하는 MPSYNDEP변수의 유의한 정의 계수는 양 파트너가 제휴를 조정하는 인수부서를 가진다면 제휴의 확률이 증가한다는(p<.05) 것을 보여주고 있다. 그러나 고객기반의 동등성을 측정하는 PARASTAT변수의 결과는, 비록 모형 2에서는 기대한 대로 유의한 정의 관계를 보였지만(p<.001), 사회적 자본을 통제할 경우에

는 유의미하지 않은 것으로 나타났다.

CMPARACP변수는 정의 계수를 보여주는데, 이는 제휴당사자가 동등한 수준의 자본을 보유하고 있는 경우 제휴가능성이 높아진다는 것을 나타낸다($p < .001$). 또한 INDOMOFF 변수가 가지는 정의 계수는 파트너가 전국에 걸쳐 동등한 수의 점포수를 가지고 있다면 제휴의 가능성이 증가한다는 것을 나타낸다($p < .001$). 그러나 INACCOUN 변수의 유의미하지 않은 계수는 고객계정수상의 동등성은 제휴형성에 있어서 중요한 역할을 하지 못한다는 것을 보여주고 있다.

4.4 직접적인 사전 경험

모형 3의 결과는 가설 3을 지지한다. MANAPART 변수의 유의한 정의 계수는 주간사가 과거 3년 동안 자신이 주관한 신주공모에서 특정의 잠재적 제휴대상과 제휴한 경험이 많을수록 그 파트너에게 다시 인수단에 참여하도록 한다는 것을 나타낸다($p < .001$). 즉 과거에 함께 제휴한 기업들이 다시 제휴할 가능성이 많다는 것을 보여주고 있다.

4.5 호혜성

가설 4는 경제적 교환에 있어서 기업들이 받은 만큼 주는 호혜성의 원리에 따라 행동한다는 것이다. 모형 3에서 나타난 결과는 이 가설을 지지한다. PARTMANA 변수의 유의적인 정의 효과는 만약 주간사회사가 지난 3년 동안 잠재적 제휴대상으로부터 많은 인수단 참여기회를 제공받았다면 주간사회사는 그러한 특정의 파트너에게 인수단 참여기회를 보다 많이 제공하여 과거의 빚을 갚으려 한다는 것을 보여주고 있다($p < .001$).

또한, 제휴상의 상대적 호혜성을 측정하는 INMANAGE 변수의 유의적인 부의 계수는 증권회사간의 주고받음에 있어서 불균형이 커질수록 균형을 이루고자 하는 노력이 커진다는 것을 보여주고 있다($p < .001$). 달리 표현하면 과거에 주고받음이 충분히 호혜적이지 아니었다면 호혜적인 제휴관계형성에 대한 유인이나 사회적 압력이 보다 커지게 되고 그 결과 기업들이 호혜성의 원리를 따른다는 것이다.

4.6 간접적인 사전 경험

마지막으로 본 연구의 분석결과는 간접적인 제휴경험도 제휴형성에 긍정적인 영향을 미친다는 가설 5를 지지한다. COPARTIC 변수의 정의 계수는 주간사회사와 잠재적 제휴대상이 과거 3년 동안 제삼자에 의해 관리되는 인수단에 함께 참가한 경험이 많으면 많을수록 서로 제휴할 가능성이 높아진다는 것을 나타낸다($p < .001$). 직접적인 사전 제휴경험과 마찬가지로 간접적 관찰을 통해 서로를 안다는 것은 제휴관계를 형성함에 있어서 중요한 사회적 자본이 된다. 가설 3, 4 및 5에 대한 검증결과는 사회적 자본이 제휴형성 가능성에 긍정적인 영향을 미친다는 우리의 논의를 전반적으로 지지한다.

이상의 결과를 종합해볼 때, 증권산업에 대한 분석의 결과는 동등성에 관한 가설 2를 제외한 모든 가설을 지지하고 있다. 단 가설 2의 경우, 두 증권회사간의 고객의 지역적 분산도의 동등성과 투자고객구좌수상의 동등성은 기대된 결과를 보이지는 않으나, 다른 변수인 점포수상의 동등성, 기업내 공동인수부서의 보유유무상의 동등성, 그리고 자본금 규모상의 동등성은 제휴관계의 형성을 촉진하는 것으로 나타났다. 따라서 이 경우에 있어서는 가설이

부분적으로만 지지되었다고 볼 수 있다.

V. 토의 및 결론

본 연구는 미국의 증권산업에서 신주공모를 관리하는 증권회사들 간의 제휴형성에 영향을 미치는 요인들을 살펴보았다. 우리는 크게 두 가지의 논의를 전개하였는데, 그 하나는 기업의 역량이 상호보완적인 정도와 동등한 정도에 관한 것이었고, 다른 하나는 기업의 사회적 자본에 관한 것이었다. 본 연구의 결과는 기업들이 제휴대상을 선정하는 데에 있어서 상대적인 역량과 사회적 자본이 모두 중요한 역할을 한다는 것을 보여주고 있다. 이러한 결과는 기업이 보유하고 있는 유형적인 자산과 함께 기업의 평판과 같은 무형적인 자산이 다른 기업들과의 관계를 형성함에 있어서 중요한 역할을 수행한다는 주장을 지지해 준다.

또한 사회적 자본을 포함한 모형이 종속변수 변량의 상당 부분을 설명하고 있는데 이 결과는 기업간의 관계형성에 있어서 사회적 자본이 근본적 역할을 하고 있다는 것을 보여주고 있다. 사회적 자본의 중요성을 지지하는 이 연구결과는 기업이 동일 산업내에서 상대적으로 가치있는 역량을 소유한 다른 기업과의 관계적 자본에 투자하고 이를 활용한다는 것을 보여주고 있고, 이러한 사회적 자본은 시간이 지남에 따라 기업간의 관계를 보다 심화시킨다는 점을 극명하게 보여준다.

본 연구의 결과는 기업간 제휴관계의 형성이 단기적이고 경제적인 이득에 의해서만이 아니라 사회적 배태성(social embeddedness)에 의해서 설명될 수 있다는 점을 다시금 확인하는 것이라고 할

수 있다. 현재 가지고 있는 기업간의 협력관계는 과거로부터 축적되고 발전된 사회적 네트워크의 반영일 뿐만 아니라 미래의 협력관계의 형성에도 영향을 주는 사회적 자본의 장기적 축적과정으로 파악될 수 있다. 이러한 과정을 통해 형성된 기업의 평판이 기업의 상대적 역량과 더불어 기업의 장기적 성패를 좌우할 수 있는 협력관계의 형성에도 영향을 미친다.

끝으로 두 가지 관점에서 본 연구의 한계점과 더불어 그를 극복하기 위한 향후의 연구과제를 제시하고자 한다. 첫째, 본 연구는 제휴에 관한 과거 연구와는 달리 공동생산이나 공동마케팅을 포함하는 보다 광범위한 그리고 자본공여가 포함된 제휴 관계를 다루기보다는 기업들간에 단기적으로 유지되고 반복되는 관계를 살펴보았다. 따라서 단기적이 아니라 후지-제록스와 같이 수십 년간에 장기적으로 지속되는 제휴관계의 동태적 패턴과 제휴 내적인 관계유지의 측면을 이해하고 그에 대한 시사점을 제공하는데 있어서는 많은 제약을 가지고 있다. 하지만 본 연구에서 살펴본 단기적이고 반복적인 제휴관계에서 조차 파트너와의 장기적인 유대관계, 즉 사회적 자본이 중요한 역할을 한다는 점은 매우 중요한 발견이라고 할 수 있다. 장기적으로 지속되는 전략적 제휴의 초기 형성요인이 무엇인가에 대해서는 증권회사와 다른 특성을 갖는 산업, 예를 들어 첨단산업, 서비스업, 제조업 등 장기적인 제휴관계를 맺는 업종을 대상으로 본 연구의 결과가 같은 양식으로 나타나는지를 체계적으로 분석하여야 할 것이다.

둘째, 본 연구의 방법론적인 한계점으로 가상적 상태의존성(spurious state dependence)의 문제를 지적할 수 있다(Heckman, 1981). 즉 기업들이 제휴대상의 선택에 있어서 사회적 자본을 전혀

고려하지 않는다고 하더라도, 만약 기업들의 상대적 역량이 일정하게 유지되고 이를 바탕으로 제휴대상을 선택한다면 가설 3이 예측하는 결과를 얻을 수 있다는 것이다. 즉, 가설 3에서 주장된 것과는 달리 사회적 자본이 제휴형성에 아무런 영향을 미치지 못한다고 하더라도 가설 3을 지지하는 결과를 얻을 수 있다는 것이다. 이러한 현상은 특히 제휴형성에 영향을 미치는 중요한 역량변수가 누락된 경우에 나타난다. 따라서 본 연구에서 미처 파악하지 못한 중요한 역량변수가 존재한다면 사회적 자본의 효과가 과대평가되는 결과를 낳을 것이다. 이러한 회의론에 대해 연구대상산업의 제휴와 관련된 보완적 핵심역량이 과연 제대로 측정되었는가를 장기적으로 검증하여야 할뿐만 아니라, 다른 산업의 연구에 있어서도 종단적인 특성과 동적인 특성이 균형있게 측정되고 비교되어야 할 것이다. 그런 점에 있어서 본 연구는 가치있는 시도라 볼 수 있다.

참 고 문 헌

- 이경목 (1996), "사회적 자본의 형성과 활용," **노사관계 연구**, 서울대학교, 7, 265-290.
- Astley, A. G. (1985), "The Two Ecologies: Population and Community Perspectives on Organizational Evolution," *Administrative Science Quarterly*, 30, 224-241.
- Baker, W. E. (1994), *Networking Smart: How to Build Relationships for Personal and Organizational Success*, New York, McGraw-Hill.
- Ben-Porath, Y. (1980), "The F-Connection: Families, Friends, and Firms and the Organization of Exchange," *Population and Development Review*, 6, 1-30.
- Bidwell, C. E. and J. D. Kasarda (1985), *The Organization and Its Ecosystem: A Theory of Structuring in Organizations*, Greenwich, CT, JAI Press.
- Boxman, E. A. W., P. M. de Graaf, and H. D. Flap (1991), "The Impact of Social and Human Capital on the Income Attainment of Dutch Managers," *Social Networks*, 13, 51-73.
- Bleeke, J. and D. Ernst (1991). "The Way to Win in Cross-Border Alliances," *Harvard Business Review*, 69, Nov/Dec, 127-135.
- Burt, R. S. (1992), *Structural Holes*, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Carosso, V. P. (1970), *Investment Banking in America: A History*, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Chung, S. (1993), *Markets and Networks of Organizations: A Longitudinal Study on Collaboration of Organizations in Competition*, Ph. D. Dissertation, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- _____ (1994), *Reciprocity in Organizational Ties*, Paper Presented at 1994 Academy of Management Annual Meeting, Dallas, Texas, August 15-17, 1994.
- Coleman, J. S. (1988), "Social Capital in the Creation of Human Capital," *American Journal of Sociology*, 94, S95-S120.
- De Graaf, P. M. and H. D. Flap (1988), "With a Little Help from My Friends: Social Resources as an Explanation of Occupational Status and Income in West Germany, the Netherlands, and the United States," *Social Forces*, 67, 452-472.
- Doz, Y. L. (1988), "Technology Partnerships between Larger and Smaller Firms: Some Critical Issues," in F. J. Contractor and P. Lorange (Eds.), *Cooperative Strategies in International Business*, Lexington, MA, Lexington Books,

- 317-338.
- Eccles, R. G. and D. B. Crane (1988), *Doing Deals: Investment Banks at Work*, Boston, MA, Harvard Business School Press.
- Freeman, J. and S. R. Barley (1990), "The Strategic Analysis of Interorganizational Relations in Biotechnology," in R. Loveridge and M. Pitt (Eds.), *Strategic Management of Technological Innovation*, New York, John Wiley.
- Galaskiewicz, J. and S. Wasserman (1989), "Mimetic Processes within and Interorganizational Field: An Empirical Test," *Administrative Science Quarterly*, 34, 454-479.
- Gouldner, A. W. (1960), "The Norm of Reciprocity: A Preliminary Statement," *American Sociological Review*, 25, 162-178.
- Granovetter, M. S. (1985), "Economic Action and Social Structure: The Problem of Social Embeddedness," *American Journal of Sociology*, 31, 481-510.
- Gulati, R. (1993), *The Dynamics of Alliance Formation*, Ph. D. Dissertation, Harvard University.
- ____ (1995), "Does Familiarity Breed Trust?: The Implications of Repeated Ties for Contractual Choice in Alliances," *Academy of Management Journal*, 38, 85-112.
- Hamel, G. (1991), "Competition for Competence and Inter-Partner Learning within International Strategic Alliances," *Strategic Management Journal*, 12, 83-103.
- ____, Y. L. Doz and C. K. Prahalad (1989), "Collaborate with Your Competitors: And Win," *Harvard Business Review*, 67, Jan/Feb, 137-139.
- Harrigan, K. R. (1985), *Strategies for Joint Ventures*, Lexington, MA, Lexington Books.
- Hawley, A. H. (1968), *Human Ecology, International Encyclopedia of the Social Sciences*, New York, Free Press.
- Heckman, J. J. (1981), "Statistical Models for Discrete Panel Data," in C. F. Manski and D. McFadden (Eds.), *Structural Analysis of Discrete Data with Econometric Applications*, MA: MIT Press, 114-178.
- Investment Dealer's Digest* (1987), "Industry Profits Could Plunge 80%, Analysts Predicts: Trend Favors Retail Networks over Capital Markets Power," December 14, 7.
- Levi-Strauss, C. (1957), "The Principle of Reciprocity," in L. A. Coser and B. Rosenberg (Eds.), *Sociological Theory: A Book of Readings*, New York, MacMillan, 84-94.
- Lin, N., W. M. Ensel, and J. C. Vaughn (1981), "Social Resources and Strength of Ties: Structural Factors in Occupational Status Attainment," *American Sociological Review*, 46, 393-405.
- Manski, C. F. and D. McFadden (1981), "Alternative Estimators and Sample Designs for Discrete Choice Analysis," in C. F. Manski and D. McFadden (Eds.), *Structural Analysis of Discrete Data with Econometric Application*, Cambridge, MA, MIT Press.
- Montgomery, C. A. and S. Hariharan (1991), "Diversified Expansion by Large Established Firms," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 15, 71-89.
- Mowery, D. C. (1992), "International Collaborative Ventures and the Commercialization of New Technologies," in N. Rosenberg, R. Landau, and D. C. Mowery (Eds.), *Technology and the Wealth of Nations*, Stanford, CA, Stanford University Press.
- Nohria, N. and C. Garcia-Pont (1991), "Global Strategic Linkages and Industry Structure," *Strategic Management Journal*, 12, 105 - 124.
- Podolny, J. M. (1994), "Market Uncertainty and Social

- Character of Economic Exchange," *Administrative Science Quarterly*, 39, 458-483.
- Popkin, S. (1979), *The Relational Peasant*, Berkeley, CA, University of California Press.
- Raub, W. and J. Weesie (1990), "Reputation and Efficiency in Social Interactions: An Example of Network Effects," *American Journal of Sociology*, 96, 626-654.
- Schelling, T. C. (1980), *The Strategy of Conflict*, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Schneider, H. (1974), *Economic Man: The Anthropology of Economics*, New York, Free Press.
- Securities Industry Association (1990), *Securities Industry Yearbook 1990-91*, New York, Securities Industry Association.
- Shan, W. and W. Hamilton (1991), "Country-Specific Advantage and International Cooperation," *Strategic Management Journal*, 12, 419-432.
- Simon, H. A. (1945), *Administrative Behavior*, New York, Free Press.
- Williamson, O. E. (1945), *Markets and Hierarchies*, New York, Free Press.
- Zucker, L. G. (1986), "Production of Trust: Institutional Sources of Economic Structure: 1840-1920," in L. L. Cummings and B. M. Staw (Eds.), *Research in Organizational Behavior*, 8, Greenwich, CT: JAI Press, 53-111.

Comparative Capabilities and Social Capital as Drivers of Strategic Alliance Formation: The Case of the U.S. Investment Banking Industry

Seungwha Chung*, Kyungmook Lee**

Abstract

This article explores what factors drive a firm to have strategic alliances with certain other firms. We hypothesize that complementarity, comparability of capabilities and social capital accumulated through previous strategic alliances increase the chances of alliance formation between firms. To test the hypotheses, we use data from common stock offering syndicates among the 98 U.S. investment banking firms during 1980s as a classical form of long-term repeated interfirm alliances. The empirical results show that not only interfirm complementarity and comparability in tangible and intangible assets, but also social capital formed through long-term alliance experiences between firms significantly increase the chances of alliance formation as we expected. These results indicate that strategic alliance formation is influenced by social factors no less than economic factors. It implies that ideal partners for alliances must be developed through long-term relationships and experience.

* Department of Business Administration, Yonsei University

** College of Business Administration, Seoul National University