

해외진입전략유형에 따른 기업의 가치변화 비교연구*

박영규

중앙대학교 상경학부 부교수
(youngkp@chollian.net)

.....

1980년대 후반부터 한국기업의 국제화가 진전되면서 해외직접투자도 활발해졌다. 기업의 해외직접투자방법에는 흔히 신규설립, 합작투자, 그리고 인수합병에 의한 방법을 들 수 있으며 각각의 방법에 따라 투자기업이 감당해야 할 위험이나 본사의 조정능력에 큰 차이가 있다. 아직 체계적인 다국적기업의 형태를 갖추지 못한 한국과 같은 나라의 기업 입장에서 해외진출의 방법으로 어떤 유형의 투자방법을 선택하는 것이 유리한 가는 매우 중요한 문제이다. 본 연구에서는 지난 10여년간의 한국기업의 해외직접투자의 특성과 전개상황을 조사해 보고 주식시장의 효율성을 전제로 각각의 투자유형에 대한 기업가치의 변동여부를 측정해 보았다. 분석결과 한국기업은 합작투자를 통한 진출이 대다수를 차지하는 반면 아직까지 M&A등에 의한 진출은 적었다. 주식시장의 반응도 해외인수합병의 경우, 음의 누적초과수익률을 보여 M&A에 의한 해외직접투자가 기업의 가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 확인되었으나 합작투자나 신규설립에 대해서는 통계적으로 유의한 초과수익률이 발생하지 않았다. 이러한 결과는 해외투자초기의 기업의 입장에서 합작투자나 신규설립에 비해 해외인수합병에 따르는 문제점과 어려움을 반증하는 것으로 해석할 수 있다.

.....

1. 서 론

1.1 연구목적

해외로 진출하는 다국적기업들은 외국에 투자함에 있어서 어떠한 형태를 선택할 것인가 하는 문제를 놓고 고민한다. 만약 기업이 경영권을 다른 파트너와 나눌 의향이 있는 경우에는 흔히 현지기업이나 현지사정에 밝은 제3국 기업과 협력합(합작투자)으로써 현지진출에 따른 위험을 줄이고 현지 적응시간을 단축시킬 수 있다. 그러나, 기업이 주도적으로 경영권을 행사하기 원하는 경우 현지기업을 인수하여 경영하는 방법(해외기업인수)과 새로이 현지에 회사를 설립하는 방법(신규설립)이 있다. 다국적 기업이 기존의 현지기업을 인수하는 경

우, 기업은 현지회사의 경영권을 확보하는 동시에 현지회사가 가지고 있는 기술, 인력, 정보, 유통망 등을 함께 인수할 수 있어서 합작기업이 갖는 이점들도 누릴 수 있다. 반면, 현지기업인수는 인수기업과 피인수기업 사이의 문화적 차이, 구성원간의 마찰 등으로 많은 문제점을 야기 시키기 때문에 이를 피하고자 하는 경우에는 다소 시간이 지체되더라도 신규설립을 통한 해외진출을 선호한다.

한국기업의 국제화는 1970년대의 종합상사를 중심으로 한 단순제품수출, 1980년대의 지사나 소규모 현지법인 설립을 통한 해외정보조사나 유통망확보가 주를 이루었다. 그러나 1990년대 들어 세계적으로 국경의 개념이 무너지면서 한국 다국적기업들의 해외투자규모도 급증창하하였으며 현지에서 생산과 판매 등 모든 경영활동이 이루어지는 진정한 의미의 국제화, 현지화를 추진하고 있다. 현지진출

논문 접수일 : 98. 12 게재확정일 : 99. 2

* 본 논문은 1997년 한국학술진흥재단의 공모과제 연구비에 의하여 연구되었음.
본 연구에 유익한 조언을 해주신 익명의 심사위원 두 분께 감사드립니다.

의 방법 중 합작투자는 과거부터 매우 활발하였지만 1990년대 들어 새로이 부상하는 방법이 현지기업인수(M&A)를 통한 해외진출이다. 1986년에서 1989년까지 4년 동안 총 11건에 불과하던 해외기업인수는 1990년대 들어서는 1996년 말까지 50건 이상으로 크게 증가하였다. 하지만, 한편으로 현지기업인수 후에 발생하는 각종 문제점 때문에 현지에 신규설립을 통하여 기초부터 탄탄히 다지고 모회사의 지배력과 기업문화를 지키기를 원하는 경우도 많아서 100여건에 이르고 있다. 본 연구는 지난 10여년간 한국기업 해외진출의 발전과정과 특성을 조사해 보고 각각의 해외진출 유형의 선택에 따라 해당기업의 주가에 어떠한 영향이 미쳤는지를 분석하는 것을 목적으로 한다. 이러한 연구는 향후 해외진출방법을 선택해야 하는 많은 기업과 이러한 다국적기업들에 투자하는 주주들에게 유용한 판단자료가 될 것이다.

본 연구는 대략 다음과 같이 여섯 단계로 구성한다. 제 1 장은 서론으로서 연구의 목적 및 필요성 등을 기술하고, 제 2 장은 국내외 관련연구와 문헌 등을 조사하여 소개한다. 제 3 장에서는 본 연구의 배경이 되는 한국다국적기업의 해외직접투자의 발전과정과 특징에 대하여 설명하고 이를 분류, 정리한다. 이어서 제 4 장에서는 본 연구의 핵심이 되는 사건연구의 내용과 방법에 대해서 설명하고 제 5 장에서는 한국기업들의 해외진입유형과 이에 따른 주가반응을 살펴볼 것이다. 마지막으로 제 6 장에서는 연구의 결과를 정리하고 이러한 연구가 현 시점에서 지니는 의미를 설명하고자 한다.

1.2 연구필요성 및 의의

세계경제의 급속한 글로벌화(globalization)의

진행은 무역의 장벽을 허물어 원자재와 완성품의 국경간 이동을 촉진시켰을 뿐 아니라 생산요소 자체의 국제이동성을 배가 시켰다. 이 중에서도 특히 국제적 자본이동성의 증가는 기업의 해외직접투자를 증가시킨 밑바탕이 된다. 기업, 특히 단순한 포트폴리오 투자를 하는 금융기관이 아닌 일반 제조업체의 경우, 자본을 해외현지시장에 이전시킨다는 것은 경영활동의 이전을 수반하게 되며 이는 자사의 해외자산을 관리하기 위해서 불가피한 귀결이다. 따라서 해외직접투자는 자본의 이동과 더불어 인력, 기술, 경영능력 등 기업 전반에 걸쳐 해외이전 효과를 초래하게 되는 것이다.

국제재무이론에서는 이처럼 해외직접투자가 발생하게 되는 가장 기초적인 원인으로 지역별로 자본의 한계생산성에 차이가 있을 때 자본이 한계생산성이 낮은 곳에서 높은 곳으로 이전하기 위해서라고 해석하고 있다.(Adler and Dumas 1983). 그러나 이외에도 기업의 해외직접투자를 설명할 수 있는 논리는 많이 있다. 전통적으로는 세계경제의 거시적 차원에서 1) 상품과 생산요인시장의 불완전성, 2) 관세등 국가별 세제의 차이, 그리고 3) 국제금융 및 자본시장의 불완전성등이 기업의 해외직접투자를 촉진하는 요인으로 꼽혀왔다. 그러나 근래들어 기업의 차원에서 해외투자론을 연구하는 경영학자들은 1) 기업이 각종 규제를 회피하기 위한 수단으로, 2) 국제시장의 정보를 획득하기 위하여, 또한 3) 생산과 마케팅 활동에 있어서 규모의 경제를 실현하기 위해서도 기업의 해외진출이 이루어지고 있는 것으로 설명하고 있다.

그러나 기업의 해외진출이 과연 이상의 국제경영이론이 설명하는 대로 기업전체의 자본생산성을 증가시키거나 적어도 비용을 절감시키는지 그리하여 이것이 곧 주주의 부로 연결될 수 있는지는 국제재

무의 중요한 연구과제로 부각되어 왔다. 특히 해외진출의 주요 형태인 신규설립(greenfield investment), 합작투자(joint venture), 인수합병(merge & acquisition) 등 각각의 해외진출 유형에 따라 자본시장에서 나타나는 반응을 분석하고 비교하는 것은 기업이 해외진출의 유형을 선택하는데 있어서 귀중한 판단근거가 될 수 있다. 이미, 외국에서는 이러한 분야에 대한 학술적인 실증분석이 다양하게 이루어진데 반해서 아직까지 국내에서는 각각의 해외진출 형태가 해당기업의 주주들에게 미치는 영향이나 이러한 반응에 대한 원인 분석들이 거의 이루어지지 않았다. 따라서 본 연구는 첫째, 한국기업이 해외진입 시 어떠한 형태를 택하여 왔는지를 조사해 봄으로써 우리 나라 기업의 해외투자의 수준과 방향을 파악할 수 있을 것이며 둘째, 해외진입 방식에 대한 한국기업의 의사결정이 기업의 부를 증대시키는 올바른 결정이었는지를 합작설립, 해외기업인수나 창업진출 공시후의 주가의 반응을 분석해 봄으로써 간접적으로나마 평가할 것이다. 또한, 이를 통해 경영진과 투자자는 기업의 해외진입방법과 주가와와의 상관관계를 이해하여 경영과 투자 의사결정을 위한 참고자료로 활용할 수 있을 것이다.

II. 연구동향

지금까지 해외진입전략에 대한 연구는 해외직접투자에 대한 요인 분석(Caves 1971, Magee 1976, Agmon and Lessard 1977, Hennart and Park 1994 등 참고)이나 해외직접투자에 관련된 의사결정이 주주의 부에 미치는 영향(McConnell and Muscarella 1985, Doukas and Travlos

1988, Chung, Koford, and Lee 1993 등 참고)을 중심으로 활발히 이루어져 왔다.

Cave(1971) 와 Magee(1976)는 해외직접투자에 있어서 기업이 소유하고 있는 무형자산의 역할을 중시하였는데 이러한 '내부화이론(Internalization Theory)은 시장의 불완전성으로 인하여 해외직접투자가 발생한다는 전통적인 시장불완전성이론(market imperfection theory)'으로부터 발전된 것이라 할 수 있다(Agmon & Lessard, 1977). 이러한 내부화 이론에 따르면 기업이 내부적으로 기술이라든가 경영지식 등 경쟁우위를 가지고 있는 요소(무형자산)가 있을 때 시장의 불완전성으로 인해 외국시장에서 이들 요소가 적정하게 평가되지 못하고 기업은 해외직접투자를 통해 이러한 무형자산에 대한 가치를 실현시키고자 한다는 것이다. Mork와 Yeung (1992)의 실증연구는 기술, 마케팅, 경영소유권 등의 무형자산을 소유한 미국기업의 해외직접투자가 기업의 주주들에게 초과수익을 가져다주었음을 발견함으로써 이러한 내부화이론을 뒷받침하였다. Denekamp(1995) 역시 1982년부터 1989년까지 미국제조업체들의 해외투자사례를 분석해 봄으로써 기업들이 무형자산을 내부화 하는 과정에서 해외직접투자가 일어나는 것으로 해석하였다.

McConnell 과 Muscarella(1985)는 기업의 투자 의사결정이 기업의 가치나 주주의 부에 미치는 영향에 대해 연구하였는데 그들의 실증분석에 따르면 기업의 자본투자결정은 일반적으로 주가의 상승으로 귀결되었다. 이들은 이러한 결과의 이유로써 신규투자결정은 경영자들이 새로운 성장기회를 포착하였거나 기업의 가치를 상승시킬 수 있을 때 일어나기 때문이라고 해석하고 있다. 그러나 이들의 연구는 658개의 미국기업을 대상으로 한 사건연구로써 국제적인 투자의사결정의 영향을 보여주지는

못했다. 한편 Mikhail 과 Shawky(1979), Fatemi (1984) 등의 연구에서는 다국적기업의 해외투자가 평균기대 수익률 이상의 초과수익을 가져다준다는 결과를 보여주고 있다. 이들은 이러한 결과를 다국적기업의 해외투자가 신규시장창출 및 분산효과를 가져다주기 때문으로 해석하고 있다. 특히 Fatemi 는 Desai, Dukas와 함께 한 최근의 연구(1995)에서 해외투자에 따른 초과수익은 투자기업과 피투자국 간의 사회적, 문화적 환경이 밀접할수록 크게 나타남을 보여 주었다. 해외직접투자가 다국적기업의 부를 증대시킨다는 이러한 연구결과들은 Kogut(1983)가 제시한 다국적망가설(positive multinational network hypothesis)에 의해서도 설명될 수 있다. Kogut는 다국적기업들이 해외투자를 통해 전 세계적으로 네트 워크를 구축함으로써 각 국가의 제도적 제약을 재정거래의 기회로 이용할 수 있는 등 양의 이득을 취할 수 있다고 주장하였다. Chen, Hu and Shieh(1991)도 미국기업의 대 중국 투자가 주주의 부에 미치는 영향을 통해 다국적망가설을 지지하였다.

해외진입유형별로 기업의 가치나 주주의 부에 미치는 영향을 조사해 본 연구들은 크게 해외인수합병(M&A), 합작투자등의 형태에 따라 양의 초과수익률이 나타나는지를 실증분석 한 것이다. 이 중 해외인수합병에 관한 연구가 가장 활발하게 이루어졌다. Doukas 와 Travlos(1988)는 미국기업들의 해외인수공시에 따른 주가변화를 살펴보았는데 분석결과 미국기업이 새로운 산업이나 지역에 진출하기 위해서 해외기업을 인수하는 경우 주가에 통계적으로 유의한 양의 초과수익률이 존재하는 것으로 나타났다. 이러한 경향은 선진국보다는 후진국에 진출하는 경우에, 그리고 진출지역에 최초로 진출하는 경우에 더욱 강하게 나타났다. 일본기업의 미국기업

인수합병에 대해 행해진 Kang(1993)의 연구도 인수자인 일본기업과 피인수자인 미국기업 모두에게 양의 초과수익률이 발생하였음을 보여 주었다.

기업인수합병에 의한 해외투자에 대한 연구들이 주로 양의 초과수익률을 보인데 반해 합작투자에 의한 해외투자에 대한 연구들은 다소 상반된 결과를 보여줬다. Chung, Koford와 Lee(1993)는 약 230건의 미국기업의 해외합작투자에 대해서 실증 분석 하였는데 이들의 연구결과에 따르면 합작투자시 해당기업의 주가는 하락하는 것으로 나타났다. 그러나 소련붕괴이후의 미국기업의 동유럽진출에 관한 Lang과 Ofek(1995)의 연구에 있어서는 합작투자 발표 시 주가가 소폭의 양의 초과 수익률을 기록하였다. 또한 이들은 해외합작투자가 양의 초과수익률을 나타내는지는 해당기업의 무형자산의 존재여부, 경영자의 관리능력 등의 여부에 따라 달라진다고 주장하였다.

한편, 국내에서 기업의 해외진출 유형에 따른 효과를 연구한 경우는 소수에 머무른다. 정형찬(1992)과 강호상·성용모(1994)의 연구는 국내에서 처음으로 해외기업 인수를 대상으로 한 연구로 간주할 수 있다. 이들은 각각 1986년 이후 한국기업들의 해외기업 인수합병 활동이 해당기업주주의 부에 음의 초과수익률을 나타내는 것으로 발견하였다. 그러나 이들의 연구시점까지는 해외인수합병의 경우가 적었고 이들이 인수합병의 경우로 분석한 기업들에는 인수지분이 10% 내지 20%로 극히 작은 경우가 상당수 포함되어 있어 정확히 인수합병의 효과를 측정하는데 문제가 있었을 것으로 사료된다. 인수합병이 아닌 다른 유형의 해외진출의 효과를 관찰한 연구로는 완전소유 해외직접투자가 주주의 부에 미치는 영향을 측정한 유승훈(1995)의 연구를 들 수 있다. 이 연구결과 역시 해외직접투

자에 대한 투자자의 반응은 부정적으로 나타났다. 다만, 인수의 형태가 인수합병인가 신규설립인가의 구분이 없고 인수합병의 경우 앞의 연구들과 마찬가지로 인수비율이 매우 낮은 경우들도 포함하고 있어서 이를 개선시킬 소지가 있어 보인다. 따라서 본 연구는 선행연구들에 비해 늘어난 기간의 관측치를 대상으로 인수합병, 신규설립, 합작투자를 명확히 구분하여 분석하고 이를 비교한다는 데 의의가 있다. 또한 인수합병이나 합작투자에 있어서도 경영권에 접근할 수 있는 상당한 비중의 지분인수나 합작(40%이상)만을 포함시켜 분석의 신뢰도를 제고하고자 한다.

다만, 본 연구를 통해 나타난 해외진입 유형에 따른 주주의 부의 변화가 곧 바로 해당기업의 해외진입유형의 선택이 올바른 것인가를 평가하는 정답이 될 수는 없다. 해외진출방식의 선택에 대한 보다 정확한 평가는 어느 정도 기간이 경과한 후에 이루어져야 할 것이며 경영진의 능력이나 시장상황 등 다른 변수들도 고려해야 할 것이다. 그러나, 주식시장이 상당히 효율적이라는 가정 하에서 합작설

립, 현지기업인수, 그리고 신규설립 결정후의 주가의 비정상적 초과수익률이 발생하는지의 여부는 경영진의 해외진입방식결정에 대한 1차적인 평가는 될 수 있을 것이다.

III. 한국기업의 해외직접투자 분석

3.1 한국기업의 해외투자성장 배경

한국기업의 해외직접투자는 1980년대 중반부터 본격화되었다. 특히 1980년 후반에는 기업들의 해외매출성장과 경상수지 흑자, 그리고 이로 인한 정부의 해외투자규제 완화에 힘입어 잔액기준 연 70%이상의 급격한 증가세를 기록하였다. 이러한 추세는 90년대 들어 경기둔화와 더불어 다소 감소하였지만 1994년 정부의 세계화 노력과 반도체, 자동차등 주력업종의 호황으로 회복되기 시작하여 1996년까지는 그 추세를 이어 나갔다. 그러나,

〈표 1〉 한국기업의 해외직접투자 동향

단위: 억달러

	1986~1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
총투자액	4.7	11.2	12.2	12.6	23.0	30.7	41.3
투자성장률(%)	74.1	16.3	9.2	3.6	82.1	33.4	34.8
총허가액	7.5	15.1	12.1	18.8	35.8	49.1	60.8
허가액성장률(%)	53.1	-6.2	-20.2	55.5	90.9	37.2	23.7
투자잔액	23.0	33.3	44.3	54.4	74.7	102.2	137.1
투자잔액성장률(%)	-	44.8	33.0	22.8	37.3	36.8	34.2
GNP대비비율(%)	0.9	1.1	1.4	1.6	2.0	2.3	2.9

참고: (%)는 전기대비 증가율.

기간중 연평균기준. 단, 투자·허가잔액은 기말기준

자료: 한국은행, 해외직접투자 통계연보

수출입은행, 수은조사월보

1997년 들어 기업의 잇단 부도와 연이어 터진 아시아의 금융위기로 기업들의 새로운 해외투자는 거의 중단된 형편이다.

지난 10년간 한국기업의 해외직접투자가 큰 폭으로 성장할 수 있었던 배경은 다음과 같은 이유로 설명될 수 있다. 첫째, 이 기간동안 한국기업들은 해외진출을 통한 세계경영을 전략적으로 선택하여 진행하였다. 1980년대 중반에 이르러 한국의 대기업들은 전자, 자동차, 화학 등 주력산업에 있어서 이전의 복제품 생산업체(copy cat)의 형태를 벗어나 독자적인 브랜드와 기술로 세계시장에 진출할 만큼 성장하였으며 이에 선진국 시장에 진출하여 선진국의 기술을 습득하는 한편 EU, NAFTA 등으로 대변되는 선진국 시장의 보호무역장벽을 뛰어넘기 위하여 해외진출을 서두르게 되었다. 또한, 새로운 잠재력을 지닌 거대시장인 중국과 동구권 등에도 현지시장을 조기에 선점하고 현지의 낮은 임금과 지가 등을 이용하여 생산기지를 구축하는 등의 글로벌 전략을 추진하였으며, 여기에는 국내의 임금과 지가 상승으로 가격경쟁력을 상실하게 된 중소기업체들도 가세하였다.

둘째, 1980년대 후반부터 해외직접투자에 대한 각종 규제가 완화됨으로써 해외진출이 용이해 졌다. 1980년대 후반부터 우리 나라는 역사적으로 유례없는 큰 폭의 경상수지 흑자를 기록하면서 외환유출에 대한 규제가 대폭 완화되는 등 해외투자를 가로막던 장벽들이 빠르게 사라져갔다. 또한 정부도 세계경제에서 국경이 없어져 가는 현실을 인식하고 한국기업이 세계시장에서 경쟁력을 갖추는데 해외직접투자가 필요하다는 것을 받아들여 투자요건 및 투자대상 사업에 대한 제한을 완화하고 해외투자 시에 요구되는 절차를 간소화하는 등 해외투자에 우호적인 태도를 취하였다.

셋째, 임금과 지가의 높은 상승률 등 국내의 경제적 여건이 기업의 해외진출을 촉진시켰다고 볼 수 있다. 이러한 현상은 특히 노동집약적인 제조업에서 두드러지게 발생하였다. 한국은 1989년 정치적인 민주화 운동이후, 노동자의 권리가 대폭 강화되었고 당시의 경기호황과 더불어 임금이 급격히 상승하였다. 노동생산성증가율을 훨씬 웃도는 두 자리수의 임금상승률, 그리고 경상수지 흑자로 인한 자금, 주식시장 등의 활황은 부동산 가격 상승으로 이어져 기업의 입장에서 임금과 지가에 대한 부담으로 세계시장에서의 가격경쟁력을 상실하기에 이르렀다. 1990년대 초 한국 내 공업단지의 지가는 동남아 개발도상국에 비해서 10~50배에 이르고 미국 및 영국에 비해서도 10~40배에 이르는 높은 수준을 기록하였으며 임금 역시 대만이나 홍콩 등 주변 경쟁국보다 높은 수준에 이르렀다. 자연히 첨단제조업체는 영국 등 우리보다 지가와 임금이 싼 국가를 통해 해외진출을 추진하였으며 노동집약적인 섬유, 신발 등 경공업제품은 중국 등 저개발 국가로 생산기지를 이전하게 되었던 것이다. 이외에도 국내기업들의 세계시장에서의 위상이 높아짐에 따라 기업이 해외진출 시 필요한 자금의 해외차입이 가능해 진 것도 해외직접투자가 증가하도록 작용한 주요원인으로 간주된다.

3.2 한국기업 해외투자의 특징

우리나라기업의 해외직접투자는 1980년대 중반까지는 주로 원자재확보를 위한 개도국 투자와 해외건설공사 수주 및 시공을 위한 건설업의 해외진출이 주를 이루었다. 그러나 1980년대 중반이후부터는 기업의 국제화와 해외투자의 자유화가 진행되면서 제조업의 생산기지 이전 등 본격적인 해외투

자가 이루어지기 시작했다. 1997년말 기준 해외직접투자 잔액에서 제조업이 차지하는 비중은 전체의 53.1% 이고 무역업이 20%를 차지하였으며 그 밖의 업종들은 1% 내지 6%로 상대적으로 매우 미미한 수준이다. 제조업중에서는 자동차, 전자 등 조립금속 및 기계장비의 비중이 높아 전체 제조업 투자의 절반 가량을 차지하는 형편이다. 이는 우리나라의 산업구조에서 자동차나 전자의 비중이 높아지는 것과 비례하여 이들 업종의 해외진출이 증가한 결과이다.

지역별로 볼 때 우리나라의 해외직접투자는 아시아권에 대한 비중이 두드러지며, 특히 경제개발수준이 우리나라보다 뒤떨어진 중국이나 인도네시아 등이 주요 투자대상국이다. 특히 중국에 대한 투자는 1990년대 들어 시작되었음에도 불구하고 매년 두 배로 성장하고 있는데 이는 지리적으로 문화적으로 가까워 접근이 용이하고 현지의 값싼 노동력을 활용한다는 가시적인 투자메리트가 존재하기 때문으로 풀이된다. 반면 미국, 유럽 지역에 대한 투자는 선진국의 첨단기술을 습득하거나 구매력이 높은 현지소비시장을 공략하기 위한 것으로서 주로 대기업에 의해 이루어지고 있다. 1990년대 들어서서 대기업의 대 선진국 투자가 북미에 비해 유럽의 비중이 커지고 있는데 이는 EU의 진전으로 유럽연합의 무역장벽이 높아지는 것을 두려워한 기업들이 EU시장의 교두보 확보를 위해 이 지역에 서둘

러 진출했기 때문으로 보여진다.

우리나라 기업의 해외직접투자는 여러 가지 면에서 이제 겨우 초기, 단계를 벗어난 수준으로 사료된다. 먼저 규모 면에서 볼 때, 우리나라 기업의 총 해외직접투자는 GNP의 2.9% 수준(1996년말 기준)으로써 선진국인 미국(9.7%), 일본(5.9%), 영국(28.5%)등은 물론 우리의 경쟁 상대국인 싱가포르(16.1%), 대만(6.4%) 등에 비해서도 매우 낮은 수준이다. 또한, 진출형태 면에서 볼 때, 한국기업의 해외직접투자는 합작투자를 통한 진출이 압도적으로 많았으며, 그 다음으로는 신규설립을 통한 진출이 많았다. 반면 세계적인 다국적 기업들의 해외직접투자 시 가장 자주 사용되는 M&A방식(금액기준 약 85%-일본무역진흥회 통계)은 그 사례가 매우 적었다. 이는 한국기업들이 해외직접투자에서 부딪칠 정치적, 문화적 위험을 회피하려는 경향이 높다는 반증으로 보여진다. 다만, 1993년 이후, 대기업을 중심으로 M&A방식의 해외직접투자가 급격히 늘어나고 있는 추세이다.

한국기업의 해외직접투자를 동기별로 조사한 연구들의 결과를 종합해 보면 최근까지 우리나라 기업의 해외진출은 현지의 저임금활용이라든가, 부품, 반제품 등의 수출유발효과를 기대하는 소극적인 이유가 많고 선진기술습득이나 현지시장개척을 목적으로 하는 적극적인 진출은 미미한 것으로 간주된다. 특히 기존조사에 나타나 있지는 않지만 일

〈표 2〉 해외직접투자의 형태에 따른 연구표본 분류

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
인수합병	2	3	3	3	10	7	6	1	6	10	9
합작투자	4	8	12	18	20	22	18	24	45	41	17
신규설립	3	4	11	13	12	8	10	13	18	26	14
합계	9	15	43	34	42	37	34	47	47	77	40

반적으로 경쟁기업의 해외진출을 모방한 밴드웨이 곤식(bandwagon)진출이 다수를 차지하고 있는 것으로 알려져 있다. 이는 기업의 자기방어를 위한 조치로 이해할 수 있으나 사전에 철저한 조사분석에 기초한 판단 없이 집단심리에 휩싸여 해외로 진출한 결과 무모한 출혈경쟁으로 모두가 피해를 입는 경우가 많았다는 점에서 아직까지 해외직접투자에 대한 각 기업 나름대로의 경험이나 지식이 미천하다는 반증이 된다.

또한 한국기업들은 진출한 현지국에서의 현지화 수준도 매우 낮은 것으로 평가되고 있다. 그 예로써 총자산 대비 해외자산비율, 총매출 대비 해외매출비율, 총직원수 대비 해외직원수 비율 등을 평균하여 계산하는 현지화 지수에 있어서 우리나라 대기업은 세계 100대 다국적기업의 현지화 지수 평균(약 49)에 크게 못 미치는 수준(평균 23)을 나타내었다.¹⁾

IV. 연구내용 및 방법

4.1 연구내용 및 가설

본 연구는 국내기업의 해외진출이 본격적으로 진행되기 시작한 1980년대 후반 즉, 1986년 1월부터 1996년 12월까지의 11년간의 자료를 대상으로 한다. 먼저 본 연구는 이 기간동안의 한국기업의 해외직접투자가 어떻게 발전했는지를 다양한 문헌 조사와 자료를 이용하여 전장에 정리하였다. 물론 본 연구의 핵심 관심문제는 해외진출 유형에 따른

기업의 가치변화에 있지만, 한국기업의 해외직접투자의 성장배경과 발전과정을 이해하는 것은 다음의 이유에서 필요하다. 첫째, 한국기업의 해외투자에 대한 각 종 통계자료를 종합함으로써 본격적인 계량분석을 위한 사전 자료정리를 하게 해 준다. 둘째, 한국기업의 해외직접투자의 원인과 특징을 이해하게 함으로써 기업의 해외투자유형 결정요인이 어디에 있는지 파악한다. 셋째, 이를 통하여 본 실증분석을 위한 가설을 세우고 실증분석 결과를 해석할 수 있는 논리적 기틀을 제공한다. 이러한 기본 통계자료 정리와 문헌연구를 위해서는 한국은행과 수출입은행의 통계자료 및 각 종 발간물들을 주로 이용하였다.

본 연구의 핵심이 되는 해외진출유형과 이에 따른 주가반응을 살펴보기 위해서는 증권거래소 상장공시실의 "타법인 출자공시"기록을 비롯 증권거래소 공시 전산자료, 그리고 한국증권경제연구원의 전산자료가 모두 검색에 이용되었다. 연구대상 기간중 국내기업의 해외기업인수 실적은 60건, 신규설립은 131건이었으며 합작설립 건수는 229건이었다. 일단 공시자료를 통해 해외투자기업과 공시날짜를 확인한 이 후에는 증권거래소에서 제공하는 국내주가CD-ROM 테이프를 통하여서 추가자료를 발췌해서 주가반응분석에 사용하였다. 이 때 추가분석의 초점은 한국기업의 해외직접투자와 이를 위한 해외 기업인수합병, 합작설립, 그리고 신규설립 등의 투자의사결정이 과연 기업의 부를 상승시키는가 알아보는데 있으며 이를 위해 다음과 같은 가설들이 테스트되었다.

연구가설 1: 기업의 인수합병에 의한 해외진출은

1) 한국은행 조사연구자료 '최근해외직접투자 동향에 대한 평가와 향후과제' 1997.3.

인수기업의 가치를 상승시킨다.

$$H_0 : AR=0 \text{ (CAR=0)}$$

외국의 많은 선행연구에서는 인수합병을 통한 해외직접투자는 투자기업의 주가에 양의 초과수익률을 가져다주었다. 이러한 양의 초과수익률의 주요 원인은 기술이나 경영노하우같이 기업내부자산에 기초한다는 내부화가설이나 다국적영업망가설 등으로 설명할 수 있다. 그러나 인수합병을 통한 해외진출은 다른 해외진출 방법에 비해서도 다분히 높은 위험을 안고 있다는 것이 일반적인 시각이다. 이러한 문제는 인수대상기업의 자산과 주식에 대한 가치평가의 어려움부터 시작되어 인수 후에도 지역적 문화나 기업문화가 다른 인수기업과 피인수기업 간의 갈등, 종업원과 융화문제등 끊임없이 많은 문제의 소지를 안고 있다. 따라서 한국의 기업들이 이러한 해외경영의 문제를 해결할 만한 역량이 충분하다면 해외기업 인수합병이 선진국에서의 연구결과들처럼 기업가치를 상승시키겠지만, 반대로 한국기업들이 아직 해외경영의 경험이나 핵심역량이 미약한 경우에는 해외인수합병이 오히려 주주의 부에 역행하는 투자의사결정이 될 소지도 있다.

연구가설 2: 외국기업과 합작투자를 통한 해외진출은 해당기업의 가치를 상승시킨다.

$$H_0 : AR=0 \text{ (CAR=0)}$$

해외합작투자는 해외기업의 인수합병과는 달리 기업의 경영권이 바뀌지 않는다는 것이 커다란 차이점이다. 따라서 합작투자에서는 인수합병이나 신규설립에서 처럼 기업이 가진 핵심역량을 우위로

진출시장을 공략하려는 의도보다는 자신이 가진 비교우위와 현지국기업이나 제 3국 기업이 현지국에서 갖는 또 다른 비교우위와 서로 합쳐져 발생하는 시너지 효과(Synergy effect)가 추가상승의 주요 원인으로 간주된다. 따라서 한국기업의 해외진출 시 적절한 합작파트너 선정을 통해 시너지 효과 또는 서로 보완효과를 누리고 정치적, 문화적 위험도 감소시킬 수 있다면 합작투자를 통한 해외진출이 투자자들에게 긍정적인 의사결정으로 평가될 것이다. 그러나 반대로 합작파트너를 통해 취할 수 있는 시너지나 보완효과가 미약하고 오히려 상대방에게 잃는 것이 많거나 외국의 기업과 합작경영을 성공적으로 운영할 국제경영능력이 떨어진다고 판단되는 경우에 합작투자를 통한 해외진출은 양의 초과수익률을 발생시킬 수 없을 것이다.

연구가설 3: 신규설립에 의한 해외진출은 해당기업의 가치를 상승시킨다.

$$H_0 : AR=0 \text{ (CAR=0)}$$

신규설립은 해외진출기업의 입장에서 가장 강력한 현지진출의지와 인내를 요구하는 해외투자방식이다. 한국기업들은 신규설립이 인수합병이나 합작에 비해서 시간적, 정신적인 노력이 큰 것임을 인식하면서도 경영권을 완전히 장악한다는 측면에서 이를 선택하는 경향이 있다. 보통 신규설립을 통한 해외진출은 해당기업이 소유한 핵심역량이 갖는 우위가 지배적일 경우나 진출대상국가에 합작이나 인수합병의 대상이 될 만한 마땅한 기업이 없을 때 선택되어진다. 그러나 별다른 핵심역량이나 무형자산을 소유하고 있지 않은 기업이 단지 경영권에만 집착하여 신규설립에 따르는 온갖 위험과 시간적,

물질적 부담을 무릎쓰고 이를 선택한다면 이는 그 기업이 글로벌 경영을 수행할 만한 능력이 없으므로 본사중심의 경영을 고집한다는 반증으로 볼 수도 있을 것이다. 따라서 이러한 경우에 신규설립을 통한 해외진출은 주주의 부를 증대시키는 결정으로 평가받을 수 없을 것이다.

4.2 연구방법

본 연구에서는 먼저 문헌조사와 통계 등을 통해 한국기업의 해외진출에 대한 일반적 분석이 선행되었다. 그리고 위에 열거된 가설들을 테스트하기 위해서 <표 2>에 정리된 것과 같이 1986년 1월 1일과 1996년 12월 31일 사이에 해외직접투자 공시를 한 상장기업들을 대상으로 사건연구를 진행하였다. 단, 다음 몇 가지 기준에 의해서 연구대상 기업으로 적정치 못한 기업들을 분석대상에서 배제하였다.

첫째, 비제조업체의 해외직접투자를 분석대상에서 제외시켰다. 이는 금융업체등 비제조업체의 경우, 해외에 자산운용을 위한 법인이나 합작법인을 설립하는 등 포트폴리오 간접투자에 가까운 형태의 투자가 많기 때문에 이를 제조업체의 해외직접투자와 동일하게 간주할 수 없기 때문이다. 둘째, 인수 합병이나 합작투자의 경우 경영권을 행사할 수 있는 수준의 해외직접투자만을 연구대상으로 선정하였다. 이를 위한 기준으로는 40%를 이용하였는데 이는 합작의 경우 자국기업의 지분을 51%이상으로 요구하는 경우가 많아 50%를 기준으로 사용하는 것이 부적절하고 일반적인 경우 40%이상의 지분을 참여하는 경우 결코 소수지분으로 간주되지 않아서 경영권행사에 참여하기 때문이다. 셋째, 주가자료에 대한 사전검색(plotting)을 통해 공시전

후에 다른 중대사건으로 인한 이상이 발생했을 것으로 판단되는 경우들(outlier)을 제외시켰다.

이상의 과정을 거쳐서 선택된 분석 대상기업에 대해서는 사건일 전후에 해당기업의 주가에 비정상적인 초과수익률이 발생하는가를 일반적인 사건연구(event study)방법을 이용하여 조사하였다. 사건연구를 위한 수익률산출을 위한 모형으로는 시장위험조정모형(market and risk adjusted model)을 이용하였다. 시장위험조정모형에서의 비정상 초과수익률 ER은 실제수익률과 기대수익률의 차로써 다음과 같이 계산된다.

$$ER_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad (식 1)$$

- $ER_{i,t}$ = t일에서의 주식 i의 비정상 초과수익률
- R_i = t일에서의 주식 i의 일별수익률
- α_i = OLS 회귀분석에 의해서 측정된 주식 i의 예상수익률 절편값
- β_i = OLS 회귀분석에 의해서 측정된 주식 i의 예상수익률 기울기값
- $R_{m,t}$ = t일에서의 시장지수의 일별수익률

여기에서는 각 종목별 시장위험을 측정하기 위해서는 사건연구기간 전 약 1년간(300거래일)의 일일주가수익률을 이용하며 사건의 관찰기간은 발행공시일 전후의 25일로 택하였다. 일단 사건전후의 -25일 부터 +25일 까지의 기간에 대한 각 기업별 $ER_{i,t}$ 를 계산하고 이를 평균함으로써 평균비정상 초과수익률(AR_t)과 누적초과수익률 (CAR_t)의 값이 다음과 같이 계산된다.

$$AR_t = 1/N \sum_{i=1}^N ER_{i,t} \quad (\text{식 2})$$

$$CAR_t = \sum AR_t \quad (\text{식 3})$$

해외시장진출이라는 특정사건을 계기로 비정상 초과수익률이 발생하지 않는다면 AR_t 는 0값이 되리라 예상한다. 이 경우 (식3)에 의해서 계산된 누적초과수익률 CAR_t 의 값도 0의 기대치를 갖게 된다. 따라서 우리는 $AR_t = 0$ 과 $CAR_t = 0$ 이라는 가설을 테스트함으로써 각각의 국내기업의 해외진출방식이 기업과 주주의 부를 증가시키는 사건이었는가를 측정해 볼 수 있다.

V. 해외진입유형과 기업가치변화 실증분석

5.1. 해외인수합병

먼저 시장위험조정모형을 사용하기 위해서 사건연구기간 전 300일의 시장수익률(KOSPI)과 개별기업의 추가수익률에 대한 회귀분석(OLS regression)을 통하여 각 기업의 베타를 추정하였다. 이러한 회귀분석모델은 각 기업에 있어서 통계적으로 F-통계값의 p-value가 0.05보다 낮은 유의한 수준을 나타내었다.²⁾

해외인수합병 공시에 대한 주식시장의 반응을 검

증하기 위하여 거래일 기준으로 -25일에서부터 +25일간의 AR과 CAR을 산출하였다. 이들 AR과 CAR을 개별기업별로 면밀히 검색하여 몇몇 기업의 AR과 CAR값이 전체표본의 평균값을 좌우할 만한 outlier 1개를 제외시켰다. 그리고 난 후 인수지분이 40%이상인 36개 기업을 대상으로 AR과 CAR을 구하고 이에 대한 t-test 검증을 실시하였다.(참고로 <부록 1>은 지분과 업종에 상관없이 전체 51개의 기업을 대상으로 CAR값을 구한 그래프인데 이는 아래 <그림1>과 의미가 크게 다르지는 않았다.) <표3>은 AR과 CAR값 및 이에 대한 t-test 값을 정리한 것이다.

분석결과 해외인수합병은 해당기업의 주가에 유의한 수준의 음의 초과수익률을 발생시키는 것으로 나타났다. 귀무가설 $H_0 : AR=0$ ($CAR=0$)를 거부하기 위해 통계적으로 유의한 t값은 95% 유의수준에서 1.671 이상인데 해외기업인수합병의 경우 통계적으로 유의한 음의 누적초과수익률이 공시일 4~5일전부터 나타나기 시작하여 공시일 이후에도 지속적으로 유지되었다.³⁾

사건전후의 비정상수익률 발생을 보다 쉽게 직관적으로 확인하기 위해서 <그림 1>의 CAR 그래프가 유용하다. 그림에서 확인할 수 있듯이 해외기업인수합병공시는 공시시점을 전후하여 해당기업의 주가에 뚜렷한 음의 누적초과수익을 가져다주는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 해외인수합병을 대상으로 했던 외국의 선행연구결과와는 매우 상이한 현상이지만 국

2) 일일수익률의 회귀분석을 통한 베타추정에 있어서는 자기상관(auto-correlation)문제가 발생할 수 있으나 그러한 자기상관성을 테스트(Durbin-Watson)해 본 결과 자기상관이 심하지 않아 통계적으로 문제가 되지 않음을 확인하였다. 또한 주가의 비정규분포(non-normality)문제도 OLS 회귀분포에 문제로 대두될 수 있다. 그러나, 표본의 숫자가 작지 않은 경우 OLS 회귀분석을 이용 베타를 추정하는 사건연구방법이 Central Limit Theorem에 의해서 별 문제가 없음이 보장된다.

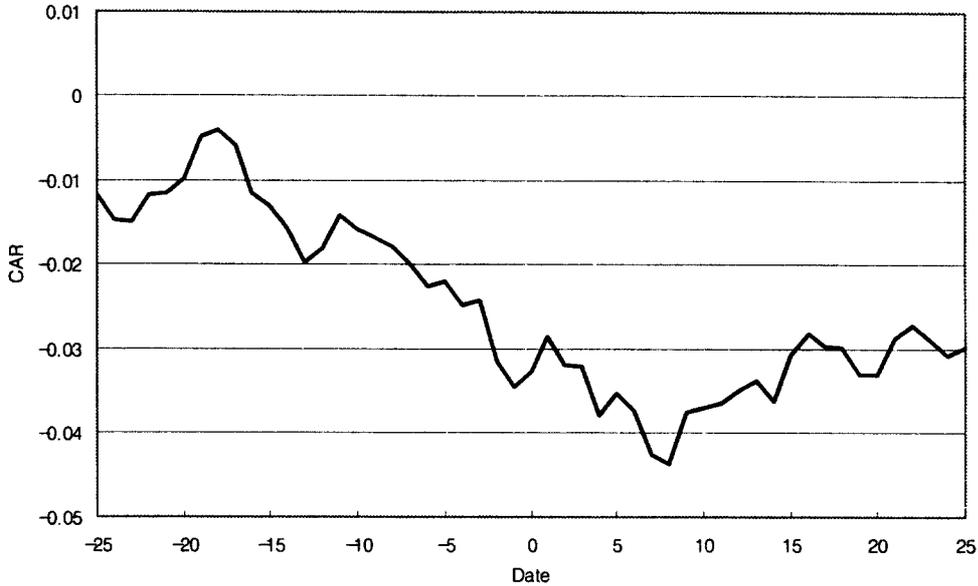
3) AR, CAR의 t값은 각각 $t = \frac{AR_t}{\hat{\sigma}(AR)/\sqrt{n}}$, $t = \frac{CAR}{(\hat{\sigma}(AR)/\sqrt{n})\sqrt{T}}$ (단, T=누적일수)

〈표 3〉 해외기업인수합병공시전후의 AR과 CAR

Date	AR	t-stat	CAR	t-stat
-25	-0.001486417	-0.575545939	-0.011772833	-1.860993252
-20	0.001607389	0.622386824	-0.009860944	-1.151228672
-15	-0.001494417	-0.578643568	-0.012998778	-1.258293508
-10	-0.001717944	-0.665194337	-0.015849278	-1.339180933
-7	-0.002062194	-0.798489189	-0.019896111	-1.572541098
-6	-0.002660806	-1.030273588	-0.022556917	-1.746824034
-5	0.000524278	0.203002262	-0.022032639	-1.673089872
-4	-0.002679556	-1.037533656	-0.024712194	-1.841487852
-3	0.000487111	0.188611194	-0.024225083	-1.772661008
-2	-0.007260389	-2.811248983	-0.031485472	-2.263865599
-1	-0.003038806	-1.176636563	-0.034524278	-2.44063819
0	0.001898528	0.73511686	-0.03262575	-2.268919486
1	0.004153778	1.608357862	-0.028471972	-1.948866049
2	-0.00330675	-1.280385626	-0.031778722	-2.14199715
3	-0.000312139	-0.120861313	-0.032090861	-2.130989649
4	-0.005753444	-2.227754613	-0.037844306	-2.476885587
5	0.00265575	1.028316059	-0.035188556	-2.270856114
6	-0.002078222	-0.804695203	-0.037266778	-2.37224975
7	-0.005298278	-2.051512425	-0.042565056	-2.673627097
10	0.000574889	0.222599069	-0.036872861	-2.229740576
15	0.005495111	2.127727007	-0.030650806	-1.749856379
20	-5.83056E-05	-0.022576123	-0.033060556	-1.792521969
25	0.000838639	0.324724028	-0.029838972	-1.54393593

내의 기존연구결과와는 일치한다. 이러한 현상은 다음의 이유들로 해석될 수 있다. 첫째, 인수합병은 다른 해외진출 방법에 비해서 다분히 많은 어려움을 초래한다. 즉, 피인수기업과의 문화적갈등, 기업 내 헤게모니를 둘러싼 직원들간의 마찰 등 끊임없이 많은 문제의 소지를 안고 있다. 따라서 한국의 기업들이 이러한 해외경영의 문제를 해결할 만한 역량이 충분하지 못하다면 해외기업 인수합병은 위에서 나타난 것처럼 부정적인 결과를 초래할 수 있는 것이다. 둘째, 해외인수합병이 성공적

이기 위해서는 1차적으로는 피인수기업에 대해 정당한 가치 또는 그 이하의 가격을 지불하는 것으로부터 출발해야 한다. 그러나, 인수대상기업을 적정 가격에 합의하지 못한 채 인수조건이 불리한 채 인수합병을 결정한 경우 시장으로부터 부정적인 평가를 받을 것이다. 셋째, 한국기업이 인수대상기업이나 인수합병을 통해서 진출하고자 하는 지역으로부터 시너지효과를 창출할 수 있는 경우 인수합병의 기업의 가치를 증대시킬 것이다. 그러나 별다른 시너지 효과가 없는 기업이나 지역으로의 인수합병은



〈그림1〉 해외인수합병공시전후의 CAR

주가에 부정적인 영향을 줄 것으로 간주된다. 마지막으로, 해외인수합병을 시도하였던 한국기업들이 선진국 기업들과 같이 고부가가치의 무형자산을 소유하고 있지 않은 채 해외진출을 시도하는 것으로 평가된다면 이러한 기업들의 해외직접투자는 그것이 인수합병이라는 형식에 상관없이 주가에 부정적인 것으로 평가될 것이다.

5.2 해외합작투자

해외인수합병에 이어 해외합작투자공시에 대한 기업가치의 변화를 살펴보기 위하여 역시 거래일 기준으로 -25일에서부터 +25일간의 AR과 CAR을 산출하였다. 여기에서도 outlier 2개가 제외되었고 합작지분이 40%이상이 되는 제조업체 기업만이 선정되었으며 그 결과 151개 기업이 분석대

상으로 사용되었다. 〈표4〉는 AR과 CAR값 및 이에 대한 t-test 값을 정리한 것이고 〈그림2〉는 누적초과수익률 CAR값을 그래프로 표시한 것이다.

분석결과 해외합작투자는 해당기업의 주가에 약 하나마 음의 초과수익률을 발생시키는 것으로 나타났다. 그러나 이러한 음의 초과수익률의 크기는 해외인수합병에 비해서 작은 것이었다. AR을 기준으로 볼 때는 음의 초과수익률이 통계적으로 의미있게 발생하는 경우는 거의 없었다. 다만 누적초과수익률 분포상으로 음의 초과수익률이 공시일 7일전부터 발생하여 공시일 이후에도 꾸준히 유지되었다. 그러나 통계적으로 99% 유의수준을 넘은 경우는 없었고 95% 유의수준에서만 받아들일 수 있는 수준이었다. 따라서 한국기업의 해외합작투자가 일반적으로 기업의 부를 감소시킨다고 결론 짓기에는 다소간의 신중을 기해야 할 것으로 보인다.

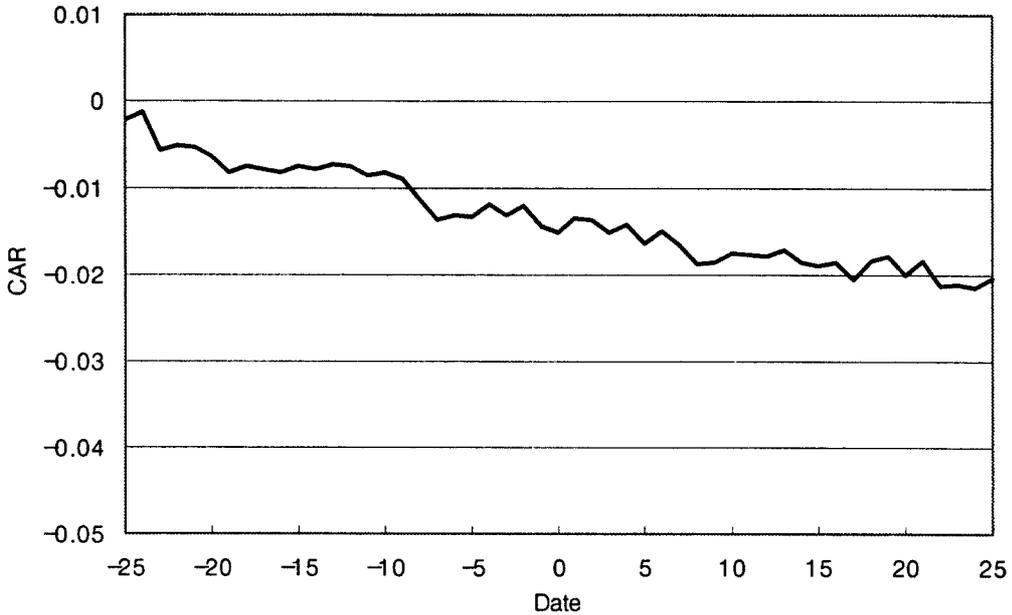
〈표 4〉 해외합작투자공시전후의 AR과 CAR

Date	AR	t-stat	CAR	t-stat
-25	-0.000594656	-0.399242491	-0.002190252	-0.600329403
-20	-0.001072033	-0.719746269	-0.006370748	-1.289630601
-15	0.000587	0.394102621	-0.007521762	-1.26249828
-10	0.000337033	0.226278762	-0.008258185	-1.209890886
-7	-0.002358848	-1.58369345	-0.013602887	-1.864218035
-6	0.000427927	0.287303599	-0.01317496	-1.769092463
-5	-0.000125642	-0.084354332	-0.013300603	-1.751281128
-4	0.001422325	0.954926432	-0.011878278	-1.534768337
-3	-0.001169954	-0.785488582	-0.013048232	-1.655555977
-2	0.001048536	0.70397096	-0.011999695	-1.496037378
-1	-0.002390033	-1.60463086	-0.014389728	-1.763856274
0	-0.000715086	-0.480097621	-0.015104815	-1.821401851
1	0.001687205	1.132763255	-0.013417609	-1.59247042
2	-0.00016706	-0.112161205	-0.013584669	-1.587681226
3	-0.001581609	-1.061867734	-0.015166278	-1.746267537
4	0.000963212	0.646685422	-0.014203066	-1.611830288
5	-0.002147642	-1.441893515	-0.016350709	-1.829601682
6	0.001477265	0.991812555	-0.014873444	-1.641655003
7	-0.001607093	-1.07897692	-0.016480536	-1.794943437
10	0.001104583	0.741599608	-0.017375742	-1.821892074
15	-0.000407338	-0.273480195	-0.018868252	-1.867772456
20	-0.00226196	-1.518644753	-0.020068172	-1.886661352
25	0.000970397	0.651509608	-0.020406351	-1.830806987

해외합작투자의 이러한 약한 음의 초과수익률이 나타난 데 대해서 비교할 만한 연구는 미국 등에서도 거의 이루어지지 않았다. 다만, 미국내 기업들을 대상으로 한 합작투자의 효과에 관한 연구 등을 살펴보면 합작투자가 주주의 부를 증진시키는 것으로 평가받기 위해서는 무엇보다도 두 회사의 시너지 효과(synergy effect)가 기대되어야 한다고 보고 있다. 특히, 합작투자는 해외기업의 인수합병이나 신규설립과는 달리 진출기업이 경영권을 맘대로 행사할 수 없다. 따라서 합작투자의 성공여부는 인

수합병이나 신규설립에서처럼 기업이 가진 핵심역량보다도 자신이 가진 비교우위와 현지국기업이나 제 3국 기업이 현지국에서 갖는 또 다른 비교우위가 서로 합쳐져서 상승효과를 발휘하거나 보완효과를 누릴 수 있어야 한다는 것이다.

사실 한국기업의 경우도 선진국에 대한 합작투자는 현지기업이 지닌 기술이나 마케팅능력 등 핵심역량을 보완하고 시너지를 누리기 위한 경우가 많았다. 그러나 한국기업의 합작투자의 다수를 점유하고 있는 후진국에 대한 합작진출은 현지국 정부



〈그림 2〉 해외합작투자공시전후의 CAR

의 외국기업에 대한 차별을 피하거나 정치적 위험 등을 회피하기 위해서인 경우가 대부분인 것으로 보인다. 따라서 선진국 기업과의 합작을 통한 시너지 효과를 누리기보다는 합작투자를 통해서 주로 후진국에 진출하는 데 따르는 정치적, 경제적 위험을 회피하려고 하는 경우가 더 많다면 합작투자는 전반적으로 위험이 높은 것으로 간주될 수 있고 이에 따라 주가에 부정적인 반응이 나타날 수 있었을 것이다.

5.3 해외신규설립

마지막으로 해외신규설립공시를 전후한 기업의 가치변화를 살펴보기 위하여 역시 거래일 기준으로 -25일에서 부터 +25일간의 AR과 CAR을 산출하였다. 연구기간중 해외신규설립을 공시한 상장회사

는 131개였으나 이 중에서 outlier 3개가 제외되고 비제조업체가 제외되어 112개 기업이 분석대상으로 사용되었다. 〈표5〉와 〈그림3〉은 앞에서와 같은 요령으로 해외신규설립진출 공시일 전후의 AR과 CAR값 및 이에 대한 누적분포도를 정리한 것이다.

분석결과 해외신규설립진출 공시에 대한 주가반응은 특별한 결론에 도달할 만한의미있는 AR이나 CAR값을 보여주지 못하고 있다. 그림에서 보기에 전체적인 방향은 약간의 음의 초과수익률을 발생시키는 것으로 보이나 통계적으로 유의하지 못한 수준이다. AR값 상으로 통계적으로 유의한 것은 공시 전일과 당일 날의 음의 초과수익률 발생정도이고 CAR값 상으로는 통계적으로 유의한 초과수익률을 전혀 발견할 수 없었다. 따라서 해외신규설립이 주주의 부를 증가시키거나 감소시키는 의미있는 선택

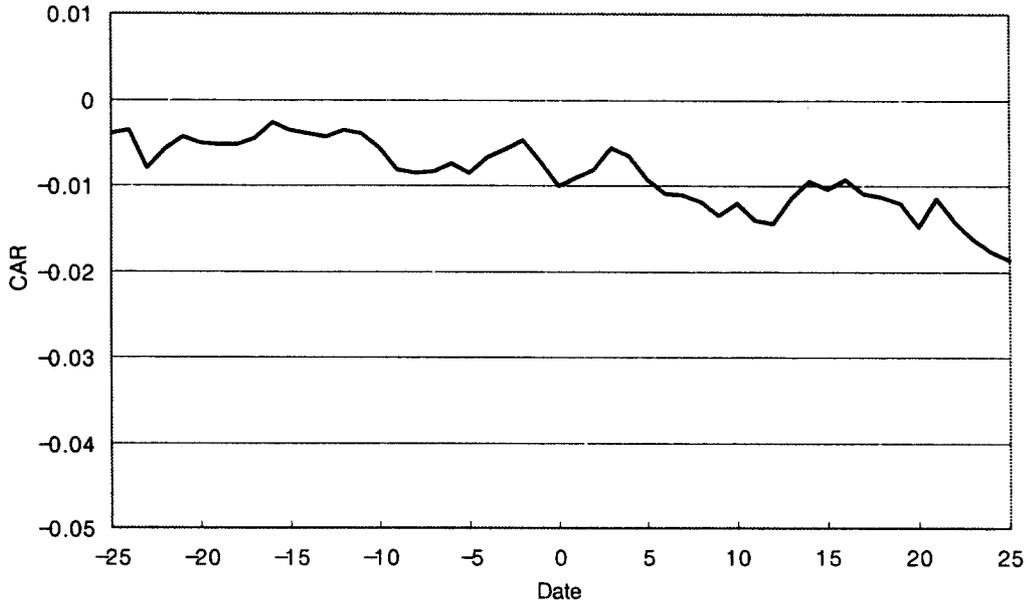
〈표 5〉 해외신규설립공시전후의 AR과 CAR

Date	AR	t-stat	CAR	t-stat
-25	-0.000304089	-0.191289244	-0.00394975	-1.014339679
-20	-0.000810107	-0.509602903	-0.005085688	-0.964590011
-15	-0.000941009	-0.59194748	-0.003563196	-0.560362682
-10	-0.001825402	-1.148280271	-0.005681438	-0.77989838
-7	0.000256107	0.16110578	-0.008290402	-1.06453364
-6	0.000805589	0.506760917	-0.007484813	-0.941673509
-5	-0.001066223	-0.6707143	-0.008551036	-1.054924742
-4	0.001868518	1.175402702	-0.006682518	-0.808998428
-3	0.000929286	0.58457292	-0.005753232	-0.683946788
-2	0.001159964	0.7296827	-0.004593268	-0.536552478
-1	-0.002657179	-1.671514597	-0.007250446	-0.832709564
0	-0.002693946	-1.694643644	-0.009944393	-1.123535652
1	0.000952661	0.599277108	-0.008991732	-0.999902845
2	0.000837339	0.526733451	-0.008154393	-0.892943731
3	0.002513571	1.581177636	-0.005640821	-0.608544477
4	-0.000799679	-0.503042746	-0.0064405	-0.684817728
5	-0.00289217	-1.819337182	-0.00933267	-0.978462249
6	-0.00153083	-0.962978294	-0.0108635	-1.123461874
7	-0.000239813	-0.150855535	-0.011103313	-1.133052926
10	0.001346259	0.846872496	-0.01209767	-1.188500105
15	-0.000833107	-0.524071195	-0.010288777	-0.954276571
20	-0.002817839	-1.772579212	-0.014820134	-1.305438667
25	-0.00100283	-0.630836632	-0.018661054	-1.568669954

으로 간주할 수 없었다.

해외인수합병이나 해외합작투자에 비해서 해외신규설립에 대한 부정적인 평가가 적은 것은 다음과 같이 해석된다. 무엇보다도, 해외신규설립을 추진하는 경우는 그 자체가 해외투자 대상국에 대한 위험부담이나 제도적 문제가 적은 나라들이 많았다. 따라서 합작의 경우처럼 상대국에 대한 국가적 위험이 크거나 인수합병의 경우처럼 사후적 문제의 발생소지 등 부정적인 요소가 상대적으로 적을 때 신규설립이 추진되는 것으로 생각된다. 또

한, 신규설립은 진출기업의 강한 현지경영의지와 자신감, 그리고 자본조달능력이 있음을 간접적으로 보여준다. 따라서 유달리 경영권에 깊은 애착을 가지고 있는 한국적 풍토에서 신규설립은 사실상 서구적인 관점에서 볼 때 주주들에게 가장 경제적으로 불리한 방식이 될 수 있음에도 불구하고 한국 주식시장에서는 별다른 부정적 반응을 보여주지 않았다.



〈그림 3〉 해외신규설립공시전후의 CAR

5.4 기타

해외직접투자의 세 가지 유형별로 기업가치의 변화를 테스트한 결과 해외기업인수합병에는 뚜렷한 음의 누적 초과수익률이 발생한 반면 합작투자나 신규설립의 경우에는 주가에 비정상적인 초과수익률을 발생한다고 볼 수 없었다. 앞의 결과들을 정리하는 의미에서 〈부록 2〉에는 앞의 세 가지 CAR 그래프를 함께 나타내 보았다. 전체적으로 누적 초과수익률이 음의 방향을 나타내고 있으나 해외합작투자나 신규설립의 경우 모두 그 크기가 인수합병에 비해 절반 정도에 그치고 있다는 것을 알 수 있다. 그렇다면 이들 세 가지 유형의 해외직접투자 공시에 따른 음의 누적초과수익률의 차이는 과연 유의한 수준인가? 이를 확인하기 위해서 다음과 같은 추가연구가설을 테스트하였다.

추가연구가설: 해외직접투자의 세 가지 유형에 공히 음의 초과수익률이 발생하였는데 그 값의 차는 통계적으로 유의한가?

$$(H_0: CAR_{MA} = CAR_{JV} = CAR_{GF})$$

해외인수합병, 해외합작투자, 해외신규설립이라는 세 가지 해외진출 방법에 대해 우리는 공히 음의 초과수익률이 발생하였음을 발견하였다. 그러나 해외인수합병이 통계적으로 매우 유의한(99% 이상) 음의 초과수익률을 발생시킨데 비해 해외합작투자는 95% 유의 수준에 겨우 다달은 상태이고, 해외신규설립의 경우는 통계적으로 유의하지는 않으나 음의 초과수익률을 보여주고 있다. 따라서 우리는 이 세 가지 유형에 따라 평균적으로 주가의 반응에 차이가 뚜렷이 있다고 말할 수 있는지를 통계적으로 확인하고자 한다.

〈표6〉은 추가연구가설에 대한 테스트 결과이다. 여기에서 사용된 Tukey's test는 전체표본의 평균 및 각 그룹의 평균값과(μ)의 표준편차값을 산출하여 두 그룹간의 평균값의 거리가 표준편차에 비해 유의할 정도로 떨어져 있는지를 측정함으로써 두 그룹의 동일성 여부를 테스트하는 통계값이다(Stevens (1986) 참조). 테스트 결과, 위의 연구가설들을 부정할 만한 통계량을 발견할 수 없었다. 따라서 해외직접투자의 유형에 따라 다소 다르게 나타난 음의 초과수익률 값은 통계적으로 인정할 만큼 뚜렷한 차이는 아닌 것으로 판명되었다.

마지막으로 아래 〈그림 4〉는 세 가지 진출유형에 구분 없이 해외직접투자라는 공시가 갖는 일반적인 효과를 테스트한 것이다. 물론 각각의 유형별로 나

타나는 주가반응이 상반될 경우에는 이러한 일반화(generalized)시킨 검증은 그 의미가 없는 것이 될 수도 있으나 전체적인 해외직접투자 공시에 대한 반응을 점검해 본다는데 의의가 있다. 예상대로 전체해외투자공시를 대상으로 한 〈그림 4〉의 그래프는 통계적으로 의미가 없는 매우 약한 음의 누적 초과수익률을 보이고 있다. 이는 앞에서 이미 살펴본 대로 해외직접투자의 방식으로 합작투자나 신규설립이 대다수를 차지하고 있으며 이 두 가지 방식에 의한 해외직접투자가 통계적으로 유의하지 않은 음의 누적초과수익률을 보인데 따른 당연한 결과이기도 하다. 따라서, 전반적으로 우리나라 기업의 해외직접투자는 내부화이론, 다국적영업망 이론이나 국제포트폴리오 이론이 언급하는 긍정적인 해외진

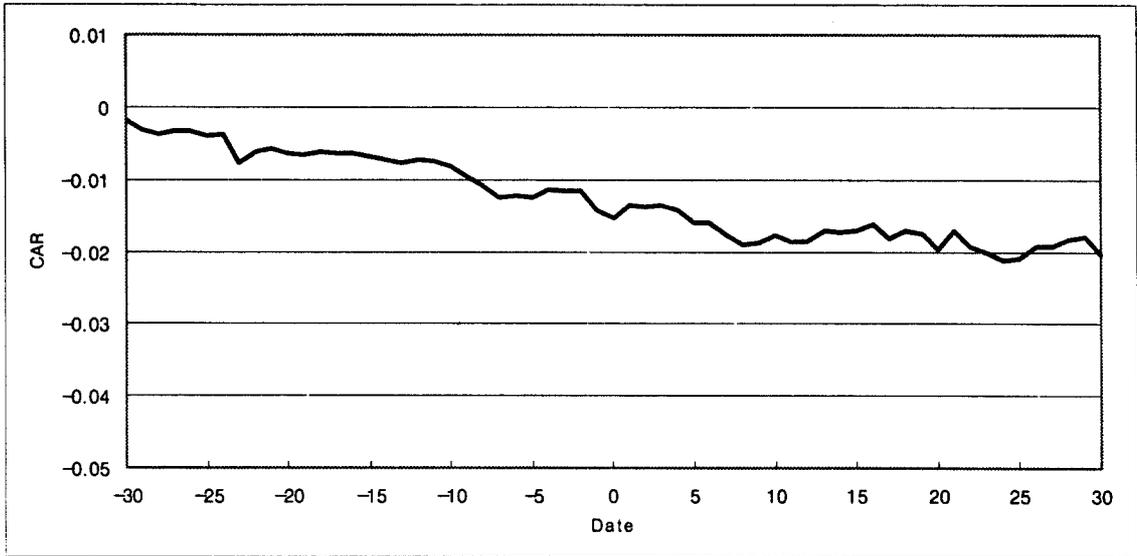
〈표 6〉 Tukey's test 결과

General Linear Models Procedure
 Tukey's Studentized Range (HSD) Test for variable: CAR10

Alpha= 0.05 Confidence= 0.95 df= 295 MSE= 0.004078
 Critical Value of Studentized Range= 3.331

Comparisons significant at the 0.05 level are indicated by '****'

CAT Comparison	Simultaneous	Difference Between Means	Simultaneous
	Lower Confidence Limit		Upper Confidence Limit
2 - 1	-0.018000	0.000807	0.019615
2 - 0	-0.018589	0.010263	0.039116
1 - 2	-0.019615	-0.000807	0.018000
1 - 0	-0.018445	0.009456	0.037357
0 - 2	-0.039116	-0.010263	0.018589
0 - 1	-0.037357	-0.009456	0.018445



〈그림 4〉 해외투자 공시전체에 대한 CAR그래프

출 효과를 충분히 누리지 못하는 것으로 나타났다.

VI. 결 론

본 연구에서는 지난 10여년간의 한국기업의 해외 직접투자의 특성과 전개상황을 조사해서 정리하였고, 주식시장의 효율성을 전제로 각각의 투자유형에 대한 기업가치의 변동여부를 측정해보았다. 분석결과 한국기업의 투자대상지역은 동남아가 가장 큰 비중을 차지하며 진출유형으로는 합작투자를 통한 해외진출이 대다수를 차지하는 반면 아직까지 선진국기업들에게 가장 많이 사용되는 M&A등에 의한 진출은 적었다. 또한, 해외직접투자 공시에 대한 실증연구결과, 해외인수합병에 의한 해외진입은 유의한 음의 초과수익률을 보였는데 이는 한국기업들이

전반적으로 해외에서 기업을 인수합병 하여 경영할 만한 글로벌 경영능력과 핵심적인 내부자산을 보유하지 못하고 있음을 반증하는 것으로 보인다. 더불어 해외합작투자에서도 약한 음의 초과수익률 발생하였는데 이는 한국기업의 해외합작투자가 대부분 위험이 높은 후진국에 대한 해외직접투자에서 이루어졌다는 사실과 관련이 있을 것으로 생각된다. 다만, 해외신규설립진출의 경우 별다른 주주의 부의 변화가 일어나지 않아서 상대적으로 투자자들의 부정적인 반응이 적은 것으로 나타났다. 전반적으로 한국기업의 해외직접투자는 선진국의 연구결과와는 반대로 주주의 부에 긍정적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났으며 이는 아직까지 한국기업들이 투자자들로부터 해외직접투자를 통한 긍정적 효과를 누릴만한 해외경영능력을 인정 받지 못하고 있기 때문인 것으로 풀이된다. 마지막으로 본 연구는 단순히 한국기업의 해외직접투자 유형에 따라 주주

의 부에 미치는 영향을 분석하는데 연구의 폭(scope)을 한정하였다. 따라서, 향후에는 해외직접투자의 유형이나 주가반응의 폭을 결정짓는 요인(factor)을 추정하는 연구, 그리고 인수기업과 피인수기업간의 관계(수평 또는 수직등)나 직접투자대상의 기업별, 산업별 성격에 따라 결과가 어떻게 달라지는가 등을 구분하는 연구등 본 연구의 한계점을 뛰어넘는 심도깊은 연구가 이루어지기를 기대한다.

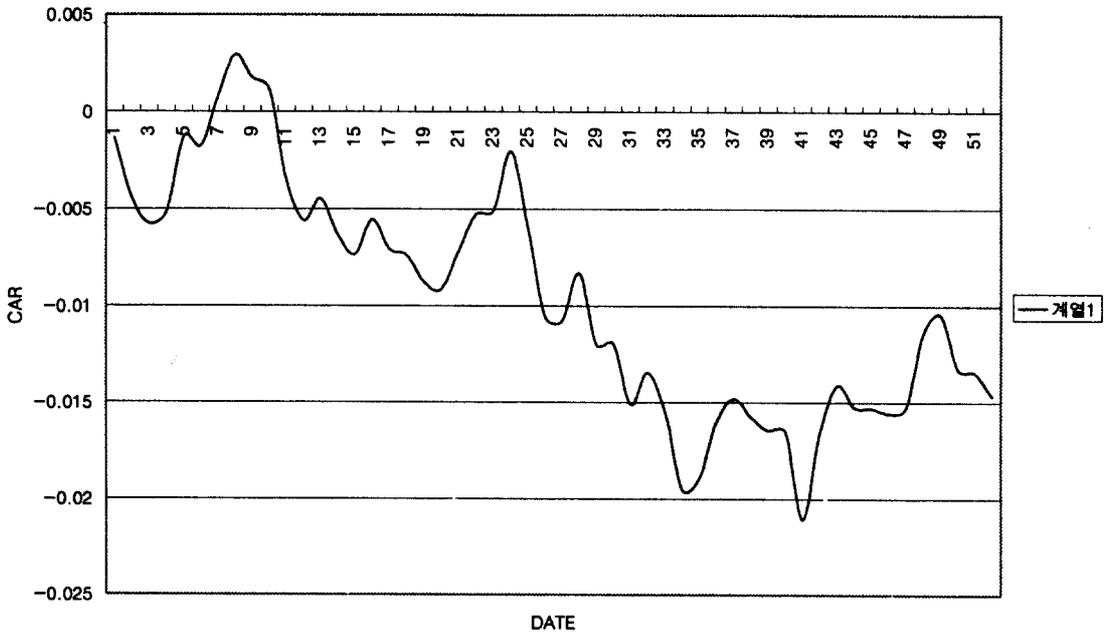
참 고 문 헌

- 강호상·성용모, 한국기업의 해외기업인수가 주주부에 미치는 영향, 「경영학연구」, 제 23권 3호, 1994, pp.23-51.
- 왕윤중, 「M&A형 직접투자에 관한 연구」, 대외경제정책연구원, 정책연구, 96-11호, 1996년 12월.
- 유승훈, 한국제조기업의 완전소유 해외직접투자가 주주부에 미치는 영향, 「국제경영연구」 제 6 권, 1995년.
- 정형찬, 해외기업인수의 전략적 의의 및 주가에 미치는 영향, 「재무관리연구」 9권 2호, 1992, pp 271-293
- 한국수출입은행, 국제인수·합병 핸드북, 해외투자연구소 연구총서, 1990년
- 한국수출입은행, 수은조사월보 1998년 각 호
- 한국은행, 최근 해외직접투자 동향에 대한 평가와 향후 과제, 조사연구자료 97-4, 1997년 3월.
- Adler, M. and B. Dumas, "International Portfolio Choice and Corporate Finance: A Synthesis", *Journal of Finance*, Vol. 38, 1983, pp. 925-984
- Agmon, T. and D. R. Lessard, "Investor Recognition of Corporate International Diversification", *Journal of Finance*, Vol. 32, 1977, pp.1049-1055.
- Brown, S. J. and J. B. Warner, "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, 1985, pp.3-31.
- Cave, R. "International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment, *Economica*, Vol. 38, 1971, pp. 1-27.
- Chen, H., M. Y. Hu and J. C. Shieh, "The Wealth Effect of International Joint Ventures: The Case of U.S. Investment in China", *Financial Management*, Winter 1991, pp. 31-41.
- Chung, I. Y., K. J. Koford and I. Lee, "Stock Market Views of Corporate Multinationalism: Some Evidence from Announcements of International Joint Ventures", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 33, 1993, pp. 275-293.
- Denekamp, J. G., "Intangible Assets, International and Foreign Direct Investment in Manufacturing", *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, 1995, pp. 493-504.
- Desai, A. S., Dukas, S. and A. M. Fatemi, "The Valuation Effect of Transnational Acquisitions: Evidence from Pacific Basin Region", unpublished manuscript, Academy of International Business Annual Conference Proceedings, November 1995.
- Doukas, J. and N. G. Travlos, "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions", *Journal of Finance*, December 1988, pp.1161-1175.
- Dubin, Michael, Foreign Acquisition and the Growth of the Multinational Firm, Ph. D. Dissertation, Harvard Business School, 1976.
- Eun, C. S., R. Kolodny, and C. Scherga, "Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth: Test of the Synergy Hypothesis", unpublished manuscript, Academy of International Business Annual Conference Proceedings, November 1995.
- Fama, E. F., L. Fisher, M. Jensen, and R. Roll, "The Adjustments of Stock Prices of New

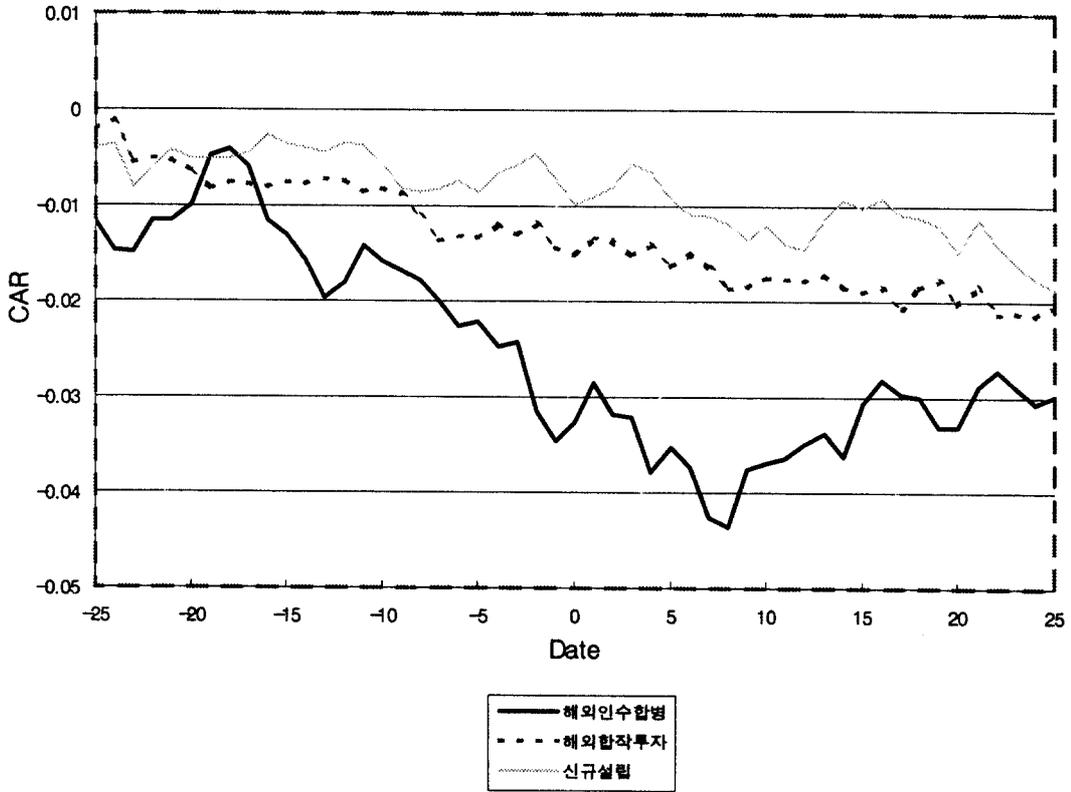
- Information", *International Economic Review*, Vol. 10, February 1969.
- Fatemi, A. M., "Shareholder Benefits from Corporate International Diversification", *Journal of Finance*, Vol. 39, 1984, pp. 1325-1344.
- Gatingon, H. and E. Anderson, "The Multinational Corporation Degree of Control over Subsidiaries: An Empirical Test of a Transaction Cost Explanation," *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 4, 1988, pp. 305-306.
- Gomes-Casseres, B., "Ownership Structures of Foreign Subsidiaries: Theory and Evidences," *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 11, 1989, pp.1-25.
- Grubel, H. G., "Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows", *American Economic Review*, December 1968, pp. 1299-1314.
- Grubel, H. G., "A Transaction Costs Theory of Equity Joint Ventures," *Strategic Management Journal*, Vol. 9, 1988, pp. 361-374.
- Hennart, J. and Y. R. Park, "Location, Governance and Strategic Determinants of Japanese Manufacturing Investments in the United States," *Strategic Management Journal*, Vol. 15, 1994, pp. 419-436.
- Kang, J. K., "The International Market for Corporate Control: Mergers and Acquisitions of U.S. firms by Japanese firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, 1993, pp. 345-371.
- Kogut, B. "Foreign Direct Investment as a Sequential Process", in Kindieberger and Andretsch (ed.), *The Multinational Corporations in the 1980s*, The MIT Press, Cambridge, MA 1983, pp. 38-56.
- Kogut, B. and H. Singh, "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode," *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, 1988, pp. 411-432.
- Lang, L. and E. Ofek, "Why Do Firms Invest in Eastern Europe?", *European Financial Management*, Vol. 1, 1995, pp. 147-171.
- Magee, S. "Information and Multinational Corporation: An Appropriability Theory of Direct Foreign Investment", in J. Bhagwati (ed.), *The New International Economic Order*, The MIT Press, Cambridge, MA 1976, pp. 317-340
- McConnell, J. J., T. J. Nantell, and C. J. Muscarella, "Corporate Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", *Journal of Financial Economics*, Vol 14, 1985, pp. 399-422
- Mikhail, A. D. and H. A. Shawky, "Investment Performance of U.S. based Multinational Corporations", *Journal of International Business Studies*, Vol. 10, 1979, pp. 53-66.
- Mork, R. and B. Yeung, "Internationalization: An Event Study Test", *Journal of International Economics*, Vol. 33, 1992, pp. 41-56.
- Penrose, E., *The Theory of the Growth of the Firm*, Blackwell, Oxford, 1959.
- Saudagaran, S. M., "An empirical study of selected factors influencing the decision to list on foreign stock exchanges", *Journal of International Business Studies*, Spring 1988, pp. 101-127.
- Wilson, B., "The Propensity of Multinational Companies to Expand through Acquisitions," *Journal of International Business Studies*, Vol. 11, 1980, pp. 59-65.
- Zejan, M., "New Ventures or Acquisitions: the Choice of Swedish Multinational Enterprises," *Journal of Industrial Economics*, Vol. 38, 1990, pp. 349-355.

〈부록 1〉 해외기업인수합병 공시에 따른 CAR 그래프 (비제조업포함)

M&A전체에 대한 CAR



〈부록 2〉 해외투자유형에 따른 CAR변화추이 비교 그래프



The Relationship between Foreign Entry Mode and Value of Korean MNEs

Young Kyu Park*

Abstract

This study investigated the relationship between Korean multinational enterprises' (MNE) foreign entry modes and the change in the stock prices of the underlying firms. MNEs can establish a foreign subsidiary in the form of either greenfield investment, joint venture, or M&A. The opportunities and risks involved in the each form of foreign entry mode vary, and the initial success of foreign entry depends on the choice of right entry modes. Korean firms have had a short history of foreign direct investment and it is researcher's main interest that which type of foreign entry format brought most positive evaluation from the investors and shareholders. The study found that stock market showed statistically significant negative abnormal return in response to the foreign M&A by Korean MNEs. Furthermore, joint venture format resulted in negative abnormal return, but without statistical significance. On the other hand, the greenfield investment format seems to have almost no impact on the underlying securities prices. This result explains the difficulties involved in foreign M&As which is well proven to be the case for many Korean M&As. Besides, it is found that Korean firms' foreign direct investment in general seem to bring a negative reaction in the stock prices. This supports the proposition that investors consider Korean MNE's do not possess competitive advantages and international management skills to succeed in the foreign direct investment yet.

Key Words : Entry Mode, Shareholder' Wealth, M&A Greenfield Investment, Joint Venture

* Associate Professor, Chung-Ang University, School of Business, Ansung-shi Daeduk-Myun, Kyunggi-do 456-756