

국제합작기업 파트너간 지분인수에 영향을 미치는 요인: 실물 옵션 관점의 연구

이동기

서울대학교 경영대학 교수
(rheedong@snu.ac.kr)

김명숙

삼성전자 글로벌마케팅연구소
(roselet@hanmail.net)

해외 시장 진입 방식에 있어 국제 합작 투자가 차지하고 있는 비중이 점점 높아져 가고 있다. 그러나 양 파트너가 소유와 통제를 공유하는 합작 투자 형태가 끝까지 지속되기보다는 한쪽 파트너가 상대 파트너의 보유 지분을 인수함으로써 경영권을 획득하거나 더 나아가 단독 투자 기업으로 전환하는 현상이 두드러지게 증가하고 있다. 본 논문에서는 합작 투자 기업을 불확실성에 대한 방어 및 활용 메커니즘으로 파악하는 실물 옵션 관점을 도입하여 이러한 지분 인수 발생의 원인, 시기 및 과정에 대해 설명을 시도하였다. 또한 국내 제조업에 설립된 국제 합작 기업을 대상으로 사건사 분석 방법(Event History Analysis)을 도입한 실증 분석을 통해 이론적 설명과 함께 실증적 뒷받침을 제공하고자 하였다.

실증분석 결과 합작투자기업은 투자안과 관련된 내, 외부의 불확실성으로 인해 위험이 큰 상황에서는 상호 보완적인 자원을 제공할 수 있는 파트너와 합작 투자를 함으로써 위험을 줄이고, 합작 기업에 내재된 불확실성이 해소되어, 합작기업의 가치가 높을 때(성장성과 수익성 증가) 상대 파트너의 지분을 인수하는 실물 옵션으로서의 성격이 존재한다는 것이 입증되었다. 또한 양 파트너 간 지분 거래는 협상을 수반하기 때문에 수익성과 성장성의 결과가 일치할 경우보다는 불일치할 경우 합작 자산 가치에 대한 양 파트너의 평가가 다를 가능성이 높아, 지분 거래가 성사될 가능성이 높은 것으로 나타났다. 마지막으로 외국인 파트너와 국내 파트너 입장에서 각각 지분 인수에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과 외국인 파트너는 수익성이 높을 때, 국내 파트너는 성장성이 높을 때 상대 파트너의 지분을 인수할 가능성이 높음을 보여 주었다.

주제어: 국제 합작 투자, 실물 옵션 이론, 지분 인수, 불확실성, 수익성, 성장성

1. 서론

1.1 연구의 목적

투자규모의 대규모화와 보완적인 자산의 필요성 등의 요인에 의하여 해외 시장 진입 방식 중 국제 합작 투자가 차지하고 있는 비중이 점차 증가하고

있다(Anderson, 1990; Geringer & Herbert, 1991). 그러나 양 파트너가 소유와 통제를 공유하는 합작 투자 형태가 끝까지 지속되기보다는 한쪽 파트너가 상대 파트너의 지분을 인수함으로써 경영권을 획득하거나 더 나아가 단독 투자 기업으로 전환하는 현상이 두드러지게 증가하고 있다(Hennart, Kim & Zeng, 1998; Reuer, 1998). 합작 투자 기업에서 양 파트너의 보유 지분은 전략적, 관리적

통제를 수행하는 핵심적 수단이므로(Child & Yan, 1999), 합작기업 내 지분 구조의 변화는 합작 기업에 대한 경영권과 통제권의 변화를 초래한다는 측면에서 합작 파트너 및 양 파트너의 모 기업에게 중요한 의미를 가진다. 또한 합작 기업에 관한 여러 연구 분야 중에서 합작 기업의 동태적 진화에 관한 연구가 상대적으로 부족하여(Parkhe, 1993) 이에 대한 연구는 이론적으로나 실무적으로 큰 의의를 가지고 있다.

합작 기업 내 파트너 사이의 지분 거래에 관한 연구는 양 파트너의 협상력 구도의 변화에 따라 강한 협상력을 보유한 파트너가 상대방의 지분을 인수할 것으로 예측하는 협상력 관점의 연구가 주를 이루었다. 이러한 연구들은 자원 거점론의 관점에서 파트너 간 자원 제공(Blodgett, 1992; 김택권, 박영렬 & 송상철, 2000), 조직 학습의 관점에서 학습 능력의 차이(Hamel, 1991; Inkpen & Beamish, 1997), 적합성 관점에서 성과에 대한 기여도의 차이(이동기, 김명숙 & 조영근, 2001; Yan & Gray, 1994) 등이 양 파트너의 협상 구도에 변화를 가져와 지분 구조 변동을 유발할 수 있음을 제시하고 있다.

그러나 기존 협상력 관점의 연구들은 합작 기업 내 양 파트너 간 지분 거래가 발생한다는 것을 전제로 어느 파트너의 지분이 증가할 것인가에 대한 이론적인 방향성을 제시해 주고 있지만, 근본적으로 합작 기업 내에서 이러한 지분 거래가 왜, 어떠한 상황에서 발생할 것인가에 대해서는 설명이 부족하다. 합작 기업 내 한쪽 파트너에 의한 상대 파트너의 지분 인수 현상에 대한 전략적 함의를 도출하기 위해서는 이러한 지분 인수의 근본 원인과 과정에 대한 이해가 선행되어야 한다. 본 연구에서는 M&A 형 합작 투자를 대상으로 논의가 전개되어

온 실물 옵션 이론(Real Option Theory)을 신규 설립 합작투자자로 확대 적용함으로써 합작 기업이 단독 투자 기업으로 전환되는 현상의 근본 원인, 시기 및 지분 인수 과정에 대해 설명하고자 하였다.

또한 실물 옵션 이론은 이론과 실증 사이에 상당한 갭이 존재하여, 이론의 현실 적용 가능성에 대한 실증 연구의 필요성이 높다(Reuer, 2000). 특히 신규로 설립된 합작투자 기업의 경우에는 합작 기업 내 한쪽 파트너에 의한 상대 파트너의 지분 인수 조항이 합작 당시 계약서에 명시된 경우보다는 그렇지 않은 경우가 더 많기 때문에(Chi, 2000), 합작 파트너 간에 발생하는 지분 거래를 보다 명확히 이해하기 위해서는 이에 대한 실증적 검증이 뒷받침되어야 한다.

따라서 본 연구에서는 1)실물 옵션 관점을 도입하여 합작 파트너 간 지분 거래가 발생하는 원인과 시기 및 과정을 설명하고, 2)사건사 분석 방법(Event History Analysis)을 도입하여 이에 대한 엄밀한 실증 분석을 시도하였다. 외국인 직접 투자가 투자 금액 및 투자 건수 면에서 활발하였던 1985년에서 1989년 기간 중 국내 제조업에 진출한 합작 투자 기업을 대상으로 이 기업들의 2000년까지의 진화 과정을 관찰하여 분석 자료로 삼았다.

1.2 연구의 구성

본 연구는 다음과 같은 구성을 따른다. 서론에서는 연구의 의의 및 연구의 구성을 제시하였다. 제 2장에서는 실물 옵션 이론, 실물 옵션으로서의 합작 투자 기업 및 합작 기업 내 양 파트너간의 지분 거래 과정에 대한 이론적 고찰을 통해 합작 기업 내 지분 거래에 대한 설명을 제시하였다. 제 3장은 연구가설 부분으로서 지분 거래 시기와 과정, 지분

거래 결과와 관련된 가설을 제시하였다. 제 4장에서는 자료 수집 및 분석 방법을 제시하였고 제 5장에서는 분석 결과를 제시하였다. 마지막 결론부에서는 연구를 통한 시사점과 향후 연구의 방향을 제시하였다.

II. 합작기업 내 파트너 간 지분거래

2.1 실물 옵션 이론

2.1.1 실물 옵션의 정의 및 적용

실물 옵션 이론에 의하면 투자 안의 가치는 투자 안으로부터 창출되는 할인 현금 흐름과 투자로 인해 얻을 수 있는 미래 성장 기회 획득의 가치로 나누어질 수 있다(Myers, 1977). 실물 옵션은 미래의 실물 자산에 대한 투자 기회에 대해 제 3자보다 유리한 입지를 보장해 주는 현재의 투자로서 투자자에게 미래 투자에 대한 권리는 제공하지만, 의무는 지우지 않는다는 점에서 옵션의 성격을 가진다(Herath & Park, 2002). 실물 옵션이론에 의하면 신기술 개발 투자는 현재 획득 가능한 현금 흐름은 작지만, 현재의 투자가 성공할 경우 성장 기회에 대해 제 3자보다 유리한 투자 입지를 확보할 수 있고, 투자 결과가 실패로 판명 날 경우에는 대규모 투자를 유보 혹은 철회할 수 있기 때문에, 투자 위험은 현재의 소규모 투자에 제한된 반면 성장 기회의 가치는 무한대인 콜 옵션과 같다는 것이다(Herath and Park, 2002; Miller & Park, 2002). 실물 옵션 이론은 투자 위험이 큰 연구 개발 프로젝트, 불확실성이 높은 신규 시장

진출, 해외 시장 진입, 진출 형태로서 합작 기업 등으로 그 적용 범위를 넓혀 왔다.

이러한 실물 옵션의 관점은 외부의 자산 혹은 기업 인수에도 적용될 수 있는데 일본의 대기업 계열 벤처 캐피탈 회사들이 신기술 확보를 위해 미국의 중소 벤처기업에 소규모 투자를 한 후 기술 개발 성공 및 기술의 상용화에 대한 불확실성이 제거되면, 대규모 투자를 행하거나 해당 기업의 지분을 인수하는 행태를 대상으로 이론이 전개되어 왔다. 이러한 인수의 경우에는 처음부터 전체를 인수하는 것이 아니라, 소규모 인수를 통해 위험을 제한하면서 인수 대상의 가치평가에서 제 3자보다 유리한 입지를 점하고, 수익성 혹은 성장성 측면에서 인수 대상의 가치가 확인될 경우 전체를 인수하는 형태를 가지게 된다(Hurry, Miller & Bowman, 1992).

한편 실물 옵션 이론은 신규 합작 투자와 같이 초기에는 신규투자의 성격을 지니고, 합작 설립 이후 인수의 성격을 가지게 되는 경우에도 적용될 수 있다. 신규 합작 투자의 경우에는 위험이 높은 상황에서 투자 금액을 양 파트너가 부담함과 동시에 파트너의 보완적 자산 유입에 의해 자원 투입량 자체를 줄일 수 있다(Kogut, 1991). 따라서 투자 위험을 소규모 초기 투자로 제한하며, 이후 투자 기회의 전개 양상에 따라 대규모 투자를 여부를 결정한다는 측면에서는 신규 투자안의 성격을 지닌다. 이후 합작 과정에서 합작 기업과 관련된 불확실성이 제거되어 합작 기업의 자산 가치가 높아지는 시점에서 상대 파트너의 지분을 인수한다는 측면에서는 인수의 성격을 지닌다. 이상을 정리하면 실물 옵션은 그 적용 대상에 따라 1)신규투자, 2)인수, 3)신규투자+인수의 유형으로 나뉘어지며 금융 옵션과 비교하면 다음과 같다.

〈표 1〉 실물옵션과 금융옵션의 비교

	옵션 적용	기초 자산의 가치	옵션의 가격(P)	행사 가격(X)	만기	옵션의 가치 (0, S-X)	적용 예
Type1	신규 투자	NPV+현재투자로 획득 가능한 기회 가치	현재의 투자액	미래 투자 금액	기회 상실 시점	옵션의 가치 [0, (NPV+성장기회 가치)-미래투자금액의 할인현가]	1) R&D 투자 2) 신규사업 3) 해외시장진출
Type2	인수	상동	상동	협상가	상동	상동	M&A 형태의 합작 기업
Type3	신규+인수	상동	상동	협상가	상동	상동	신규 합작기업 설립

2.1.2 실물 옵션의 성립

실물 옵션상의 옵션은 금융 옵션과 같이 계약서에 옵션 가격, 행사시기, 행사 가격 등이 명확히 정의된 것이 아니기 때문에 초기의 투자가 미래의 성장 기회에 대해 제 3자 보다 접근이 유리할 경우에만 옵션으로서의 가치를 지닌다(Bowman & Hurry, 1993). 초기의 소규모 투자가 투자기회의 획득에 있어 경쟁자 보다 유리한 입지를 점할 수 있게 해 주는 조건은 1)투자안에 대한 학습을 통해 핵심 역량을 구축하거나, 2)피투자자와의 우호적인 관계를 유지함으로써 인수를 용이하게 해주거나(Hurry, Miller & Bowman, 1992), 3)신규 시장에 대한 초기 진입자로서의 이미지를 구축할 수 있는 경우이다(Hurry, 1994). 정리하면 초기의 소규모 투자를 통해 역량 및 학습의 축적이 이루어져 미래 성장 기회에 대한 유리한 접근이 가능해 진다면 초기 투자금액으로 위험이 제한된 콜 옵션(call option)과 유사하다(Bowman & Hurry, 1993).

2.1.3 실물 옵션의 행사시기

금융 옵션에서는 기초 자산이 현금흐름을 발생시키지 않는다면 만기일까지 콜 옵션을 행사하지 않는 것이 유리하다(Merton, 1973: Theorem 2). 옵션 보유의 가치는 0 또는 무한대이기 때문에 만기일까지 옵션을 보유하고 있는 것이 옵션을 행사하여 기초 자산을 취득하는 것보다 더 높은 가치를 지니기 때문이다(Folta & Miller, 2002). 실물 옵션의 경우에도 투자 안이 배당 등의 수익을 가져오지 않고, 추가 투자에 대한 학습이 필요한 상황에서는 투자옵션의 행사를 최대한 미루는 것이 유리하다(Hurry, 1993).

실물 옵션은 만기가 정해져 있지 않지만 경쟁자의 선점적 행동 등에 의해 옵션 행사가 종결될 수 있다(Hurry, 1994). 옵션의 행사를 촉진시키는 시장의 시그널은 두 종류가 있다(Hurry, 1993; Hurry, Miller, & Bowman, 1992; Kogut, 1991). 첫 번째는 불확실성의 제거 등 기회의 도래를 알리는 신호이며 두 번째는 경쟁자에 의한 기회의 선점 등 기회의 종결을 의미하는 만기의 신호이다. 기회의 도래를 알리는 신호가 필요조건이라면 만기의 도

래를 알리는 신호는 실물 옵션 행사의 충분조건이 된다(Hurry, 1993; Hurry, Miller, & Bowman, 1992). 옵션 만기의 신호가 발생할 경우를 제외하고는 학습 혹은 정보의 도달로 투자 기회에 대한 불확실성이 제거되는데 시간이 걸리는 경우는 옵션의 행사를 늦추는 것이 유리하다.

2.2 실물 옵션으로서의 합작 투자 기업

실물 옵션(real option)으로서의 합작 투자는 시장의 불확실성에 대한 방어 및 활용 메커니즘으로서, 새로운 시장에의 진출과 같이 위험이 높은 투자에 있어서는, 단독 투자 기업에 비해 위험을 줄이면서도 미래의 불확실성이 해소되면 상대 파트너의 지분을 인수함으로써 단독으로 성장 기회를 획득할 수 있다고 본다(Reuer, 2000).

새로운 시장 진출, 기술 개발 투자 등 불확실성이 높은 투자 안에 대해서 앞선 투자를 통해 정보를 획득하고 선점 효과를 누림과 동시에 시장이 성숙하거나 기술 개발의 성공이 확실해 질 때까지 대규모 투자를 유보함으로써 위험을 회피할 수 있는 장점이 있다. 합작 경영을 통해 상대 파트너가 제공하는 자산에 대한 학습이 이루어지면, 파트너의 지분을 인수하여 단독으로 경영을 하는 것이 가능하다. 또한 파트너의 지분을 인수하면서, 상대방의 물리적 제공 자산은 기업 내에 그대로 남게 되므로 기업 경영을 위한 자산을 따로 구축할 필요가 없는 장점이 있다(Kogut, 1991).

합작 투자는 기존의 기업을 인수하는 형태와 신규로 기업을 설립하는 형태로 나누어진다. 기존 기업을 인수하는 형태의 합작은 기본적으로 기업 전체의 인수를 목표로 하나, 기업 가치에 대한 불확실성 때문에 부분만을 인수한 후 기업 가치에 대한

불확실성이 해소되면 전체를 인수하는 형태로 미래의 기회를 획득하는 것으로 볼 수 있다. 반면 새로운 합작 기업을 설립하는 것은 투자에 필요한 자원을 파트너와 분담함과 동시에 양 파트너가 보완적인 자산을 제공함에 따라 전체적인 투자 부담을 줄이는 장점이 있다(Kogut, 1991). 위험이 높은 신규 시장 진출 시, 기업은 투자에 필요한 모든 자산을 갖추기가 힘들기 때문에 이러한 상황에서 합작 기업을 선택하는 것이 더욱 의미가 있다.

한편 기업 설립 시점부터 실물 옵션의 관점에서 합작 기업을 설립할 수도 있지만, 외국인 지분에 대한 규제 등으로 합작 기업을 선택할 수밖에 없었던 경우에도 실물 옵션 관점의 적용이 가능하다. 합작 기업 설립 당시에는 실물 옵션의 관점에서 합작 투자를 선택하지 않았다 할지라도 합작 파트너가 1)제휴 관계 내에 내재되어 있는 그림자 옵션(shadow option)을 인식하고, 2)소규모의 수동적인 투자를 통해 옵션을 행사 가능한 상태로 유지하다가, 3)옵션의 행사시기를 알리는 시그널이 나타나면 인수 옵션을 행사하여, 수동적인 투자에서 벗어나 적극적인 확장을 추구하는 전략을 채택하는 경우에는 실물 옵션의 관점이 도입될 수 있다(Bowman & Hurry, 1993; Kogut, 1991).

실물 옵션 이론은 단독 투자 기업이 합작 투자 기업 보다 거래비용 감소 측면에서 우월한 형태라는 것을 암묵적으로 가정하거나, 최소한 기업들이 합작 기업보다는 단독 투자 기업을 선호한다는 것을 가정하고 있다. 이러한 가정 하에서는 투자 위험을 감소시키기 위하여 합작 투자 기업을 선택하였으므로, 합작 기업과 관련된 불확실성이 제거될 경우 단독 투자 기업으로 전환하려 한다는 것이다.

2.3 합작 기업 내 지분 거래

2.3.1 지분 거래 시점

실물 옵션 이론에 의하면 성장 기회의 도래, 수익성의 증가 등 합작 기업을 둘러싼 불확실성이 해소되어 합작 기업의 자산 가치가 높아질 때 합작 파트너가 상대방의 지분 인수를 추구하게 된다. 이에 대해 코гут은 합작 기업의 가치가 합작 초기에 예상했던 가치(base rate forecast)보다 높아지는 시점에서 파트너 간 지분 거래가 발생한다고 주장하였다(Kogut, 1991). 합작 파트너 간 지분 거래가 발생하기 위해서는 인수를 원하는 파트너의 제시 가격이 상대 파트너의 합작기업에 대한 평가보다 같거나 높아야 한다.

적어도 한쪽 파트너의 관점에서 합작 기업과 관련된 불확실성의 해소에 따른 합작 기업 자산 가치의 증가가 지분 거래 발생의 필요조건이라면(Hurry, 1993; Hurry, Miller, & Bowman, 1992) 경쟁자에 의한 기회의 선점 등 기회의 종결을 의미하는 만기의 신호는 충분조건이 된다. 상대 파트너로부터의 지식 습득 혹은 합작 기업 운영에 대한 학습이 진행되고 있는 경우에는, 지분인수를 통해 파트너의 물리적 자산은 그대로 존재한다고 하더라도 상대 파트너가 말았던 기능과 통제를 인수하는 것이므로 이에 대한 학습이 충분히 이루어져야만 독자적인 운영이 가능하므로 지분 인수를 늦추는 것이 유리하다. 따라서 불확실성 해소에 따른 합작기업 자산 가치 증가와 더불어 기회의 종결을 의미하는 만기의 신호가 함께 충족되어야만 실제로 지분 인수가 발생할 것이다.

상대 파트너 지분 인수에서 기회의 종결 또는 만기로 인식될 수 있는 상황은 지분 인수를 늦추는

것이 기회비용을 발생시켜 잠재적인 합작기업의 가치를 감소시키는 경우이다(Folta & Miller, 2002). 이러한 기회비용은 1)합작 기업의 수익성이 높으나 이익 처분에 갈등이 있는 경우, 2)성장 기회에 대한 양 파트너 간의 평가 차이로 인해 성장 기회에 대한 투자가 늦어짐으로써, 성장 기회가 높다고 판단한 파트너 입장에서 성장 기회를 상실하게 되는 경우에 발생한다(Folta & Miller, 2002).

정리하면 합작 기업의 가치가 높아져 상대 파트너의 지분을 인수하고자 하는 욕구가 높아진 상태에서(필요조건 충족), 상대 파트너의 지분 인수를 미루는 것이 기회비용을 발생시키는 경우(충분조건 충족)에 지분을 인수하고자 하는 시도가 발생하고, 합작 기업의 자산에 대해 더 높은 가치를 부여하는 파트너에 의해 지분 인수가 일어날 것이다.

2.3.2 지분 거래 과정

신규 합작 투자의 경우 합작 당시에 지분 인수에 대한 옵션 조항이 설정되어 있는 경우보다는 그렇지 않은 경우가 많으므로, 한쪽 파트너가 상대 파트너의 지분을 인수하고자 할 때는 협상이 필요하게 된다(Chi, 2000). 이러한 협상에서 양 파트너의 합작 기업 가치에 대한 평가 차이가 클수록 지분 거래가 쉽게 이루어지게 된다. 양 파트너의 합작 기업 가치에 대한 평가 차이가 크면 가치를 높게 평가한 파트너는 높은 가격을 제시하더라도 지분을 인수하고자 할 것이고, 가치를 낮게 평가한 파트너는 상대 파트너의 인수 제의를 쉽게 받아들일 가능성이 높기 때문이다. 반면 가치 평가가 비슷할 경우, 합작 기업의 매력도가 높을 경우에는 양 파트너 모두 지분 인수를 원하므로 지분 거래는 주로 양 파트너의 협상력에 의존하게 되어 많은 협

상 비용을 발생시킨다(Chi, 2000). 지분 인수를 통해 파트너가 얻는 효익은 협상력에 비례하고 협상 비용에 반비례하므로(Chi, 2000), 협상 비용이 클수록 지분 거래 자체가 발생하지 않을 가능성이 높다. 반면 합작 기업의 매력도가 낮을 경우에는 양 파트너 모두 지분 인수를 원하지 않을 것이므로 지분 거래가 발생할 가능성이 낮다.

2.3.3 지분 거래 결과

양 파트너의 합작 자산 가치 평가에 큰 차이가 있을 경우에는 지분 거래 협상이 용이하며, 이러한 평가의 차이는 양 파트너간의 전략적 관점(strategic orientation)의 차이에 기인할 가능성이 높다. 합작 기업 내에서 한쪽 파트너가 상대 파트너의 지분을 인수하는 것은 합작 기업의 가치에 대하여 상대적으로 긍정적으로 평가하고, 투자를 행하는 것으로 이러한 기업 가치에 대한 판단 및 투자 결정은 의사 결정자의 전략적 관점을 반영하기 때문이다.

기업을 경영해 온 문화적, 제도적 배경이 다른 두 기업이 하나의 공동경영 사업을 형성한 국제 합작 투자의 경우는 양 파트너의 전략적 관점이 다를 가능성이 높다(Chung and Lee, 1989; Lodge and Vogel, 1987; Laurent, 1986; Hitt and Middlemist, 1979; Hitt and Tyler, 1991; Caliri, Johnson and Sarnin, 1994). 특히 한국기업의 경영자들은 구미기업의 경영자들에 비해 수익성보다는 성장성을 더 중시하는 전략적 관점을 가지고 있는 것으로 분석되고 있다. 한국의 경영자와 미국 경영자의 전략적 관점을 비교한 히트(Hitt et al, 1997)의 연구에서는 기업 활동이 이루어진 제도적 문화적 환경 차이에 의해, 한국의 경영자는

성장성 중심의 관점을 가지고, 미국의 경영자는 수익성 중심의 관점을 가지고 있는 것으로 나타났다. 상대적으로 미국기업보다는 단기적 수익성 중시 경향이 다소 낮다고 분석되었던 유럽이나 일본기업의 경우도 해외사업에 있어서는 국내파트너보다 수익성을 더 중시할 가능성이 높다고 볼 수 있다. 뿐만 아니라 현지시장에서 이루어진 국제합작투자의 경우 외국인파트너기업 입장에서는 합작투자기업 내에서 수행되는 사업이 글로벌하게 전개되는 사업의 한 작은 부분이지만, 현지 파트너기업의 입장에서는 모국가 시장에서의 비즈니스이므로 외국인 파트너보다 훨씬 장기적인 성장성에 주안점을 둘 가능성이 높다. 합작 사업에 대한 양 파트너의 전략적 중요성 및 몰입도의 차이는 전략적 목표에 대한 관점의 차이로 이어져 국내파트너는 성장성 중심, 외국인파트너는 수익성 중심의 가치평가를 하게 될 가능성이 높을 것으로 예상된다.

따라서 이러한 문화적 차이나 전략적 관점의 차이는 합작기업 가치에 대한 양 파트너간의 평가 차이로 이어져 지분 거래를 용이하게 할 뿐 아니라, 지분 거래의 결과에도 영향을 미칠 것이다. 예를 들어 수익성을 중시하는 파트너는 수익성 증가의 상황에서 합작 기업 가치를 높게 평가하여 지분을 인수하고자 할 것이고, 성장성을 중시하는 파트너는 성장성 증가의 상황에서 합작 기업의 가치를 높게 평가하여 지분을 인수하는 결과를 초래할 가능성이 높다.

III. 연구 가설

합작 기업 내 파트너 간 지분 거래 또는 합작 파

트너의 상대방 지분 인수에 관한 실증 연구는 합작 기업 내 파트너 간 지분 거래의 시기, 지분 거래의 과정, 지분 거래의 결과로 구성된다. 지분 거래의 시기는 언제 합작 파트너 간에 이러한 지분 거래가 발생할 것인가에 관한 것이고, 지분 거래의 과정은 이러한 지분 거래가 어떠한 상황에서 더 쉽게 이루어질 것인가에 관한 것이고, 지분 거래의 결과는 어떠한 경우에 어느 파트너가 상대방의 지분을 인수할 것인가에 대한 것이다.

3.1 지분 거래 시기

신규 합작 투자의 경우에는 합작 당시에 양 파트너 간에 상대 파트너 지분 인수에 대한 콜 옵션 조항이 설정되어 있는 경우보다는 그렇지 않은 경우가 대부분이므로 인수, 인수 가격 및 시기는 사후적인 협상을 통해 결정된다(Chi, 2000). 따라서 합작 기업과 관련된 불확실성 해소라는 옵션행사 기회발생 및 옵션행사 지연 또는 기회종결에 따른 기회비용발생이라는 필요조건이 충족되면 합작 기업 내 한쪽 파트너가 상대 파트너의 지분을 인수할 가능성이 커질 것이다.

파트너의 지분을 인수함으로써 얻게 되는 이득은 합작 기업의 가치(S)-인수 가격(X)이다. 합작 기업의 가치는 현재 사업에서 예상되는 미래 현금 흐름과 미래의 성장 기회의 가치로 이루어진다(Myers, 1977). 따라서 합작 기업 가치와 관련된 불확실성이 제거되는 상황은 합작 기업에서 나오는 현금 흐름(수익성)이 높아지거나 혹은 성장성이 높아지는 시기로서, 합작 자산에 관련된 불확실성이 제거됨으로써 상대 파트너의 지분을 인수하는 데 필요한 필요조건이 충족된 것으로 볼 수 있다.

금융 옵션에서는 만기일 이전에는 언제나 옵션을

보유한 것이 옵션을 행사하여 기초 자산을 획득하는 것보다 가치가 높다($S-X < C$). 합작 기업의 경우에는 인수를 늦추는 것이 기회비용을 발생시킬 수 있으며 이러한 기회비용 발생 시점은 실물 옵션 행사에서 만기로 작용할 수 있다(Folta & Miller, 2002). 합작 기업에서 파트너 지분의 인수를 늦춤으로써 기회비용이 발생하는 경우는 1) 합작 기업이 많은 현금 흐름을 발생시키나 이러한 현금 흐름의 배분 과정에서 갈등이 있을 때, 2) 성장 기회에 대한 투자가 늦어짐으로써, 성장 기회를 놓치게 되는 경우이다. 이러한 경우는 합작 기업 내에 옵션 조항이 있건 없건 간에 모두 인수를 행사하지 않을 경우 기회비용을 발생시켜 인수를 촉진할 것이다. 전략적 관점이 다른 두 파트너가 하나의 사업을 형성한 국제합작투자의 경우에는 이익의 처분 및 투자에 관한 의사결정에 갈등이 발생할 가능성이 높으므로, 각각의 파트너 입장에서 지분인수를 늦추는 것에 대한 기회비용을 인지할 가능성이 높다(충분조건).

따라서 합작 기업의 수익성이 높거나, 합작 기업이 속한 시장의 성장성이 높을 때 또는 합작 기업에게 실현된 성장 기회로 볼 수 있는 매출액 성장성이 높을 때 지분 거래가 발생할 가능성이 높을 것이다. 따라서 다음과 같은 가설이 도출된다.

- 가설 1) 합작 기업의 수익성이 높을 때 지분 거래가 발생할 가능성이 높을 것이다.
- 가설 2) 합작 기업이 속한 산업의 성장률이 높을 때 지분 거래가 발생할 가능성이 높을 것이다.
- 가설 3) 합작 기업의 매출액 성장률이 높을 때 지분 거래가 발생할 가능성이 높을 것이다.

3.2 지분 거래 과정

앞에서도 언급하였듯이 파트너들의 합작 기업 가치에 대한 평가가 상이할수록 미래투자에 대한 합의를 통한 기존 지분구조 유지가 어렵고, 양자 간 지분 거래가 쉽게 이루어지게 된다.

국제합작 기업의 파트너 간 문화적 제도적 배경의 차이 및 전략적 의도의 차이는 모회사 경영자들의 전략적 관점(strategic orientation)의 차이로 연결되고 이러한 차이는 양 파트너의 투자 의사결정에 반영될 것이다. 따라서 합작 기업 가치에 대한 양 파트너간의 평가 차이에 기인한 인수협상의 원만한 타결 가능성은 항상 열려 있다고 볼 수 있을 것이다.

파트너들의 합작 기업의 가치평가 기준지표 값들의 변화방향이 동일할 때, 즉 모두 양호하거나 모두 불량할 경우에는 양 파트너에 대한 합작기업의 매력도가 동일할 가능성이 높다. 왜냐하면 비록 양 파트너가 상이한 전략적 관점을 가지고 있다 하더라도, 어떠한 기준을 적용하던 간에 합작 기업 자산 가치에 대해 비슷한 평가를 내릴 가능성이 높기 때문이다. 반면 합작 기업의 가치평가의 기준지표 값들의 변화방향이 불일치할 경우는 양 파트너의 전략적 관점에 따라 합작 기업의 매력도가 상이할 가능성이 높다. 따라서 합작 기업의 가치를 평가하는 주요 기준에 따라 평가가 달라질 경우에는 합작 기업의 매력도가 파트너에 따라 달라지고 이에 따라 양 파트너 간에 지분 거래가 쉽게 일어날 가능성이 크다. 합작 기업의 가치는 양적 가치인 성장률과 질적 가치인 수익성으로 나뉘질 수 있으며 이 두 가지 기준의 방향이 일치할 경우보다는 불일치할 경우에 합작 기업에 대하여 양 파트너가 느끼는 매력도가 다르고, 매력도의 차이는 합작기업 가치

평가에 대한 차이로 연결되어, 지분거래가 용이해질 가능성이 높다. 따라서 다음과 같은 가설이 도출된다.

- 가설 4) 합작 기업의 성장성과 수익성의 방향성이 일치할 경우보다는 불일치할 때 지분 거래가 발생할 가능성이 높다.

3.3 지분 거래 결과

3.3.1 외국인 파트너의 지분 인수

합작 기업의 수익성이 좋다는 것은 기초 자산의 가치가 높아짐을 의미한다. 인수 가격이 합작 기업의 현금 흐름과 성장 기회 가치를 합산한 가치를 초과하지 않는 한도 내에서 합작 기업의 높은 수익성은 합작 자산의 가치를 높여 합작 자산을 인수하고자 하는 욕구를 증대시킬 것이다(필요조건 충족). 이러한 합작기업 자산가치의 증대 상황에 대하여 수익성 중시의 관점을 지닌 외국인 파트너가 국내 파트너에 비해 상대적으로 합작기업 자산의 가치를 더 높이 평가할 가능성이 크다.

한편 일반적으로 성장성 위주의 전략적 관점을 가진 국내 파트너는 합작 기업에서 창출된 현금을 기업 내에 유보 시켜, 미래 성장을 위한 투자 자원으로 활용하고자 하는 반면 주주의 이익을 중시 여기는 외국인 파트너는 합작 기업에서 창출되는 현금을 배당으로 지급하고자 할 가능성이 높다. 이렇듯 발생된 현금 흐름에 대하여 양 파트너 간 분배 과정에서 의견 충돌이 생길 경우, 수익성을 높이 평가하는 외국인 파트너의 입장에서는 이익 처분을 뜻대로 하지 못하는 기회비용이 발생할 수 있다. 이러한 기회비용의 발생은 합작 기업의 잠재적인

가치를 감소시킴으로써 상대방 지분 인수를 촉구하는 만기로 작용할 수 있다. 따라서 수익성의 증가에 따라 합작 기업의 가치가 증대되며, 양 파트너의 전략적 관점에 따라 이익 처분에 있어 갈등이 있는 경우는 합작 기업 가치에 대해 더 높은 평가를 외국인 파트너가 국내 파트너의 지분을 인수할 가능성이 높다. 따라서 다음과 같은 가설이 도출된다.

가설 5) 합작 기업의 수익성이 높을 때 외국인 파트너가 국내 파트너를 인수할 가능성이 높을 것이다.

3.3.2 국내 파트너의 지분 인수

시장 성장률 또는 기업의 매출액 성장률이 높다는 것은 합작 기업에 내재된 성장 기회 가치가 높아져, 합작 기업의 가치가 증가함을 의미한다. 이 때 성장 기회를 실현하기 위한 대규모 투자가 필요할 가능성이 높으며(Kogut, 1991), 성장 기회의 획득에 필요한 투자가 이루어지지 않는다면, 성장 기회를 상실하는 기회비용이 발생할 수 있다. 이 때 성장 기회 가치에 대해 높이 평가한 파트너는 상대방의 지분을 인수함으로써, 독자적인 투자 의사 결정권을 확보하고 투자를 행함으로써 기회를 현실화할 가능성이 높다(Kogut, 1991). 성장 중심의 전략적 관점을 가진 국내 파트너가 수익성 중심의 전략적 관점을 가진 외국인 파트너 보다 합작 기업의 성장성에 대해 더 높은 가치를 부여할 가능성이 크고, 이에 따라 상대 파트너의 자산을 인수할 가능성이 높을 것이다. 잠재적 성장기회인 산업의 성장률과 실현된 성장 기회인 매출액 성장률 모두 동일한 효과를 가질 것이다. 따라서 다음과 같은 가설이 도출된다.

가설 6) 합작 기업이 속한 산업의 성장률이 높을 때 국내 파트너가 외국인 파트너를 인수할 가능성이 높을 것이다.

가설 7) 합작 기업의 매출액 성장률이 높을 때 국내 파트너가 외국인 파트너를 인수할 가능성이 높을 것이다.

VI. 자료수집 및 분석 방법

4.1 표본 및 자료 수집

본 연구에서는 1985년에서 1989년 사이에 제조업에서 이루어진 국내 기업과 외국 기업의 두 파트너간 합작 기업을 연구대상으로 선택하였다. 서비스업 및 1차 산업에 진입한 기업을 배제한 것은 각 산업별로 요구되는 투자 규모가 현저히 다르므로 이로 인해 발생할 수 있는 편이를 통제하기 위한 것이다(Beamish, 1987). 1985년에서 1989년까지로 대상기간을 제한한 이유는 일정 시기에 진입한 기업들만을 대상으로 삼음으로써, 환경적 영향 요인에 대한 통제의 필요성을 최소화할 뿐만 아니라 합작 투자기업의 생존기간(age)을 제한함으로써 시간의 경과에 따라 자연적으로 발생할 수 있는 불안정성을 통제할 수 있다(Kogut, 1988). 또한 외국인투자가 제조업 및 서비스업에 걸쳐 투자금액 및 투자 건수 면에서 활발하였던 기간을 선택함으로써 다수의 표본을 확보할 수 있다. 더구나 80년대 후반 이후의 시기는 1988년 서울 올림픽을 통해 한국 경제의 한 단계 도약이 이루어졌던 시기로서 한국 시장에 대한 불확실성이 많이 변화된 시점이므로 실물 옵션으로서의 합작 기업의 성

〈표 2〉 표본기업 분포

산업	개수	외국파트너 국적	개수	설립 자본금	개수
기계 및 장비	36	일본	59	100억 이상	9
영상, 음향, 통신	23	미국	34	10억~100억	75
자동차, 트레일러	24	독일	18	10억 미만	48
화학물 및 화학제품	35	기타	21		
기타	14				
계	132	계	132	계	132

격을 잘 검증할 수 있는 시기라고 판단된다.

한편 재무적 목적의 투자를 배제하기 위하여 외국인 투자 지분이 10% 미만인 기업은 대상에서 제외하였으며, 설립 초기 기업의 높은 사멸률을 감안하여 설립된 지 5년 이내에 소멸된 기업은 연구에 포함시키지 않았다(Beamish, 1987). 표본은 '90년도 매경 기업 연감을 이용하여 추출하였다. 지분구조의 변화 등 실증분석에 사용된 기업 정보 및 재무 자료는 매경 기업 연감(매일 경제 신문사 편) 및 한국 기업 총람(한국 신용 평가 편)을 이용하여, 진입 시점부터 2000년 까지 변화 과정을 추적하여 변수화 하였다. 논문에 사용된 산업 변수도 동일한 기간 중의 재무 분석(한국산업은행 편), 기업 분석(한국은행 편)을 참조하였다. 총 132개의 기업이 최종적으로 분석에 사용되었다. 분석에 사용된 132개 기업의 산업별, 외국인 파트너의 국적별, 설립자본금 분포는 아래와 같다.

4.2 분석 방법

본 논문의 관심은 개별 기업이 특정 시점 이전까지 생존해 있다는 조건 하에 특정 시점에 죽을 확률(혹은 특정 사건이 발생할 확률)이며 그러한 위험 확률에 영향을 미치는 요소들을 탐색해 보고자

하는 것이다. 이러한 분석을 위해서 본 논문에서는 Cox Proportional Hazard Model을 도입하였다. Cox의 Proportional Hazard Model은 공변량(covariate)이 위험율(hazard rate)에 미치는 영향을 분석하는 방법의 하나이다. Cox 모델에서 위험함수는 다음과 같이 표현된다.

$$\lambda(t_i) = e^{-\beta x_i} \lambda_0(t_i)$$

λ_0 는 기저 위험(baseline hazard)으로 개별적인 이질성을 나타낸다. 원칙적으로 이것은 개별 관측치에 대해 추정되어야 할 모수(parameter)이지만 Cox의 부분 우도 추정법을 이용하면 이것을 추정하지 않고도 β 를 추정할 수 있다.

분석 표본이 각각 T_1, \dots, T_k 의 생존기간을 가진 K개의 원소로 구성된다고 하자. T_i 에서의 위험집합(risk set: R_i)은 생존시간이 적어도 T_i 인 모든 원소들의 집합을 말한다. 즉, 생존집합은 T시점에서 생존해 있는 원소들의 집합을 말한다. 따라서 위험집합 R_i 의 어떤 원소 j에 대해서도 $t_j \geq T_i$ 이 성립하는 것이다. T_i 시점에서 오직 하나의 원소만이 이탈(exit)한다고 할 때, 한 원소가 이탈할 확률은 다음과 같이 정의된다.

$$\text{Prob}[t_j = T_i | \text{risk set}_i] = \frac{e^{\beta'x_i}}{\sum_{j \in R_i} e^{\beta'x_j}}$$

위 식에서 기저 위험 함수가 제거됨을 알 수 있다. 가장 단순한 경우로 한 번에 한 원소만 이탈하며 검열된(censored) 관측치가 하나도 없다고 할 때 부분 우도 함수는 다음과 같다.

$$\ln L = \sum_{i=1}^K \left[\beta'x_i - \sum_{j \in R_i} e^{\beta'x_j} \right]$$

만약, m_i 개의 원소들이 t_i 시점에서 이탈한다면 우도 함수는 개별적인 값들을 다 더한 것이 될 것이다.

본 연구에서 분석하고자 하는 사건은 합작 투자 기업의 지분 구조 변화이다. 합작 기업의 지분 구조 변화에 관해서는 사전적인 이론적 가정이 없으므로 본 연구에서는 특정 기본 모델(baseline model)을 가정하지 않고 비 모수적인 위험 모델을 가정한다(Li, 1995; Mata & Portugal, 2002). 누적 생존 함수를 구하기 위해서는 각 샘플의 생존 기간(duration)값이 필요하며, 본 연구에서는 합작 기업의 설립 시점(1985년에서 1989년 사이)부

터 관찰을 시작하여 2000년까지 지분 구조 변동이라는 개별 사건들의 생존기간으로부터 생존함수를 구하였다. 관심사건(지분 구조 변화 혹은 상대 파트너 지분 인수)이 아닌 다른 사건의 발생으로 관찰 대상에서 제외된 경우(폐업, 3차 매각 등) 혹은 관찰 기간까지 아무런 사건도 발생하지 않은 경우는 검열(censored)된 것으로 처리한다. 그리고 최우 추정법(maximum likelihood method)에 의해 모수가 추정된다(Regina & Johnson, 1980).

4.3 변수의 정의 및 측정방법

합작 기업 내 파트너 간 지분거래 발생에 영향을 미친 요인을 분석하기 위한 모델에서는 합작 파트너 간 지분 거래 사건을 분석단위로 삼고, 개별 지분 거래 사건이 발생하기까지의 년 수를 기간 값으로 사용하고, 검열(censored) 여부를 status 항목에 넣어 주었다. 외국인 파트너와 국내 파트너의 상대방 지분 인수에 영향을 미친 요인 분석에서는 각 파트너에 의한 상대방 지분 인수 사건을 분석단위로 삼고 지분 인수 사건이 발생하기까지의 년 수를 기간 값으로 넣고, 검열 여부를 입력하였다. 가설에 따라 산업 성장률, 매출액 성장률, 합작 기업의 수익성, 수익성과 성장성의 불일치 여부를 독립 변수로 하고 이전에 지분 거래(혹은 상대 파트너

Y₁ (합작기업 파트너 간 지분 거래)

= f (합작기업의 수익성, 매출액 성장률, 산업성장률, 수익성과 성장성의 방향불일치 여부, 비균등 지분 구조, 문화적 거리, 국내 파트너의 30대 재벌 소속 여부, 기업의 규모, 지분 변화 경험, 산업 수익성, 산업 규모)

Y₂ (외국인 파트너의 국내 파트너 지분인수, 국내 파트너의 외국인 파트너 지분 인수)

= f (합작기업의 수익성, 매출액 성장률, 산업성장률, 비균등 지분 구조, 문화적 거리, 국내 파트너의 30대 재벌 소속 여부, 기업의 규모, 지분 변화 경험, 산업 수익성, 산업 규모)

지분 인수)가 있었는지의 여부, 산업 규모, 산업 수익성, 기업 규모, 문화적 거리, 국내 파트너 모 기업의 30대 재벌 기업 여부, 비 균등 지분 구조, 외국인지분비율을 통제 변수로 분석모델에 포함하였다.

4.3.1 종속변수

· 합작 기업 내 파트너 간 지분 거래

본 연구에서는 양 파트너 간 지분 거래에 대한 개별 계약을 분석 단위로 한다. 따라서 하나의 합작 기업 내에서도 지분 거래 사건은 1개 이상 발생할 수 있다. 지분 거래는 다음과 같이 조작화 하였다. 첫째, 다수 지분 보유자가 한 파트너에서 다른 파트너로 변화한 경우 둘째, 한쪽 파트너가 상대방의 지분을 모두 인수하여 단독 투자 기업으로 전환한 경우 셋째, 다수 지분 보유자 위상에는 변화가 없으나 5%이상의 지분 거래가 있었던 경우이다(Franko, 1971). 이러한 기준에 의거하여 직전 지분 거래 시점부터 새로운 지분 거래가 발생하기까지의 기간 값을 추출하였다. 즉 설립 시점(1985년에서 1989년 사이)부터 2000년까지 지분 거래가 발생한 모든 사건마다 기간 값을 구하여 변수화 하였다. 따라서 하나의 기업 내에서도 여러 번의 관찰값이 측정될 수 있다. 총 132개의 샘플

기업 중 총 73건의 지분 거래가 발생하였다.

· 외국인 파트너의 국내 파트너 지분 인수

위의 기준에 따라 합작 파트너 간 지분 거래 사건을 외국인 파트너의 입장에서 정리하여 외국인 파트너의 지분이 증가된 경우를 외국인 파트너의 지분 인수 사건으로 정의하였다. 이러한 기준에 따라 직전 지분 인수 시점부터 새로운 지분 인수 사건이 발생하기까지의 기간 값을 추출하였다. 즉 설립 시점(1985년에서 1989년 사이)부터 2000년까지 외국인 파트너에 의한 지분 인수가 발생한 모든 사건에 대하여 개별적으로 기간 값을 구하여 변수화 하였다. 총 73건의 지분 거래 중 외국인 파트너가 지분을 인수한 경우는 모두 38건이다. 이와 별개로 외국인 파트너가 국내 파트너의 지분을 모두 인수하여 단독 자회사로 변신한 경우(총 22건)에 대해서도 분석을 시도하였다.

· 국내 파트너의 외국인 파트너 지분 인수

위의 기준에 따라 개별 합작 파트너 간 지분 거래 사건을 국내 파트너의 입장에서 정리하여 국내 파트너의 지분이 증가된 경우를 국내 파트너의 지분 인수 사건으로 정의하였다. 이러한 기준에 의거하여 직전 지분 인수 시점부터 새로운 지분 인수 사건이 발생하기까지의 기간 값을 추출하였다. 즉 설립 시점(1985년에서 1989년 사이)부터 2000

〈표 3〉 지분거래 발생분포

설립 연수	건수	년도별 분포	건수
5년 이내	7건	'85~'93년	18건
5년~10년	41건	'94~'96년	24건
10년~15년	25건	'97년~2000년	31건
총계	73건	총계	73건

년까지 국내 파트너의 지분 인수가 발생한 모든 사건에 대하여 개별적으로 기간 값을 구하여 변수화 하였다. 총 73건의 지분 거래 중 국내 파트너가 지분을 인수한 경우는 모두 35건이다. 이와 별개로 국내 파트너가 외국인 파트너의 지분을 모두 인수하여 단독 자회사로 변신한 경우(총 23건)에 대해서도 분석을 시도하였다.

4.3.2 독립변수

· 합작 기업의 수익성

합작 기업의 수익성은 직전 지분 거래(혹은 지분 인수: 이하 동일) 시점부터 새로운 지분 거래 사건이 일어나기까지의 총자본 순이익 값의 평균을 변수화 하였다. 관심 사건이 발생하지 않은 샘플(censored의 경우)에 대해서는 관찰기간 종료(2000년)까지의 평균값을 사용하였다.

· 산업 성장률

산업 성장률이 합작투자 기업을 실물옵션으로 활용할 유인으로 작용할 가능성을 검증하기 위해 직전 지분 거래가 발생한 시점부터 새로운 지분 거래 사건이 일어나기 전까지의 시장 성장률 평균값을 변수화 하였다. 관심 사건이 발생하지 않은 샘플(censored의 경우)에 대해서는 관찰기간 종료(2000년)까지의 평균값을 사용하였다. 산업 변수는 표준산업분류 대 분류를 기준으로 한국은행에서 발간하는 기업분석 자료를 이용하였다.

· 매출액 성장률

매출액 성장률은 직전 지분 거래 시점부터 새로운 지분 거래 사건이 일어나는 시점까지의 매출액 성장률의 평균값을 변수화 하였다. 관심사건이 발

생하지 않은 샘플(censored의 경우)에 대해서는 관찰기간 종료(2000년)까지의 평균값을 사용하였다.

· 수익성과 성장성의 방향 불일치 여부

각 지분 거래 사건별로 수익성과 성장성이 모두 샘플 평균보다 높거나, 모두 낮은 경우는 양 파트너의 전략적 관점이 다르다 하여도 합작 기업 가치에 대한 양 파트너의 평가가 비슷할 것으로 예상된다. 이러한 경우에는 수익성과 성장성의 동일 방향 여부 변수에 0의 값을 부여하였고, 수익성은 평균 이상이나 성장성은 평균 이하인 경우 혹은 수익성은 평균 이하이나 성장성은 평균 이상인 경우는 합작 기업 가치에 대한 평가가 파트너 기업의 전략적 관점에 따라 다를 것으로 예상되며 수익성과 성장성의 동일 방향 여부 변수에 1의 값을 부여하여 더미 변수를 구성하였다.

4.3.3 통제변수

이론상으로는 모든 합작투자를 실물옵션 관점에서 분석할 수 있지만 현실적으로는 단력적 옵션행사보다 장기적 협력관계 유지가 더욱 중요한 합작투자 목표인 경우도 있다. 따라서 합작투자의 성격을 보다 실물옵션 개념에 근접하게 하는 구조적 조건들을 통제변수로 정리하여 분석하였다.

· 지분 변화 경험

본 연구에서는 양 파트너 간 지분 구조 거래에 대한 개별 계약을 분석 단위로 하므로 하나의 합작 기업 내에서도 지분 거래 사건은 1개 이상 발생할 수 있다. 지분 구조 변동과 같이 반복적인 현상에 대해서는 각 이벤트들 간의 독립성이 전제 되어야 하므로, 이전에 지분 협상 경험이 있는지의 여부를

모델에 포함시켰다(Blodgett, 1992). 합작 파트너 간 지분 거래 사건이 발생하였던 경우는 1, 지분 거래 사건이 발생하지 않았던 경우는 0으로 조작화 하였다.

· 국내 파트너의 30대 재벌 소속 여부

국내 파트너 기업의 30대 재벌 소속 여부 변수는 1995년을 기준으로 공정거래 위원회에서 지정하는 30대 기업집단에 속하는지의 여부를 변수화 하였다. 기업집단은 속성장 사업다각화와 신 성장 기회 탐색을 주요전략으로 추구하기 때문에 외국기업과의 합작투자도 미래성장을 위한 옵션확보라는 성격이 강할 것이라 추측된다. 1995년을 선택한 이유는 지분 구조 변동의 발생 빈도가 높아지는 1996년에서 가장 가까운 값을 사용하기 위한 것이다. 1995년 이전에 발생한 지분 구조 변동에 대해서는 1993년의 상황을 확인하여 변수화 하였다. 30대 계열 집단에 속하는 경우는 1, 그렇지 않은 경우는 0의 값을 부여하였다.

· 문화적 거리

문화적 거리가 크면 환경 불확실성이 증대되고 이는 옵션적 투자의 필요성을 증대시킨다. 문화적 거리는 홉스테드 (Hofstede, 1980)의 개인주의/집단주의, 권력 간격, 남성성/여성성, 불확실성 회피 정도의 4가지 항목의 국가별 값을 이용한 지수 (Park and Ungson, 1997)를 사용하여 산출하였다.

· 산업 규모

일반적으로 산업규모가 일정 수준 이하일 때 불확실성이 크고 기업들이 옵션적 투자를 택하게 될 가능성이 높다고 볼 수 있다. 합작 기업이 속한 산

업의 규모는 산업별 매출액의 자연로그값을 구하여 사용하였다. 직전 지분 거래 시점부터 새로운 지분 거래가 발생한 시점까지의 산업 규모의 평균값을 변수화 하였다. 산업 분류는 SIC 코드 대분류를 기준으로 사용 하였다. 관심 사건이 발생하지 않은 샘플(censored의 경우)에 대해서는 관찰기간 종료(2000년)까지의 평균값을 사용하였다.

· 산업 수익성

합작기업 수익성과 더불어 산업수익성도 지분인수에 영향을 미치는지 살펴볼 필요가 있다. 산업 수익성 변수는 산업별 총 자본 순이익률을 사용하여 직전 지분 거래 시점부터 새로운 지분 거래가 발생한 시점까지의 총 자본 순이익률의 평균값을 변수화 하였다. 산업 분류는 SIC코드 대 분류를 기준으로 사용하였다. 관심 사건이 발생하지 않은 샘플(censored의 경우)에 대해서는 관찰기간 종료(2000년)까지의 평균값을 사용하였다.

· 기업 규모

단계적 지분증대를 통해 통제력을 확대하려는 실물옵션전략은 합작기업의 규모가 일정규모 이상으로 전략적 중요성이 큰 경우에 주로 적용된다고 볼 수 있다. 본 연구에서는 기업의 총 종업원 수를 사용하여 직전 지분 거래 시점부터 새로운 지분 거래가 발생한 시점까지의 총 종업원 수의 평균값을 변수화 하였다. 기업 규모의 대위 변수로서 총 종업원 수를 선택한 것은 종업원 수가 매출액, 자산 등에 비해 비교적 안정적인 변수이므로 가변적 변수를 사용하는 Hazard Model을 안정화하기 위한 것이다(Mata, 2000). 관심 사건이 발생하지 않은 샘플(censored의 경우)에 대해서는 관찰기간 종료(2000년)까지의 평균값을 사용하였다.

· 비 균등 지분구조

일반적으로 합작기업의 초기지분구조가 균등지분 구조인 경우는 협력관계의 장기적 유지를 목적으로 하는 경우가 많고 비 균등 지분구조로 시작하는 경우 실물 옵션적 성격이 강하다고 볼 수 있다(이동기, 김명숙 & 조영곤, 2001). 지분 거래 시점에서 균등 지분 구조(50:50)를 가진 경우에는 0의 값을 비 균등 지분구조를 가진 경우에는 1의 값을 부여하여 더미변수를 구성하였다. 총 132개 기업 중 설립시 균등 지분 구조를 가진 기업은 46개, 비균등 지분 구조를 가진 기업은 86개다.

· 외국인 파트너의 지분

외국인지분비율이 높을수록 외국인투자기업 입장에서는 합작투자를 실물옵션으로 접근할 가능성이 높다고 볼 수 있다. 지분 인수 시점에서 외국인 파트너가 보유한 지분 비율을 변수화 하였다.

V. 분석 결과

연구 모델에 사용된 변수들 간의 상관 관계 분석 결과는 <표 4>와 같이 나타났다. 변수들 간의 다중공선성 관계를 보여주는 VIF값이 10을 넘지 않으므로 다중공선성 문제는 없는 것으로 보여진다.

<표 5>는 합작 기업 내 지분 거래와 설명변수와의 관계를 분석한 결과이다. 먼저 합작 기업의 수익성과 관련된 불확실성의 해소로 인하여, 상대 파트너의 지분을 인수함으로써 기업에 대한 통제정도를 높이고, 단독 투자 기업으로 전환할 가능성을 테스트하기 위한 수익성 변수는 유의한 결과를 나타내지 못하였다. 이는 수익성의 증가가 1)합작 기

업에 대한 통제를 높이려는 욕구를 증가시키지 못하거나, 2)양 파트너 모두 지분 인수를 추구함으로써 인해서 지분 거래가 발생하기 쉽지 않은 데 기인한 것일 수 있다. 또는 3)수익성이 높은 경우 뿐 아니라, 수익성이 낮은 경우에도 수익성 체고를 위한 구조조정으로 인해 지분 거래가 발생함으로써 인해 수익성이 높을수록 지분 거래가 발생할 가능성이 높다는 가설이 지지받지 못한 것으로 해석할 수 있다.

이 중 어느 설명이 합당할 것인지는 다른 분석 모델의 결과와 비교하여야 정확한 해석이 가능할 것이다. 외국인 파트너와 국내 파트너가 상대방 지분을 인수하는데 영향을 미친 요인을 분석한 모델 2-1과 모델3-1을 보면 외국인 파트너는 수익성이 높은 경우 지분을 인수하고, 국내 파트너는 오히려 수익성이 낮은 경우에 지분을 인수한 것을 알 수 있다. 이는 곧 수익성 증가뿐 아니라 수익성 감소의 경우에도 지분 거래가 발생한 것을 의미한다. 이때 국내 파트너가 외국인 파트너의 지분을 인수한 것은 수익성이 낮은 자산 인수를 선호한다기 보다는 수익성과 성장성의 방향이 일치하지 않을 때, 즉 수익성이 낮더라도 성장성이 높다면 상대 파트너의 지분을 인수하는 것으로 해석할 수 있다(모델 3-1 참조). 따라서 수익성 변수가 유의하지 않게 나온 것은, 수익성이 높을수록 지분 거래가 발생할 가능성이 높을 것이라는 가설 1이 기각되었다기보다는 수익성이 높지 않더라도 성장성이 높을 경우에 한해서 지분 거래가 발생할 가능성이 높다는 것으로 해석해야 할 것이다.

두 번째 해당 제품시장이 빠르게 성장하고 있을 경우에, 합작기업 내 한 파트너가 성장기회를 독점하기 위하여 상대 파트너의 지분을 인수하려는 지분 거래가 발생할 가능성이 높아질 것이라는 가설

〈표 4〉 변수들 간의 상관관계

	외국인 지분	문화적 거리	비균등 지분	30대 재벌	산업 규모	산업 성장률	산업 수익성	지분 변화 경험	기업 규모	기업 수익성	매출액 성장률	수익/성장 방향 불일치
평균	51.01	60.33	0.65	0.23	16.38	14.99	4.80	0.028	192.4	0.18	0.48	0.54
표준 편차	16.86	15.85	0.47	0.42	0.96	5.35	25.51	0.16	263.2	0.74	0.60	0.49
외국인 지분		-0.013 (.615)	.044 (.076)	-.086** (.001)	.157* (.034)	-.031 (.678)	-.102 (.170)	.054* (.029)	.004 (.959)	.038 (.610)	-.165* (.030)	.058 (.447)
문화적 거리			-.111** (.000)	.101** (.000)	.107 (.152)	.008 (.914)	-.090 (.229)	.020 (.412)	.209** (.005)	-.092 (.216)	.051 (.506)	-.011 (.887)
비균등 지분				-.301** (.000)	-.009 (.903)	-.111 (.137)	-.069 (.355)	.085** (.001)	-.088 (.239)	.000 (.995)	-.191* (.011)	.067 (.381)
30대 재벌					-.087 (.242)	-.076 (.307)	.104 (.166)	.020 (.432)	.265** (.000)	-.136 (.067)	.325** (.000)	.164* (.031)
산업 규모						-.115 (.124)	-.201** (.007)	.357** (.000)	.093 (.215)	.005 (.951)	-.055 (.469)	-.077 (.313)
산업 성장률							.308** (.000)	-.414** (.000)	.120 (.109)	.008 (.914)	.138 (.069)	.011 (.886)
산업 수익성								-.303** (.000)	-.206 (.005)	-.074 (.324)	.089 (.244)	-.062 (.414)
지분변화 경험									.117 (.117)	.023 (.755)	-.069 (.366)	.003 (.968)
기업 규모										.078 (.298)	-.013 (.861)	.043 (.573)
기업 수익성											-.087 (.254)	.285** (.000)
매출액 성장률												.271* (.000)
수익/성장 방향 불일치												

*:p<0.1, **:p<0.05, ***p<0.01 수준에서 유의

은 5% 수준에서 유의한 결과를 보여 주었다(가설 2). 산업 성장률 변수는 모델 1뿐만 아니라 모델 3-1을 통해서도 지분 거래 혹은 한쪽 파트너(국내 파트너)의 상대방 지분 인수와 유의한 관계가 있음을 보여 주었다. 이는 불확실성이 높은 투자 초기에는 소규모 투자로써 위험을 줄이고, 이후 성장

기회가 도래하면 상대 파트너의 지분을 인수하여 성장기회를 독점하고자 하는 실물 옵션 이론의 주장을 뒷받침하는 것으로 해석할 수 있다. 분석 결과는 특히 성장성은 높으나 수익성이 낮을 때 국내 파트너에 의한 지분인수 가능성이 높음을 보여주고 있다. 산업의 성장과는 별개로 기업에게 실현된 성

장 기회라고 볼 수 있는 매출액 성장률 변수도 산업 성장률 변수와 마찬가지로 모델 1, 모델 3-1을 통하여 지분거래 혹은 한쪽 파트너의 상대방 지분 인수와 유의한 관계가 있음을 보여 주었다(가설 3).

세 번째, 지분 거래 과정에서 성장성과 수익성 등 합작 기업을 평가하는 기준들이 일치된 방향을 보여주고 있을 경우보다는 불일치할 경우 지분 거래가 더 용이하게 발생할 것인지를 검증한 수익성과 성장성의 동일 방향 여부 변수는 5% 수준 이하에서는 유의한 결과를 보여주지 못하였으나, 10% 수준에서는 연구가설을 지지한다고 볼 수 있다. 이는 합작 기업의 성장성과 수익성이 모두 양호하거나 불량할 경우 합작 기업 가치에 대한 양 파트너의 가치 평가가 일치할 가능성이 높고 이러한 상황에서는 합작 파트너가 서로 상대방의 지분을 인수하려고 하거나(성장성, 수익성이 모두 좋은 경우), 두 파트너 모두 지분 인수를 원하지 않거나 오히려 매각을 원할(성장성, 수익성이 모두 나쁜 경우) 가능성이 높아 지분 거래가 발생할 가능성이 낮은 것으로 볼 수는 있으나, 유의 수준이 낮은 점은 해석에서 주의해야 할 부분이다. 외국인 파트너와 국내 파트너의 상대방 지분 인수의 영향 요인을 각각 검증한 모델 2-1과 모델 3-1을 통해서도 이러한 사실을 다시 한 번 확인할 수 있다. 즉 수익성이 높은 경우에는 외국인 파트너가 성장성이 높은 경우에는 국내 파트너가 상대방의 지분을 인수하는 것으로 나타났다.

네 번째, 수익성을 중시하는 외국인 파트너가 수익성과 관련된 합작 기업의 불확실성이 제거될 경우 상대 파트너의 지분을 인수할 가능성을 검증하기 위한 수익성 변수는 부분인수 모델(모델 2-1) 및 전체인수 모델(모델 2-2)에서 모두 5% 유의 수준에서 지지되었다. 따라서 외국인투자기업들은

합작 기업에 내재된 수익성에 관한 불확실성이 제거되는 시점에 상대방의 지분을 인수하여 통제를 강화하고, 단독 투자로 전환하고자 할 가능성이 높을 것으로 해석할 수 있다.

다섯 번째, 국내 파트너가 성장성과 관련된 합작 기업의 불확실성이 제거될 경우 상대 파트너의 지분을 인수할 가능성을 검증하기 위한 산업 성장률 변수는 부분인수 모델에서는 1% 수준에서 유의한 결과를 보여 주었으나 전체 인수 모델에서는 유의한 결과를 보여 주지 못하였다. 부분 인수 모델과 전체 인수 모델과의 관계는 한 파트너가 상대 파트너 지분을 점진적으로 인수함으로써 중국에 전체를 인수하게 되는 것으로 보아 부분 인수가 전체 인수로 가기 위한 전 단계로 해석하거나 또는 전체 인수는 부분 인수와는 별개로 상대 파트너가 합작에서 철수함으로써 상대방의 지분을 떠안게 되는 것으로도 해석할 수 있다. 부분인수 모델(모델 3-1)에서 유의하였던 시장 성장성 변수가 전체 인수 모델(모델 3-2)에서 유의하지 않은 것은 상대 파트너의 철수로 인해 성장성과 상관없이 지분을 인수하게 된 경우로 해석하는 것이 가능할 것이다. 특히 전체 인수의 경우 국내 파트너가 30대 그룹의 계열 기업일 경우 5%의 유의 수준에서 외국인 파트너의 지분을 인수하는 것을 보여 주었다. 이는 외국인 파트너가 매각옵션(옵션계약이 체결되어 있을 경우)을 행사한 하였거나, 국내 대기업의 경우 다양한 분야에 여러 계열기업을 가지고 있음으로써 합작기업과 자원의 보완 가능성이 높아 외국인 파트너의 지분을 인수한 것으로 해석할 수 있다. 이러한 해석은 국제합작투자를 콜 옵션으로서 만이 아니라 풋 옵션으로도 접근해야 할 필요성을 제기하는 것으로서, 향후 심층적인 분석이 필요하다.

한편 일본기업들의 경우는 미국과 유럽기업들과

상기한 결과를 보이는가를 살펴보기 위해 일본파트너의 경우를 분리하여 추가적으로 분석한 결과 외국인 파트너가 일본 기업일 경우에는 국내 파트너에게 지분 양도를 잘 하지 않는 경향이 있음을 보여주었다. 이러한 사실을 일본기업들은 옵션적 접근보다 장기적 관계를 중시하는 것으로 해석할 수 있는지에 대해서는 추가적 연구가 있어야 할 것이다.

여섯 번째, 매출액 성장률 변수는 산업 성장률 변수와 마찬가지로 부분인수 모델에서는 5%에서 유의한 결과를 보여 주었으나, 전체 인수 모델에서는 유의한 결과를 보여 주지 못하였다. 이 경우에도 산업 성장률 변수와 마찬가지로 한국 시장에서 철수를 원하는 외국인 파트너의 지분을 국내 파트너가 인수하였을 가능성을 배제할 수 없다.

한편 통제 변수로 도입된 과거 지분 인수 경험 여부 변수는 1% 수준에서 유의한 결과를 보여 주어 이전에 지분구조 변화가 있었다는 것이 새로운 지분 거래를 촉진하는 것으로 해석되며 이는 단계적 투자과정을 전제하는 실물옵션의 기본성격과 일치하는 것으로 볼 수 있다. 한편 외국인 지분 변수는 외국인 인수 모델에서 유의한 결과를 보여 주었는데 이는 외국인 파트너가 많은 지분을 보유하고 있을 때 합작투자가 향후 인수를 전제로 한 옵션 투자적 성격을 강하게 가짐을 의미한다. 신규 합작투자의 경우에는 향후 단독투자로의 용이한 전환을 고려하여 초기에 다수지분을 취득한 것으로 해석이 가능하다. 한편 대기업 계열 그룹에 속한 현지 파트너에 의한 외국인 파트너 지분의 인수는 현지 파

〈표 5〉 지분 거래 시기 및 과정

	Model 1
비균등 지분	.849(.328)**
문화적 거리	.010(.007)
30대 재벌	.472(.331)
기업 규모	.000(.000)
기업 수익성	.117(.117)
매출액 성장률	.391(.199)**
지분 변화 경험	2.353(.358)***
산업 규모	-.222(.122)*
산업 성장률	.087(.027)***
산업수익성	-.001(.006)
수익 성장 불일치 여부	.451(.268)*
Chi-Square	84.518
-2Log Likelihood	607.926
Model Significance	.000

*:p<0.1, **:p<0.05, ***p<0.01 수준에서 유의함. 괄호 안은 표준 오차

〈표 6〉 외국인 및 국내 파트너의 상대방 지분 인수

	외국인 파트너의 인수(Model 2)		국내 파트너의 인수(Model 3)	
	부분인수(2-1)	전체인수(2-2)	부분인수(3-1)	전체인수(3-2)
외국인 지분	.039(.010)***	.072(.016)***	-.003(.011)	-.030(.013)**
문화적 거리	.014(.011)	.011(.016)	.014(.011)	.019(.013)
30대 재벌	-.156(.516)	.466(.783)	.655(.394)*	1.035(.478)**
기업 수익성	.474(.183)**	.954(.240)***	-.395(.217)*	-.501(.390)
매출액 성장률	.154(.361)	.409(.499)	.417(.216)**	-.195(.320)
산업 성장률	.047(.039)	.023(.045)	.132(.038)***	.057(.042)
산업 규모	-.290(.206)	-.211(.293)	-.471(.179)**	-.703(.217)***
산업 수익성	.004(.007)	.003(.011)	.018(.012)	.027(.019)
기업 규모	.000(.001)	.000(.001)	.000(.001)	.000(.001)
지분 변화 경험	2.249(.484)***		1.661(.554)**	
Chi-Square	52.566	68.557	42.475	33.343
-2Log Likelihood	304.929	261.350	288.265	191.548
Model Significance	.000	.000	.000	.000

*:p<0.1, **:p<0.05, ***p<0.01 수준에서 유의함, 괄호 안은 표준 오차

트너가 대규모 기업일 경우 협상력이 높아 외국인 파트너의 지분 인수가 용이한 것으로도 해석이 가능하다. 한편 국내 파트너의 성장 지향적 성격은 수익 위주의 경영 관행이 정착화 되기 이전인 외환 위기 이전의 상황에서 두드러진 현상으로 시기와 상관없이 한국기업의 일반화된 특징으로 해석하는데에는 무리가 있을 수 있다.

VI. 결 론

6.1 결론 및 시사점

합작 기업을 시장의 불확실성에 대한 방어 및 활

용 메커니즘으로 파악하는 실물 옵션 관점에 의거하여 본 연구에서는 수익성 및 매출, 성장성 등에 대한 불확실성이 높은 상황에서 단독 투자에 비해 자원의 투입정도가 낮은 합작 투자 방식을 선택하고, 합작 기업 가치에 대한 불확실성이 해소되면 상대 파트너의 지분을 인수하는 과정에서 합작 파트너 간 지분 거래가 발생함을 검증하고자 하였다(Bowman & Hurry, 1993; Hurry, 1993; Kogut, 1991) 또한 합작 파트너 간 지분 거래 과정에서 합작 기업의 가치 평가 기준인 성장성 및 수익성 방향이 일치하지 않을 경우 양 파트너의 기업 가치 평가에 차이를 가져와 지분 거래가 용이할 것으로 예상하였다. 마지막으로 외국인 파트너와 국내 파트너가 서로 다른 전략적 관점을 가짐으로써 지분 거래가 용이할 것으로 예상하였다.

실증 분석 결과 시장성장성, 매출액 성장성, 수익성이 높은 상황에서 양 파트너 간 지분 거래가 발생할 가능성이 높은 것으로 나타났으며, 수익성과 성장성이 모두 좋거나 모두 나쁜 경우보다 수익성과 성장성 변수의 방향이 불일치할 경우에 지분 거래가 발생할 가능성이 높은 결과를 보여 주었다. 또한 외국인 파트너는 수익성이 높은 시점에서, 국내 파트너는 매출액 성장성, 시장 성장성 등 성장성이 높은 시점에서 상대방의 지분을 인수할 가능성이 높다는 결과를 보여 주었다. 이는 1980년대의 국내 시장과 같이 시장의 규모 및 성장에 관한 불확실성이 높은 시점에 설립된 합작 투자 기업은 실물 옵션으로서의 성격이 크고, 합작 기업을 둘러싼 불확실성이 해소되면 지분 인수를 통해 성장 기회를 독자적으로 획득하고자 하는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 실물 옵션을 도입하여 신규설립 합작 기업 내 양 파트너 간 지분 거래 발생의 원인, 시기, 과정에 대해 논리적으로 설명하고, 이를 실증적으로 검증하였다는 데 그 의의가 있다. 합작 파트너 간 지분거래에 관해 기존의 연구들이 지분 거래 발생을 전제로 어느 파트너의 지분이 증가할 것인가에 대해 이론적인 방향성을 제시하는 것에 그친 데 반해, 본 연구에서는 불확실성에 대한 방어 및 활용 메커니즘인 실물 옵션으로서의 합작투자의 성격을 규명함으로써 합작 기업이 단독 투자 기업으로 전환되는 현상의 근본 원인, 시기 및 지분 거래 과정에 대해 능동적이고 전략적인 방향성을 제시하여 주고자 하였다. 또한 기존의 실물옵션에 대한 연구들이 최종 인수를 위한 전초 단계로서 M&A형 합작투자 또는 점진적 투자 확대를 위한 초기 투자를 주요 연구대상으로 하였던 데 비해 실물옵션 이론의 적용 범위를 신규 설립 합작 투자에

계까지 넓히고자 하였다.

위와 같은 결과를 통하여 다음과 같은 전략적 시사점을 얻을 수 있다. 우선 합작 투자 기업을 실물 옵션으로 적극 활용해야 할 필요성이 높다. 실물 옵션으로서의 합작 투자는 시장의 불확실성에 대한 방어 및 활용 메커니즘으로서, 새로운 시장에 진출과 같이 위험이 높은 투자에 있어서는, 단독 투자 기업에 비해 위험을 줄이면서도 미래의 불확실성이 해소되면 상대 파트너 지분의 인수를 통해 단독으로 성장 기회를 획득하는 메커니즘으로 활용할 수 있다. 합작 기업의 경영을 통해 상대 파트너가 제공하는 자산에 대한 학습이 이루어지면, 상대 파트너의 지분을 인수하여 단독으로 경영을 하는 것이 가능할 뿐만 아니라 상대 파트너의 지분을 인수 하더라도, 상대방의 제공 자산은 기업 내에 그대로 남게 되므로 필요 자산을 따로 구축할 필요가 없는 장점이 있다(Kogut, 1991). 따라서 불확실성과 위험이 높은 상황에서는 합작 투자 기업을 실물 옵션으로서 적극적으로 활용함으로써 위험회피와 자원보완이라는 장점을 누릴 수 있다. 특히 시장의 규모 및 성격이 동태적 변화 과정에 있는 개발도상국에 진입할 경우에는 현지 파트너와 투자 자원을 분담함과 동시에 상대 파트너의 보완적 자산을 활용하여 단계적으로 지분율을 확대할 수 있는 합작 투자 기업을 선택할 수 있다.

두 번째, 합작 투자 기업을 실물 옵션으로 활용하기 위해서는 지분 인수에 관한 조항을 합작 초기에 미리 설정해야 할 필요가 있다. 이러한 옵션 조항이 없을 경우 향후의 지분 인수는 파트너 간 사후협상에 의해 결정되므로 많은 협상 비용을 발생시키거나, 인수 자체가 불가능해 질 수도 있다. 인수 또는 매각옵션을 계약서상에 명확히 설정함으로써 사후적 옵션행사가 용이하도록 해야 할 것이다.

세 번째, 상대방의 지분을 인수하여 단독 투자로 전환해야 할 필요가 높다고 판단되는 합작 투자에서 합작 당시에 옵션 조항을 설정하지 못하였을 경우에는 향후 협상력의 원천으로 작용할 가능성이 있는 다수지분을 확보함으로써 이후의 협상에 대비하는 것이 필요하다.

네 번째, 합작 기업을 실물 옵션으로 활용하기 위해서는 합작 기간 중에 상대 파트너가 제공하는 유, 무형의 자산 및 시장에 대한 철저한 학습이 뒷받침되어야 할 것이다. 상대 파트너의 자산을 인수하였다 할지라도 그러한 자산을 효율적으로 활용하기 위해서는 이를 활용할 수 있는 학습이 뒷받침되어야 할 것이기 때문이다. 지속적 학습을 통해 불확실성을 줄여나가면서 필요 역량을 구축해 나가야 할 것이다.

마지막으로 합작 파트너 선정에 대해서는 두 가지 상반되는 시사점을 이끌어 낼 수 있다. 하나는 향후 상대방 파트너의 지분을 인수하기 위해 자신보다 약한 파트너를 선정함으로써 향후 지분 인수를 용이하게 하는 파트너 선택 전략이 가능하다. 혹은 합작 투자를 통해 사업을 영위해 본 결과가 양호하지 못하였을 경우 폐업을 선택하기보다는 상대 파트너에게 지분을 매각함으로써 투자를 회수하는 전략을 쓰는 것이 가능하다. 이러한 경우는 상대 파트너가 자금력이 있고, 합작 기업과 보완적인 자산을 보유함으로써 합작 자산 인수를 원할 가능성이 있는 대규모 기업을 파트너로 선정하는 것이 유리할 수 있다. 이 두 가지 중에서의 선택은 합작 기업을 인수 옵션으로 활용할 가능성이 높은가 혹은 철수에 대비한 헷지 기능으로 활용할 가능성이 높은가에 달려 있다.

6.2 연구의 한계점과 향후 연구 과제

본 연구는 일정 시기에 진입한 국제합작투자 기업들의 15년간의 동태적 진화 행태를 추적함과 동시에, 동태적 사건 분석에 적합한 연구 방법인 사건사 분석 방법을 도입함으로써 합작 기업의 진화에 관해 엄밀하고 체계적인 실증 연구를 시도하였다. 그러나 이러한 방법론이 양 파트너 간에 발생하는 지분 거래 메커니즘을 모두 반영할 수 있는 것은 아니다. 특히 합작 기업을 실물 옵션으로 활용하기 위한 중요한 요건인 상대 파트너가 제공하는 자산의 학습에 대해서는 자료의 한계로 인해 실증적 검증이 부족하였다. 이를 위해서는 개별 합작투자 기업의 동태적 진화과정에 대한 역사적 사례 연구가 필요할 것이다. 특히 실물옵션의 성격이 상대적으로 명확한 소수의 사례들에 대한 심층적, 역사적 연구가 요구된다.

두 번째, 양 파트너가 이러한 지분 인수를 한 이후의 합작 기업의 성과에 관한 검토가 필요하다. 합작 기업을 실물 옵션으로 활용하여 상대 파트너 지분을 인수한 것이 합작 기업의 성과에 유의한 결과를 가져 왔는지에 대한 연구가 있어야 상대방 지분 인수가 옵션으로서 가치가 있었는지를 명확하게 규명할 수 있을 것이다.

세 번째, 방법론적인 측면에서 본 연구에서 사용된 설명 변수들 중에는 여러 가지 가변변수(time varying covariate)들이 포함되므로 각 시기 별로 사건이 일어날 위험(hazard)이 다르다고 가정된 모델을 사용하여야 하나, 본 연구에서는 매 기간마다 합작투자 기업은 동일한 위험(hazard)에 직면하는 것으로 가정하고, 가변 변수에 대해서는 지난번 사건이 발생한 시점부터 현재의 사건이 발생하기까지의 평균값을 사용하였다. 따라서 이러한

방법론에서는 합작 기업에서 관심 사건이 정확히 어느 시기에 발생하는지를 예측한다고 해석하기 보다는 특정성격을 가진 합작투자기업에서 얼마나 더 빨리 관심사건(본 논문에서는 지분 인수)이 발생하느냐를 제시해 주는 것으로 해석해야 할 것이다.

네 번째, 외국인 파트너의 전략적 관점에 대한 장에 있어서, 외국인 기업들의 국적에 따라 차이가 존재할 가능성이 있다. 그러나 본 연구에서는 표본의 약 80%를 차지하는 미국과 일본 기업들을 중심으로 외국인 파트너의 전략적 관점을 일반화 하였다. 향후 연구에서는 미국기업과 일본기업의 차이에 대한 보다 심도 있는 분석이 있어야 할 것이다.

다섯 번째, 국내 파트너의 전략적 관점에 대해서는 본 연구의 관찰 기간인 80년대 중 후반부터 90년대까지를 중심으로 가설을 도출하였다. 따라서 본 논문에 사용된 국내 파트너의 전략적 관점에 대한 논의를 그 이전 혹은 이후에까지 일반화하는 데에는 매우 신중하게 접근해야 할 것이다.

참고문헌

- 김택권, 박영렬, 송상철 (2000), "해외합작투자 소유 지분 변화 요인에 관한 연구," *국제경영연구*, 11(1), 38-63.
- 이동기, 김명숙, 조영곤 (2001), 합작 기업의 성과와 지분 구조 변동에 관한 연구, *국제경영연구*, 12(2), 169-192.
- Anderson, E. (1990), "Two Firms, One Frontier: On Assessing Joint Venture Performance," *Sloan Management Review*, 32(2), 19-30.
- Barkema H.G., & Vermeulen, F. (1997), "What Differences in the Cultural Backgrounds of Partners are Detrimental for International Joint Ventures?," *Journal of International Business Studies*, 28(4), 845-864.
- Beamish, P. W. (1987), "Joint Ventures in LDCs: Partner Selection and Performance," *Management International Review*, 27(1), 23-37.
- Blodgett, L. L. (1992), "Factors in the Instability of International Joint Ventures: An Event History Analysis," *Strategic Management Journal*, 13(6), 475-481.
- Bowman, E. H., & Hurry, D.(1993), "Strategy Through the Option Lens: An Integrated View of Resource Investments and the Incremental Choice Process", *Academy of Management Review*, 18(4), 760-782.
- Calori, R., Johnson G., & Sarnin P. (1994), "CEOs' cognitive maps and the scope of the organization," *Strategic Management Journal*, 15(6), 437-457.
- Chi, T. (2000), "Option to Acquire or Divest A Joint Venture," *Strategic Management Journal*, 21, 665-687.
- Child, J., & Yan, Y. (1999), "Investment and Control in International Joint Ventures: The Case of China," *Journal of World Business*, 34(1), 3-15.
- Chung, K.H., & Lee, H. C.(1989), "National Differences in Managerial Practices" In K.H. Chung and H.C. Lee(Eds.), *Korean Managerial Dynamics*. Prager: New York, NY 163-180.
- Chung, K.H. (2000), "The Contingent-Claims Approach to Investment Decisions," *Decision Sciences*, 24(6), 1215-1221.
- Deyo, I. C.(1987), *The Political Economy of the New Asian Industrialism*, Cornell University Press: Ithaca, NY.

- Folta, T.B., & Miller, K.D. (2002), "Real Options in Equity Partnerships," *Strategic Management Journal*, 23, 77-88.
- Franko, L.G. (1971), *Joint Venture survival in multinational corporation*, Praeger Publishers: New York, NY.
- Geringer, J. M., & Herbert, L.(1991), "Measuring Performance of International Joint Ventures" *Journal of International Business Studies*, 22(2), 249-253 .
- Hamel, G. (1991), "Competition for Competence and Inter-partner Learning within International Strategic Alliances," *Strategic Management Journal*, 12(1), 83-103.
- Harrigan, K. R.(1988). "Strategic Alliances and Partner Asymmetries." In F. Contractor & P. Lorance(Eds.), *Cooperative Strategies in international business*, Lexington Books: Lexington, MA.
- Hennart, J., Roehl, T., Zietlow, D.S.(1999), "'Trojan Horse' or 'Workhorse'? The evolution of U.S.- Japanese Joint Ventures in the United States," *Strategic Management Journal*, 20, 15-29.
- Hennart, J., Kim, D.J. & Zeng, M. (1998), "The Impact of Joint Venture Status on the Longevity of Japanese Stakes in U.S. Manufacturing Affiliates," *Organization Science*, 9(3), 382-395.
- Herath, H., & Park, C. S. (2002), "Multi-Stage Capital Investment Opportunities as Compound Real Options," *The Engineering Economist*, 47(1), 1-27.
- Hitt, M.A., & Middlemist, R.D. (1979), "A Methodology to Develop the Criteria and Criteria Weightings for Assessing Sub-unit Effectiveness in Organizations." *Academy of Management Journal*, 22, 356-374.
- Hitt, M.A., & Tyler, B.B. (1991), "Strategic Decision Models: Integrating Different Perspectives," *Strategic Management Journal*, 12, 327-351.
- Hitt, M., Dacin, T., Tyler, B. B., & Park, D. (1997), "Understanding the Differences in Korean and U.S. Executives' Strategic Orientations," *Strategic Management Journal*, 18(2), 159-167.
- Hofstede, G. (1980). *Culture's consequences: Individual differences in work-related values*, SAGE: Beverly Hills, CA.
- Hurry, D., Miller A.T., & Bowman, E. H.(1992), "Calls on High-Technology: Japanese Exploration of Venture Capital Investment in the United States." *Strategic Management Journal*, 13, 85-101.
- Hurry, D.(1993), "Restructuring in the Global Economy: The Consequences of Strategic Linkages between Japanese and U. S. Firms," *Strategic Management Journal*, 14, 69-82.
- _____ (1994), "Shadow Options and Global Exploration Strategies," *Advances in Strategic Management*, 10A, 229-248.
- Inkpen, A. C., & Beamish, P. W. (1997), "Knowledge, Bargaining Power, and the Instability of International Joint Venture," *Academy of Management Review*, 22(1), 177-202.
- Jensen, M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Killing, P.(1983), *Strategies for Joint Venture Success*, Praeger Publishers: New York, NY.
- Kogut, B. (1988a), "Joint Ventures: Theoretical and Empirical Perspectives," *Strategic Management Journal*, 9(4), 319-332.

- _____ (1988b), "A Study of the Life Cycle of Joint Ventures," *Management International Review*, 26(special issue), 39-52.
- _____ (1989a), "Why Joint Ventures Die So Quickly," *Wisdom From Wharton*, May/June, 70-73.
- _____ (1989b), "The Stability of Joint Ventures: Reciprocity and Competitive Rivalry," *The Journal of Industrial Economics*, 38, December, 183-198.
- _____ (1991), "Joint Venture and the Option to Expand and Acquire," *Management Science*, 37, 19-34.
- Laurent, A. (1986), "The Cross Cultural Puzzle of International Human Resource Management," *Human Resource Management*, 25, 91-102.
- Lodge, G. C., & Vogel, E.F.(Eds.) *Ideology and National Competitiveness*, Harvard Business School Press: Boston, MA.
- Mata, J., & Portugal, P. (2002), "The Survival of New Domestic and Foreign-Owned Firms," *Strategic Management Journal*, 23, 323-343.
- Merton, R.C. (1973), "Theory of Rational Option Pricing," *Bell Journal of Economics and Management Science*, 4, 141-183.
- Miller, L. T. & Park, C. S. (2002), "Decision Making Under Uncertainty-Real Options to the Rescue?," *The Engineering Economist*, 47(2), 105-150.
- Myers, S. C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5, 147-176.
- Park, S. H., & Ungson, G. R.(1997), "The Effect of National Culture, Organizational Complementarity, and Economic Motivation on Joint Venture Dissolution," *Academy of Management Journal*, 40(2), 297-308.
- Parkhe, A. (1993), "Messy Research, Methodological Predisposition, and Theory Development in International Joint Ventures," *Academy of Management Review*, 18(2), 227-268.
- Regina C. Elandt-Johnson & Norman L. Johnson. (1980) *Survival models and data analysis*, Wiley: New York, NY.
- Reuer, J. (1998), "The Dynamics and Effectiveness of International Joint Ventures," *European Management Journal*, 16(2), 160-168.
- _____ (2000), "How Real are Real Option? The Case of International Joint Ventures," In Hitt, M. A., Amit, R., Lucier, C., & Nixon, R. (Eds.), *Creating Value: Winners in the New Business Environment*: 61-84, Blackwell: Oxford, UK.
- Simiar, F.(1983). "Major Causes of Joint Venture Failures in the Middle East: the Case of Iran," *Management International Review*, 23(1), 58-68.
- Yan, A., & Gray, B.(1994). "Bargaining Power, Management Control, and Performance in United States-China Joint Ventures: A Comparative Case Study," *Academy of Management Journal*, 37(6), 1478-1517.
- Yan, A. (1998), "Structural Stability and Reconfiguration of International Joint Ventures," *Journal of International Business Studies*, 29(4), 773-976.
- Yan, A., & Zeng, M. (1999), "International Joint Venture Instability: A Critique of Previous Research, A Reconceptualization, and Directions for future Research," *Journal of International Business Studies*, 30(2), 397-414.
- Yoo, S., & Lee, S.M. (1987), "Management style and Practice of Korean Chaebols," *California Management Review*, 29, 95-110.

An Empirical Study on the Factors Influencing Acquisition of the other partner in the IJVs: Real Option Perspective

Dong Kee Rhee* · Myoung Sook Kim**

Abstract

This paper adopts the perspective that international joint ventures(IJVs) are created as real options to exploit uncertain environments. The exercise of the option is accompanied by an acquisition of the other partner in the joint venture. We investigated which factors would trigger the acquisition of the other partner in the IJVs in Korea. The empirical results show that as the profitability and growth opportunity of the joint venture increase, the acquisition of one partner by the other partner also increases. Especially when the directions of the profitability and growth opportunity are not the same, for example, the profitability is high but the growth potential is low or vice versa, the likelihood of acquisition is higher than when both the profitability and growth opportunity are high or low. The results also indicate that the strategic orientations of the foreign partner and the local partner are different. The foreign partner is more likely to acquire the local partner when the profitability is high, while the local partner tends to acquire the foreign partner when the growth opportunity is high.

Key words: International Joint Venture, Evolution, Acquisition, Real Option Theory, Event History Analysis

* Seoul National University.

** Samsung Electronics Corp.