

한국기업의 해외기업인수는 주주 부를 감소시키는 사건인가? 생존전략가설, 역내부화가설 및 다국적 네트워크가설을 중심으로*

정태영(제1저자)
홍익대학교 경영대학 교수
(tychung@hongik.ac.kr)
박지훈
고려대학교 경영대학 박사과정
(sandy@korea.ac.kr)

지금까지 해외기업 인수·합병에 관한 국내의 선행연구들은 국내기업의 해외기업인수 공시가 인수기업의 가치(株主 富)에 부정적인(-) 영향을 미친다는 데에 의견을 함께하고 있다. 이러한 결과는 미국기업을 중심으로 한 선행연구들의 결과와 상반되는 것으로 우리나라에서는 해외기업인수가 국제화를 통해 초과수익을 추구하는 전략이라기보다는 치열한 국내외 경쟁에서 살아남기 위한 생존전략의 한 방안으로(생존전략가설) 해석되고 있다.

그러나 기존의 국내 선행연구에서는 표본의 수가 작고, 표본이 비교적 짧은 기간에 분포되어 있어서 일반적인 결론을 이끌어내기에는 다소 무리가 따를 뿐 아니라, 선행연구에서 해외기업인수로 분류된 표본 중에는 상당수가 신규투자, 해외합작투자, 또는 경영권의 인수가 없는 단순지분투자인 경우가 포함되어 있어, 해외기업인수 공시효과를 검증한다는 연구목적에 고려해 볼 때 표본선정 과정에서 다소 문제점이 있었던 것으로 생각된다.

이에 본 연구에서는 1986년에서 2004년까지 비교적 긴 기간(19년) 동안의 충분한 수의 사건을 철저히 분석하여 표본을 선정한 후, 한국기업의 해외기업인수 공시가 인수기업의 가치에 미치는 효과(해외기업인수 공시효과)를 분석하고, 아울러 해외기업인수 공시효과에 영향을 미치는 요인(해외기업인수 공시효과 결정요인)에 관해 탐색적인 분석을 시도해 보았다. 분석 결과, 선행연구에서와 달리 인수기업의 누적평균초과수익률(CAAR)이 (비록 통계적으로 유의적이지는 않지만) 사건 기간 내내 지속적으로 양(+)의 부호를 보이고 있어 투자자들은 국내기업의 해외기업인수가 인수기업의 가치에 부정적인(-) 영향을 미치는 사건이라고 인식하지 않고 있음을 알 수 있었다. 한편, 해외기업인수 공시효과 결정요인 분석에서는 기술습득을 목적으로 한 해외기업인수의 경우 여타 동기에 의한 해외기업인수에 비해 기업가치가 더욱 증가하는 것으로 나타나 국내기업의 해외기업인수를 설명하는 이론으로는 역내부화가설이 적절한 것으로 나타났다. 또한, 개도국 기업을 인수하는 경우, 인수기업의 가치가 하락하는 것으로 밝혀졌으며, 인수기업과 피인수기업간 업종관련성은 인수기업의 가치에 영향을 미치지 않는 것으로 나타나 다국적 네트워크가설은 지지되지 않는 것으로 나타났다.

주제어: 해외기업인수, 해외기업인수 공시효과, 해외기업인수 공시효과 결정요인

1. 문제제기 및 연구목적

우리나라 기업의 국제화 추세와 함께 해외기업인수가 한국기업의 중요한 해외시장 진입 수단인 하나로 자리잡아가고 있다. 외환위기 이후 유동성위

기 극복을 위해 해외사업을 축소, 정리하는 과정에서 한동안 해외기업인수가 크게 위축되기도 하였으나 1999년 이후 기업구조조정이 마무리되면서 다시 증가하는 추세를 보이고 있다.

그러나 이와 같은 해외기업인수 증가 추세에도 불구하고 국내기업의 해외기업 인수·합병에 관한

논문접수일: 2006. 1 게재확정일: 2006. 4

* 본 논문은 2004학년도 홍익대학교 교내연구비에 의하여 지원되었음.
본 논문에 대해 유익한 조언을 해주신 익명의 두 심사자에게 깊은 감사를 드립니다.

학문적 연구는 다소 미흡하였다. 그동안 정형찬(1992), 강호상·성용모(1994), 지호준·전용갑(1999) 등이 국내기업의 해외기업인수 공시가 인수기업의 주가에 미치는 영향, 즉 해외기업인수 공시효과(announcement effects)를 분석하였으나 표본의 수가 작을 뿐 아니라, 표본이 비교적 짧은 기간에 분포되어 있어서 일반적인 결론을 이끌어내는 데에는 무리가 있었다.¹⁾ 더욱이 해외기업인수 공시효과를 검정한다는 연구목적에도 불구하고 선행연구에서 해외기업인수로 분류된 표본 중 상당수가 신규투자, 추가투자, 또는 해외합작투자로서 표본 선정과정에 다소 문제점이 있었던 것으로 보인다. 이러한 문제는 특정의 사건을 공시한 기업이 동 사건이 해외기업인수, 신규투자, 추가투자, 해외합작투자 중 어디에 해당하는지 명확하게 공시를 하지 않았기 때문에 발생한 것으로 생각된다.²⁾ 따라서 증권거래소 공시자료(증권시장 또는 전자공시시스템(<http://kind.sm.krx.co.kr>))만으로는 특정 사건이 해외기업인수에 해당하는지 여부를 확실하기 어려운 경우가 있으며, 이러한 경우에는 한국언론재단의 카인즈검색(<http://www.kinds.or.kr>)을 추가적으로 이용하는 것이 바람직하다.³⁾

이에 본 연구에서는 1986년에서 2004년까지 19년간의 비교적 긴 기간 동안의 충분한 수의 사건을 면밀히 분석하여 표본을 선정한 후, 한국기업에 의한 해외기업인수 공시효과를 분석해 보고, 아울러 어떠한 경우에 공시효과가 크게 나타나는지,

즉 공시효과에 영향을 미치는 요인(이하에서는 공시효과 결정요인이라 함)에는 어떠한 것들이 있는지에 관해 탐색적인 연구를 실시해 보고자 한다.

이러한 연구노력은 우리나라 경제의 국제화, 개방화, 글로벌화 추세와 함께 국내기업의 해외기업인수가 점차 증가하고 있을 뿐 아니라 해외기업에 의한 국내기업 인수 또한 점차 증가하는 추세에 비추어 볼 때 매우 시의적절하다고 생각된다. 외환위기 이후 한동안 국내기업의 해외기업인수가 줄어들기도 하였으나 최근 글로벌 시장에서의 기술경쟁이 점차 치열해짐에 따라 부족한 기술을 단기간에 습득하기 위한 방편으로 해외기업인수를 선호하는 기업이 다시 증가하고 있으며, 따라서 국내기업의 해외기업인수 공시가 인수기업의 가치(주주 부)에 미치는 효과를 분석하고 해외기업인수 공시효과에 영향을 미치는 요인을 탐색해 보는 것이야말로 국내기업의 해외기업인수 전략 수립에 큰 도움을 줄 수 있을 뿐 아니라, 국내기업의 해외매각 전략을 수립하는 데에도 매우 유익할 것으로 생각된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 먼저 제Ⅱ장에서 해외기업인수 공시효과 및 공시효과에 영향을 미치는 요인에 관한 국내의 선행연구에 대해 살펴본 후, 제Ⅲ장에서는 실증분석 모형을 제시한다. 이어 제Ⅳ장에서는 분석결과에 대해 설명하고, 마지막으로 제Ⅴ장에서는 연구 결과를 요약하고 본 연구의 한계와 앞으로의 연구방향에 대해 논의한다.

1) 정형찬(1992)은 1986년부터 1991년 12월말까지 해외기업을 성공적으로 인수한 30개 기업을 표본으로 사용하였고, 강호상·성용모(1994)는 1984년부터 4월말까지의 기간동안에 해외기업을 인수한 24개 기업을 표본으로 사용하였으며, 지호준·전용갑(1999)은 1988년~1997년에 해외기업을 인수한 71개 기업을 표본으로 사용하였다.

2) 선행연구(정형찬, 1992; 강호상·성용모, 1994; 지호준·전용갑, 1999)에서 사용된 표본 중 표본 선정에 문제점이 있는 것으로 판단되는 사건들은 순수한 해외기업인수의 공시효과를 검정하기 위해 본 연구의 표본에서 제외하였다(부록 1) 참조).

3) 일부 사건은 카인즈검색을 이용하여도 명확하게 구분하기가 어려우며, 본 연구에서는 이와 같이 구분이 어려운 사건은 표본에서 제외하였다.

II. 선행연구 고찰

1980년대 이래 미국에서의 국내기업 인수·합병에 관한 공시가 인수기업과 피인수기업의 가치(이하에서는 기업의 가치, 주주 부, 주가를 혼용하기로 함)에 미치는 영향(이하에서는 '국내기업인수 공시효과'라고 함)에 관한 연구가 매우 활발하게 이루어지자,⁴⁾ 해외기업인수·합병, 즉 국경을 넘어서 이루어지는 인수·합병에 관한 공시가 인수기업과 피인수기업의 가치에 미치는 영향(이하에서는 '해외기업인수 공시효과'라고 함)에 관한 연구 또한 점차 활기를 띠게 되었다.

Doukas and Travlos(1988)는 해외기업인수에 관한 공시가 인수기업의 가치에 미치는 효과를 분석하였는데, 분석 결과 미국의 다국적기업(multinational corporation)이 피인수기업이 소재한 국가에 처음으로 진출한 경우에는 주가가 유의적으로 상승하였으나, 미국기업이 그 국가에 이미 진출해 있었던 경우에는 비록 비유의적이기는 하지만 해외기업인수로 인해 주가가 하락하였으며, 국내에서만 영업을 하던 미국의 국내기업(domestic corporation)이 처음으로 해외기업을 인수한 경우에는 주가가 비유의적으로 상승하는 것으로 나타났다. 또한 해외기업인수 공시 효과는 선진국 기업을 인수한 경우에 비해 후진국 기업을 인수한 경우 더 크게 나타나고, 인수기업과 피인수기업간의 산업관련성이 낮을수록 더 커지는 것으로 나타났다. 한마디로 Doukas and Travlos(1988)의 연구결과는 다국

적기업은 새로운 지역, 새로운 산업으로 분산투자를 하여 다국적 네트워크를 구축, 자사의 독점적 우위를 적절히 이전함으로써 기업의 가치를 증대시킨다는 다국적 네트워크 가설(multinational network hypothesis)을 지지하고 있다.

Markides and Ittner(1994)의 연구에서도 미국기업의 해외기업인수 공시는 인수기업의 가치에 유의적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났는데 이들은 이러한 결과가 국제분산투자로 인해 다국적기업이 여러 가지 혜택(operational, strategic and financial benefits)을 얻을 수 있기 때문에 나타나는 현상이라고 설명하였다. 한편 공시효과와 방향과 크기에 영향을 미치는 요인, 즉 공시효과 결정요인에 관한 분석에서는 인수기업과 피인수기업간에 사업의 관련성이 높을수록, 인수기업이 속한 산업의 집중도(독과점 정도)가 높을수록, 인수기업의 매출액 대비 광고선전비 비중이 높을수록, 국제경영 경험이 많을수록, 그리고 인수기업의 수익성이 높을수록, 해외기업인수 공시로 인해 인수기업의 가치가 증가하는 것으로 나타났으며, 그밖에 거시경제변수인 세율과 환율도 공시효과에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Morck and Yeung(1992)도 미국기업에 의한 해외기업인수 공시는 인수기업의 가치에 유의적인 정(+)의 영향을 미친다고 보고하였다. 다만, 이러한 현상은 매출액 대비 연구개발비비중(기업규모가 작은 경우) 또는 광고선전비 비중(기업규모가 큰 경우)이 높은 기업의 경우에만 나타났으며, 연구개발비 또는 광고선전비 비중이 낮은 기업에서는 해외

4) 국내기업인수 공시효과에 대해서는 Dodd and Ruback(1977), Dodd(1980), Bradley(1980), Asquith(1983), Asquith, Brunner, and Mullins(1983), Bradley, Desai, and Kim(1983), Eckbo(1983), Malatesta(1983), Ruback(1983), Schipper and Thompson(1983), Jensen and Ruback(1983), Travlos(1987), Berkovich and Narayanan(1993) 등을 참조할 것.

기업인수 공시가 주가에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이들은 이러한 연구결과를 “다국적기업은 지식관련 무형자산(information related intangible assets)을 보유하고 있는 경우 해외로 진출한다”는 내부화이론(internalization theory of multinational firms)을 지지하는 결과라고 설명하였다.

한편 Harris and Ravenscraft(1991)는 미국기업에 의한 미국기업인수 공시효과(국내기업인수 공시효과)와 외국기업에 의한 미국기업인수 공시효과(해외기업인수 공시효과)를 비교 분석하였는데, 분석 결과 미국기업이 미국기업을 인수한 경우보다 외국기업이 미국기업을 인수한 경우 피인수기업의 가치가 더욱 많이 증가하는 것으로 나타났다. 이와 같이 국내기업인수에 비해 해외기업인수의 경우 공시효과가 더욱 크게 나타나는 것은 상품 및 요소시장에서의 불완전성, 정부의 규제 및 정책면에서의 편향(biases), 그리고 자본시장에서의 불완전성 또는 비대칭성 때문이라고 해석하였다. 외국기업들은 미국기업에 비해 연구개발비중이 높은 기업들을 인수하였으며, 외국통화에 비해 달러 가치가 하락하는 경우 피인수기업의 주가가 더욱 많이 상승하여, 환율이 해외직접투자에 영향을 미친다는 Froot and Stein(1991)의 결과를 지지하는 것으로 나타났다.

이상의 연구에서는 해외기업인수 공시가 인수기업(Doukas and Travlos, 1988; Markides and Ittner, 1994; Morck and Yeung, 1992) 또는 피인수기업(Harris and Ravenscraft, 1991)

의 가치에 미치는 영향을 단편적으로 분석하였으나, Eun, Lolodny, and Scheraga(1996)는 외국기업에 의한 미국기업인수 공시 효과를 인수기업(외국기업)과 피인수기업(미국기업)의 짝표본(paired sample)을 이용하여 종합적으로 분석하였다. 분석 결과 외국기업에 의한 미국기업인수 공시는 외국기업의 주주 부와 미국기업의 주주 부를 합한 결합 주주 부(combined shareholder wealth)를 유의적으로 증가시키는 것으로 나타났으나, 이러한 공시 효과는 일본기업-미국기업간 인수에서 가장 크게 나타났고 영국기업-미국기업간 인수에서는 오히려 결합 주주 부가 감소하는 것으로 나타났다. 해외기업인수 공시는 인수기업에 비해 피인수기업의 주주 부를 더욱 많이 상승시켰으며, 피인수기업은 인수기업의 국적에 관계없이 주주 부가 증가하였다. 그러나 인수기업의 경우, 일본기업과 캐나다 기업의 주주 부는 증가한 반면 영국기업의 주주 부는 감소한 것으로 나타났다. 피인수기업의 기업특성변수와 인수기업의 주주 부 변화간의 관계를 조사해 본 결과 피인수기업의 연구개발비 비중이 높을수록 인수기업의 주주 부가 증가하는 것으로 나타나 인수기업은 피인수기업의 연구개발능력을 활용하기 위해 해외기업을 인수한다는 역내부화가설(reverse internalization hypothesis)을⁵⁾ 지지하는 것으로 나타났다.

Seth, Song, and Pettit(2000, 2002)도 외국기업에 의한 미국기업인수 공시가 인수기업과 피인수기업의 가치에 미치는 효과를 종합적으로 분석해 보았다. 이들은 해외기업인수 동기를 시너

5) 다국적기업이 자사가 보유하고 있는 우수한 기술이나 마케팅 노하우와 같은 독점적 우위를 적절하게 활용하기 위해 해외로 진출한다는 가설을 내부화가설(forward internalization hypothesis)이라고 하며, 자사가 보유하고 있지 않은 타사의 독점적 우위를 습득하기 위해 해외로 진출한다는 가설은 역내부화가설(backward internalization hypothesis, or reverse internalization hypothesis)이라고 한다.

지 동기(synergy hypothesis), 경영자주의 동기(managerialism hypothesis), 경영자 과신(오만) 동기(hubris hypothesis)로 구분하고 외국기업이 미국기업을 인수한 경우 이 세 가지 동기가 모두 작용하기는 하지만 시너지 동기가 가장 중요한 동기로 작용한다는 것을 보여주었다. 공시효과 분석 결과 시너지 동기 또는 경영자 과신 동기에 의한 해외기업인수에서는 인수기업의 주주 부와 피인수기업의 주주 부를 합한 결합 주주 부(total wealth gains, combined shareholder wealth)가 증가하지만 경영자주의 동기에 의한 해외기업인수에서는 결합 주주 부가 감소하는 것으로 나타났다. 한편 인수기업의 주주 부는 시너지 동기의 경우 증가하지만 경영자 과신 동기 또는 경영자주의 동기의 경우 감소하는 것으로 나타났다. 시너지를 발생시키는 원천으로는 자원공유(asset sharing), 무형자산의 역내부화(reverse internalization of valuable intangible assets) 및 분산투자(financial diversification) 등을 제시하였으며, 역내부화를 추구하기 위한 목적의 해외기업인수에서는 인수기업의 주주 부가 증가하지만, 자원공유 목적 또는 분산투자 목적의 해외기업인수에서는 인수기업의 주주 부가 증가하지 않는 것으로 나타났다.

우리나라 기업에 의한 해외기업인수는 건수가 그리 많지 않을 뿐 아니라 대부분 1986년 이후에 이

루어졌기 때문에 국내기업의 해외기업인수 공시효과에 관한 연구는 매우 미미하였다. 이러한 가운데 정형찬(1992)은 우리나라 기업에 의한 해외기업인수 공시가 인수기업의 가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석해 보았는데, 분석 결과 해외기업인수는 인수기업의 가치에 중립적이거나 부정적인(-) 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그는 이와 같이 국내기업의 해외기업인수 공시가 인수기업의 가치에 긍정적인(+) 영향을 미치지 않는 것은 우리나라에서는 해외기업인수가 국제화를 통해 초과수익을 추구하기 위한 전략이 아니라 치열한 국내외 경쟁에서 살아남기 위한 생존전략(Shapiro, 1992)의 한 방안으로 추진되었기 때문이라고 해석하였다.⁶⁾

강호상·성용모(1994)의 연구에서도 국내기업의 해외기업인수 공시가 인수기업의 가치에 부정적인(-) 영향을 미치는 것으로 나타나 우리나라 투자자들은 국내기업의 해외기업인수에 대해 바람직하지 않게 생각하고 있음을 알 수 있다. 이들은 공시효과에 영향을 미치는 요인에 관한 추가 분석에서 인수기업과 피인수기업의 산업관련성이 높을수록 인수기업의 가치가 증가한다는 결과를 보여주었다.

지호준·전용갑(1999)의 연구 또한 우리나라 기업의 해외기업인수는 전반적으로 인수기업의 가치를 떨어뜨린다는 기존의 연구결과를 재확인해 주었다. 한편 공시효과 결정요인에 관한 회귀분석에서

6) 전용욱·윤동진(1998)은 1980-90년대 우리나라 가전업체들이 OEM 수출을 위해 대규모 투자를 감행한 상황에서 국내 생산여건 악화 및 선진국의 수입규제 강화로 인해 수출시장을 잃어버릴 위기에 처해지자, 뚜렷한 독점적인 우위도 없이 생존전략(Shapiro, 1992)의 일환으로 해외직접투자를 감행하였다고 주장하였다. 즉, 고도성장기에 물량위주의 수출전략에 따라 철회 불가능한(irreversible) 대규모 투자를 하였기 때문에 단기간에 전략을 바꿀 수 없는 전략적 경직성(strategic rigidity) 문제에 봉착하게 되었으며, 이러한 전략적 경직성하에서 수출환경 변화에 신속하게 대응하기 위해서는 해외시장을 다변화하고, 진입방법을 고도화시키며, 진출제품을 다각화하는 것이 불가피하였다고 주장하였다. 더욱이 박광서·윤동진(1998)과 윤종언(1999)은 우리나라 기업들이 자사의 국제경쟁력, 시장조건, 진입방법 등에 대한 합리적이고 체계적인 분석에 근거하지 않고 최고경영자의 개인적인 판단과 주도하에 해외직접투자를 수행하였다고 주장하였다. 윤종언(1999)은 우리나라 기업의 해외직접투자가 국내업체간의 과점적 경쟁(부화뇌동식 해외진출) 양상을 띠고 있었고, 국내와는 전혀 다른 외국의 경영관행에 대한 철저한 이해 없이 무모하게 이루어졌을 뿐 아니라, 상당수의 피인수기업이 이미 엄청난 적자를 안고 있던 부실기업이었기 때문에 경영권 확보와 경영정상화를 위해 무리한 추가투자를 감행하여 만족할만한 성과를 거두지 못하였다고 주장하였다.

는 중·후진국 기업을 인수하는 경우에 비해 선진국 기업을 인수하는 경우 주가가 더욱 많이 하락하였으며, 지분을 50% 미만 인수한 경우에 비해 50% 이상 인수하는 경우 주가가 더욱 많이 하락하는 것으로 나타났다. 특이한 것은 경영다각화 목적, 해외시장 확보·개척 목적의 해외기업인수에 비해 선진기술을 습득하기 위해 진출한 경우 주가가 더욱 많이 하락하였다는 것이다. 이는 역내부화 이론과 배치되는 결과로 우리나라의 투자자들은 기술습득 목적의 해외기업인수가 성공적으로 이루어질 것으로 생각하지 않고 있다는 것을 단적으로 보여주는 결과로 보인다.

이상과 같은 국내외 선행연구 결과를 종합해 보면, 외국에서는 다국적기업이 해외로 진출하는 경우 인수기업의 가치가 증가하는 반면, 우리나라의 경우 해외기업인수로 인수기업의 가치가 감소하는 것으로 나타났다. 이와 같은 상반된 결과는 외국의 경우 다국적기업이 글로벌 네트워크(내부시장)를 통해 자사의 독점적 우위를 피인수기업에 효과적으로 이전하기 위해서(내부화가설), 또는 자사가 보유하고 있지 않고 있는 피인수기업의 독점적 우위를 습득하기 위해서(역내부화가설) 해외기업을 인수하는데 반해 우리나라의 경우 뚜렷한 독점적 우위가 없는 기업들이 생존전략의 일환으로(생존전략가설) 해외로 진출하였기 때문에(정형찬, 1992; 박광서·윤동진, 1998; 윤종언, 1999; 지호준·전용갑, 1999) 발생한 현상이라고 해석할 수 있다.

그러나 앞서 지적한 바와 같이 국내기업의 해외기업인수 공시효과에 관한 선행연구에서는 표본의 분포가 다소 짧은 기간에 한정되어 있고 표본의 수

도 충분히 크지 않아 일반적인 결론을 이끌어내기에 다소 무리가 있을 뿐 아니라, 표본선정 과정에서 다소 문제가 있었던 것으로 판단된다. 이에 본 연구에서는 1986년에서 2004년까지 19년간의 비교적 긴 기간 동안, 충분한 수의 사건을 면밀히 분석하여 표본을 구성하고, 엄선된 표본을 이용하여 한국기업의 해외기업인수가 인수기업의 가치에 미치는 영향을 측정해 봄으로써 “과연 한국기업의 해외기업인수는 주주 부(인수기업의 가치)를 감소시키는 사건인가?”, “한국기업의 해외기업인수가 인수기업의 가치에 부정적인 영향을 미치는 사건이라면 어떠한 경우에 기업가치 감소효과가 크게 나타나는가?”에 대해 다시 한 번 세심한 분석을 실시해 보고자 한다.

III. 연구모형

3.1 표본의 선정

본 연구에서는 1986년부터 2004년까지 해외에서 외국기업을 인수하겠다고 공시한 증권거래소 상장기업을 표본으로 선정하였다.⁷⁾ 1986년에서 1997년까지의 표본은 선행연구(정형찬, 1992; 강호상·성용모, 1994; 지호준·전용갑, 1999)에서 사용된 표본을 기초로 증권거래소(증권선물거래소)에서 발간하는 증권시장 및 전자공시시스템(<http://kind.sm.krx.co.kr>)을 추가적으로 활용하여 선정하였으며, 1998년 이후의 표본은 증권거래소 전자

7) 분석 기간이 장기인 점은 장점인 동시에 단점이 될 수도 있다(double-edged sword). 하지만, 본 연구에서는 한국기업의 해외기업인수 공시효과에 관한 일반화된 연구결과를 얻기 위해 국내 선행연구의 분석기간을 모두 커버할 수 있는 비교적 장기간의 분석기간을 택하였다.

공시시스템을 이용하여 선정하였다. 아울러 인수동기, 업종관련성(인수기업과 피인수기업간 업종관련성), 인수규모(deal size, 인수금액), 인수지분비율(인수기업이 인수한 피인수기업의 지분) 등의 인수관련 정보를 구하기 위해서 한국언론재단의 카인즈검색(<http://www.kinds.or.kr>)과 재정경제부 해외투자자동계연감을 보조적으로 활용하였다. 본 연구에서 적용한 구체적인 표본선정기준은 다음과 같다.

첫째, 본 연구에서는 순수한 해외기업인수의 공시효과를 검정하기 위해서 해외기업인수의 범위를 '국내기업이 외국에 있는 기존 법인의 경영권을 인수한 경우'로 제한하고, '신규투자(신규로 해외법인을 설립한 경우)', '합작투자(신규로 해외합작법인을 설립한 경우)', '추가투자' 및 '경영권의 인수가 없는 단순한 지분참여 또는 특정 자산인수' 등은 표본에서 제외하였다. 경영권 인수 여부를 판단하기 위해서는 증권거래소 공시자료(증권시장 또는 전자공시시스템) 및 경제신문기사(한국언론재단의 카인즈검색)를 활용하였고, 추가적인 기준으로 '피인수기업(target)의 의결권 있는 주식 20% 이상'을 적용하였다.⁸⁾

둘째, 인수동기, 인수규모, 인수지분비율 등에 관한 구체적이고 확정적인 정보가 포함된 사건만을 표본으로 채택하였으며, 공시 내용 중 '협의중', '진행중', '검토중', '추후 발표 예정' 등과 같이 불확실하거나 애매모호한 표현이 있는 경우에는 표본에서 제외하였다. 셋째, 인수기업의 주가자료가 (주)한

국신용평가 KIS-SMAT에 수록되어 있는 경우만 선택하였다. 인수시점을 전후하여 합병, 청산, 화의, 워크아웃 등으로 인수기업이 상장폐지되었거나 기타의 사유로 인해 추정기간 또는 사건기간 내에 단 하루라도 추가정보가 없는 경우에는 해당 기업을 표본에서 제외하였다. 이상의 과정을 거쳐 최종적으로 선정된 표본은 총 63개이다(〈부록 1〉, 〈부록 2〉 참조).

3.2 공시효과 측정 모형 및 검정방법론

해외기업인수 공시효과는 해외기업을 인수하겠다고 공시한 국내기업들의 공시 시점 전후의 평균초과수익률(average abnormal return, AAR)과 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return, CAAR)로 측정하였으며, 구체적으로 시장모형(market model)을 이용하여 측정하였다. 공시효과를 측정하기 위한 사건기간(event period)은 외국의 경우 공시일⁹⁾ 전 5일에서 공시일 후 5일까지(-5일~+5일) 또는 공시일 전 10일에서 공시일 후 10일까지(-10일~+10일)로 비교적 짧게 설정하였으나(Doukas and Travlos, 1988; Markides and Ittner, 1994, Seth et al, 2000 and 2002).¹⁰⁾ 국내 선행연구에서는 공시일 전 10일에서 공시일 후 20일까지(-10일~+20일: 강호상·성용모, 1994), 공시일 전 20일에서 공시일 후 20일까지(-20일~+20일: 지호준·전용

8) 해외기업 주식의 20% 미만을 인수한 경우는 단순지분투자로 간주하였다.

9) 사건연구방법론(event study approach)에서 단기적인 공시효과를 측정하는 경우에 가장 중요한 고려사항 중의 하나는 정확한 공시일(announcement date)을 포착하는 것이다. 본 연구에서는 '중시공시일'을 사건일로 정의하고 정확한 중시공시일을 찾아내기 위해 선행연구(정형찬, 1992; 강호상·성용모, 1994; 지호준·전용갑, 1999)와 한국언론재단의 카인즈검색(<http://www.kinds.or.kr>) 데이터베이스, 및 증권거래소 공시자료(「증권시장」 또는 전자공시시스템(<http://kind.sm.krx.or.kr>))를 활용하였다. 이 과정에서 선행연구 또는 카인즈검색 데이터베이스에는 포함되어 있으나 「증권시장」지 또는 전자공시시스템에는 포함되어 있지 않은 사건은 표본에 포함시키지 않았다.

10) Morck and Yeung(1993)에서는 사건기간을 (-1,0), (-1,+1), (-2,+2)로 매우 짧게 설정하였다.

갑, 1997), 또는 공시일 전 24일에서 공시일 후 6일까지(-24일~+6일: 정형찬, 1992)로 비교적 넓게 설정하였다.¹¹⁾ 이에, 본 연구에서는 일단 외국에서와 같이 공시일 전 10일에서 공시일 후 10일까지(-10일~+10일)로 사건기간을 설정하여 분석을 실시한 후, 국내 선행연구와의 비교가능성을 위해 공시일 전 20일에서 공시일 후 20일까지(-20일~+20일)로 사건기간을 다소 넓게 설정하여 추가적인 분석을 실시하였다. 한편 시장모델의 회귀계수를 추정하기 위한 추정기간(estimation period)은 사건기간에 따라 공시일 전 244일에서 공시일 전 11일까지(-244일~-11일) 234일간, 또는 공시일 전 244일에서 공시일 전 21일까지(-244일~-21일) 224일간으로 설정하였다.

공시 시점 전후의 인수기업의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률은 2단계로 나누어 측정하였다. 먼저 1단계에서는 시장모델을 이용하여 t 시점에서의 i 기업의 초과수익률을 구하고, 이렇게 구한 초과수익률을 사건기간동안 일별로 누적하여 i 기업의 누적초과수익률을 구하였다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{m,t})$$

$AR_{i,t}$: t 시점에서의 i 기업의 초과수익률

$R_{i,t}$: t 시점에서의 i 기업의 주가수익률

$R_{m,t}$: t 시점에서의 시장포트폴리오

(종합주가지수)의 수익률

α_i : 회귀식($R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \times R_{m,t} + \varepsilon_i$)에서의 회귀상수

β_i : 회귀식($R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \times R_{m,t} + \varepsilon_i$)에서의 회귀계수

$$CAR_{i,t_1,t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

CAR_{i,t_1,t_2} : t_1 일부터 t_2 일까지의 i 기업의 누적초과수익률

이어 2단계에서는 1단계에서 구한 t 시점에서의 각 기업들의 초과수익률($AR_{i,t}$)을 모두 더한 후, 이를 표본기업의 수로 나누어 평균초과수익률(average abnormal return: AAR)을 구하고 평균초과수익률을 사건기간동안 일별로 누적하여 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return: CAAR)을 구하였다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

$$CAAR_{t_1,t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

N : 표본기업의 수

AAR_t : t 시점에서의 표본기업들의 평균초과수익률

$CAAR_{t_1,t_2}$: t_1 일부터 t_2 일까지의 표본기업들의 누적평균초과수익률

다음으로 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR)의 통계적 유의성을 검정하기 위해 단일표본 t-test를 실시하였으며 검정통계량은 아래와 같이 계산하였다.

$$t_{AAR_t} = \frac{AAR_t}{\sqrt{S(AAR_t)}}$$

$$t_{CAAR_t} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{T \times S(AAR_t)}}$$

11) 사건기간을 너무 좁게 설정하면 실제로 정보가 주가에 반영되는 시점이 사건기간에 포함되지 않을 우려가 있고, 반대로 사건기간을 너무 넓게 설정하면 사건과 관련이 없는 다른 정보의 효과가 혼합되어 공시효과가 희석될 수도 있다.

$$\widehat{S}(AAR_t) = \sqrt{\frac{\sum_{i=t_1}^{t_2} (AAR_t - \overline{AAR}_t)^2}{t_2 - t_1}}$$

$$\overline{AAR}_t = \frac{1}{t_2 - t_1 + 1} \sum_{i=t_1}^{t_2} AAR_t$$

$$T = t_2 - t_1 + 1$$

3.3 해외기업인수 공시효과 결정요인에 관한 회귀분석모형

본 연구에서는 해외기업인수 공시효과에 영향을 미치는 요인(해외기업인수 공시효과 결정요인)들을 보다 체계적으로 탐색해 보기 위해 2단계에 걸친 세밀한 분석을 실시하였다. 먼저, 각종 인수관련 변수를 기준으로 전체 표본을 2개씩의 하위 표본으로 나누어 공시효과를 측정해 보았다. 표본을 구분한 기준은 '인수동기', '진출지역', '업종관련성', 및 '인수지분비율'이다. 인수동기에 따라 표본을 '기술도입 동기'와 '기타 동기'로 구분하였고, 진출지역에 따라 '선진국'과 '개도국'으로 구분하였으며, 업종관련성(인수기업과 피인수기업간의 업종 관련성)에 따라 '관련'과 '비관련'으로, 그리고 인수지분비율(인수기업이 인수한 피인수기업의 지분)에 따라 '50% 초과'와 '50% 이하'로 구분하여, 표본에 따라 해외기업인수 공시효과가 어떻게 달라지는지 분석해 보았다.

다음으로 인수관련 각종 변수들이 공시효과에 미치는 효과를 보다 면밀히 측정해 보기 위해 개별기업의 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로, 해외기업인수 공시효과에 영향을 미칠 것으로 예상되는 각종 인수관련 변수 및 기타의 통제변수들을 독립변수로 하여 회귀분석을 실시해 보았으며 구체적인 횡단면 다중 회귀모형은 아래와 같다.

$$CAR_{i,t_1,t_2} = \beta_0 + \beta_1 TECH + \beta_2 EMER + \beta_3 RLTD + \beta_4 HALF + \beta_5 RND + \beta_6 SIZE + \beta_7 FX + \varepsilon$$

CAR_{i,t_1,t_2} : t_1 일부터 t_2 일까지의 i 기업의 누적초과수익률

$TECH$: 인수동기(기술도입동기: 1, 기타 동기: 0)

$EMER$: 진출지역(개도국: 1, 선진국: 0)

$RLTD$: 업종관련성(비관련: 1, 관련: 0)

$HALF$: 인수지분비율(50% 초과: 1, 50% 이하: 0)

RND : 연구개발비비중(인수기업 연구개발비/매출액)

$SIZE$: 상대적 규모(인수규모/인수기업 시가총액)

FX : 환율(원/달러 환율)

ε : 오차항

앞서 지적한 바와 같이 사건연구에서는 사건기간을 너무 좁게 설정하면 실제로 사건이 발생한 시점이 사건기간에 포함되지 않을 우려가 있고, 반대로 사건기간을 너무 넓게 설정하면 사건과 관련이 없는 정보가 주가에 반영되어 공시효과가 희석될 수도 있기 때문에 종속변수인 누적초과수익률은 공시일 전후로 -3일~+3일, -2일~+2일, -1일~+1일, -1일~0일과 같이 다양하게 설정하였다.

독립변수 중 $TECH$ (인수동기)는 역내부화가설(Eun et al, 1994; Seth et al, 2000, 2002)을 검정하기 위한 변수로 기술도입형 해외기업인수의 경우 '1'로 여타 동기(해외시장개척, 다각화, 규제회피 등)에 의한 해외기업인수의 경우 '0'으로 측정하였다. $EMER$ (진출지역)과 $RLTD$ (관련성)은 Doukas and Travlos(1988)가 주장한 국제분산투자효과(글로벌 네트워크 가설)를 측정하기 위해 모형에 포함시켰으며, $EMER$ 는 개도국의 경우 '1'로 선진국의 경우 '0'으로 측정하였고, $RLTD$ 는 인수기업과 피인수기업간에 산업분류기호(SIC code)

와 사업의 특성을 주관적으로 고려하여 관련성이 있다고 판단되면 '1'로, 관련성이 없으면 '0'으로 측정하였다. 내부화가설(Doukas and Travlos, 1988; Harris and Ravenscraft, 1991; Morck and Yeung, 1992; Markides and Ittner, 1994)을 검정하기 위한 변수로는 *RND*(연구개발비 비중)를 포함하였고, 이밖에 통제변수로는 *HALF*(인수지분비율), *SIZE*(상대적 인수규모), *FX*(환율)를 포함하였다. *HALF*는 인수기업이 피인수기업의 지분을 50% 초과하여 인수한 경우 '1'로, 50% 이하 인수한 경우 '0'로 측정하였고, *SIZE*는 '인수규모(deal size)/인수기업 시가총액'으로 측정하였으며, *FX*는 '인수시점의 원/달러 환율(월말 환율)'로 측정하였다.

독립변수 중 *TECH*, *EMER*, *RLTD*, *HALF*는 증권거래소 공시자료(증권시장, 전자공시시스템) 및 일간지 또는 경제신문의 기사를 이용하여 측정하였고, *RND*는 (주)한국신용평가의 KIS-FAS, *SIZE*는 증권거래소 공시자료와 재경부 해외투자통계연감 및 (주)한국신용평가의 KIS-SMAT을 종합적으로 활용하여 측정하였으며, *FX*는 통계청 통계정보시스템(<http://kosis.nso.go.kr>)에서 구하였다.

IV. 분석결과

4.1 해외기업인수 공시효과에 관한 분석 결과

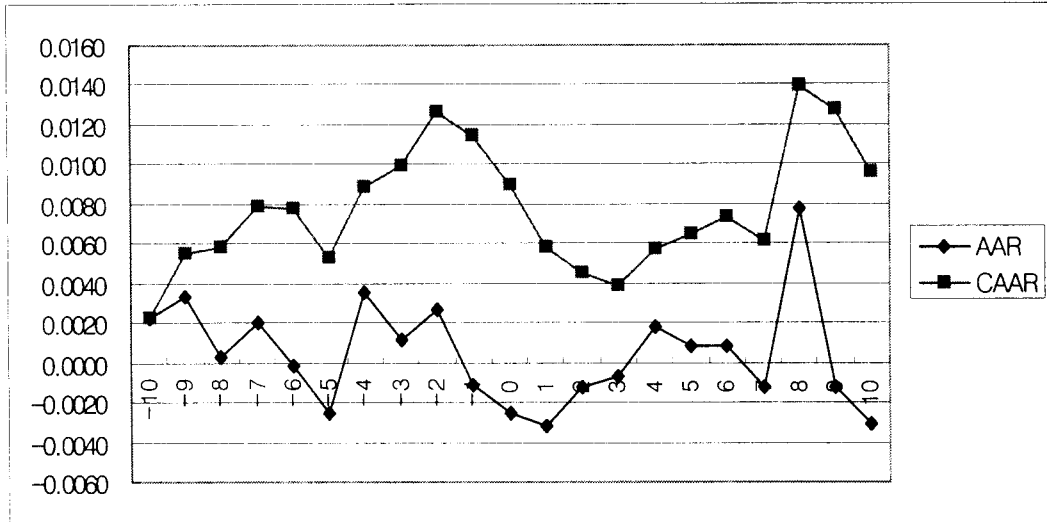
다음의 <그림 1>과 <표 1>에서 볼 수 있는 바와

같이 국내기업이 해외기업인수를 공시한 경우, 공시일 전후로 인수기업의 주가가 상승(11회)과 하락(10회)을 반복하였을 뿐 아니라 상승률과 하락률이 그다지 크지 않아 공시일 후 8일(+8일)을 제외하고는 평균초과수익률(AAR)이 통계적으로 유의한 수준이 아닌 것으로 나타났다. 공시일 전 10일에서 공시일 후 10일까지(이하에서는 -10일~+10일이라 함)의 누적평균초과수익률(CAAR) 또한 10% 수준에서도 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타나 한국기업의 해외기업인수는 인수기업의 가치에 별다른 영향을 미치지 않는 것으로 보인다. 이는 "한국기업의 해외기업인수는 인수기업의 가치에 부정적인(-)인 영향을 미친다." 기존 연구결과를 지지하지 않는 결과이다.

더욱이, +8일의 양(+)의 평균초과수익률이 10% 수준에서 유의적일 뿐 아니라, -10일~+10일까지 사건기간 내내 누적평균초과수익률이 지속적으로 양(+)의 부호를 보이고 있어 비록 단정적으로 말하기는 어렵지만¹²⁾ 투자자들은 한국기업의 해외기업인수를 인수기업의 가치에 중립적인 영향 또는 (약간) 긍정적인(+인 영향을 미치는 사건으로 인식하고 있으며, 최소한 인수기업의 가치에 부정적인(-) 영향은 미치지 않는 것으로 보인다. 다시 말해 국내기업의 해외기업인수 공시가 인수기업의 가치를 증대시키는 요인이라고 말할 수는 없으나, 일단 인수기업의 가치를 떨어뜨리는 요인은 아니라고 보아도 무방할 것으로 생각된다. 이는 그동안의 국내 선행연구 결과(정형찬, 1992; 강호상·성용모, 1994; 지호준·전용갑, 1999)와 상치되는 결과로 Shapiro(1992), 정형찬(1992), 전용욱·윤동진

12) -10일~+10일의 누적평균초과수익률이 통계적으로 유의한 수준이 아니기 때문에 해외기업인수가 인수기업의 가치를 증대시키는 사건이라고 단정하기는 어려울 것으로 생각된다.

〈그림 1〉 한국기업의 해외기업인수 공시효과: 전체 표본(n=63)



〈표 1〉 한국기업의 해외기업인수 공시효과: 전체 표본(n=63)

사건일	평균초과수익률(AAR)		누적평균초과수익률(CAAR)	
	AAR	t-value	CAAR	t-value
-10	0.0023	0.708	0.0023	0.708
-9	0.0033	1.261	0.0055	1.352
-8	0.0003	0.124	0.0059	1.210
-7	0.0021	0.777	0.0079	1.437
-6	-0.0002	-0.062	0.0077	1.215
-5	-0.0025	-1.051	0.0052	0.770
-4	0.0036	1.364	0.0088	1.210
-3	0.0012	0.474	0.0099	1.299
-2	0.0026	0.873	0.0126	1.530
-1	-0.0011	-0.493	0.0115	1.341
0	-0.0025	-1.049	0.0090	1.011
1	-0.0031	-1.268	0.0058	0.632
2	-0.0013	-0.445	0.0046	0.472
3	-0.0007	-0.300	0.0039	0.393
4	0.0018	0.480	0.0057	0.539
5	0.0008	0.264	0.0065	0.592
6	0.0008	0.308	0.0074	0.648
7	-0.0012	-0.500	0.0062	0.531
8	0.0078	1.918*	0.0139	1.134
9	-0.0012	-0.475	0.0127	1.014
10	-0.0031	-1.081	0.0097	0.749

(주) *: p<0.10, **: p<0.05, ***: p<0.01

(1998), 박광서·윤동진(1998), 윤종언(1999), 지호준·전용갑(1999) 등이 주장한 다국적기업의 생존전략가설이 국내기업 해외기업인수의 경우에는 지지되지 않는다는 것을 의미한다.

4.2 해외기업인수 공시효과에 영향을 미치는 결정요인 분석

4.2.1 하위표본을 이용한 공시효과 차이 분석

본 절에서는 해외기업인수 공시효과에 영향을 미치는 요인들을 보다 체계적으로 탐색해 보기 위해 2단계에 걸친 세밀한 분석을 실시하였다. 그리고 해외기업인수 공시효과에 관한 앞 절에서의 분석결과가 '내부화가설'과 '역내부화가설' 중 어느 가설을 지지하는지, 아울러 다국적네트워크가설의 지지여부를 살펴보기 위해서 인수관련 각종 변수를 기준으로 전체 표본을 각각 두 개씩의 하위 표본으로 나누어 표본 간에 공시효과 차이가 존재하는지 분석해 보았다. 표본구분 기준으로는 '인수동기', '진출지역', '산업관련성', 및 '피인수기업 지분'을 사용하였다.¹³⁾ '인수동기'에 따라 전체 표본(n=63)을 '기술도입 동기(n=19)'와 '기타 동기(n=44)'로 나누었고, '진출지역'에 따라서는 '선진국(n=49)'과 '개도국(n=14)'으로 나누었다. '산업관련성'에 따라서는 피인수기업과 피인수기업간의 산업관련성을 기준으로 '관련(n=52)'과 '비관련(n=11)'으로 표본을 구분하였고, 마지막으로 '피인수기업 지분'의 경우 인수기업이 인수한 피인수기업의 지분을 기준으로 전체 표본을 '50% 초과(n=43)'와 '50%

이하(n=20)'로 나누었다.

4.2.1.1 인수동기와 해외기업인수 공시효과

국내기업이 선진기술을 도입하기 위한 목적으로 해외기업을 인수한 경우, 공시일 전후로 인수기업의 주가가 상승(11회)과 하락(10회)을 반복하였을 뿐 아니라 상승률과 하락률이 낮은 수준으로 통계적으로 유의하지 않았으며, 기타 동기(시장 확보, 무역장벽 회피, 인건비 절감 등)에 의한 해외기업 인수에서도 +8일(10% 수준에서 유의적인 양의 평균초과수익률 시현)을 제외하고는 주가가 상승(11회)과 하락(10회)을 반복하였으며 평균초과수익률 또한 매우 낮았다.

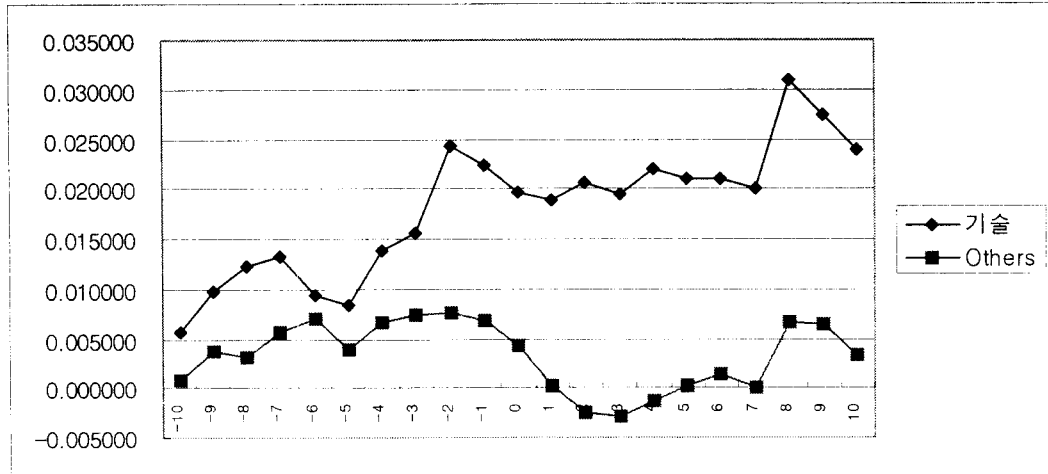
하지만 선진기술을 도입하기 위한 목적으로 해외기업을 인수한 경우 누적평균초과수익률은 사건기간 내내(21일간) 양(+)의 값을 보였고, 특히 -10일~-9일, -10일~-8일, -10일~-7일, -10일~-1일의 누적평균초과수익률은 10% 수준에서 유의적인 양의 값을 보였으며, -10일~-2일의 누적평균초과수익률은 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과로부터 증권시장에서는 기술도입동기의 해외기업인수를 기타 동기에 의한 해외기업인수보다 더 호재로 받아들이고 있음을 알 수 있다.¹⁴⁾

이는 다국적기업은 자사가 보유하고 있지 않은 타사의 독점적 우위를 습득하기 위해서 해외기업을 인수한다는 역내부화가설(Eun et al, 1994; Seth et al, 200, 2002)을 지지하는 동시에 선진기술 습득 동기에 의한 해외기업인수의 경우 경영다각화 동기나 시장확보 동기에 비해 인수기업의 가치가

13) 해외기업인수 공시효과에 영향을 미치는 요인들을 보다 심층적으로 탐색해 보기 위해 다음 절에서는 이러한 해외기업인수 관련 변수들과 기타의 통제변수들을 독립변수에 포함시키고 개별기업의 누적초과수익률을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시한다.

14) 그러나, 집단간 누적평균초과수익률 차이에 관한 검정에서는 표본 간에 유의적인 차이가 존재하지 않는다는 가설은 기각할 수 없었다.

〈그림 2〉 인수동기와 해외기업인수 공시효과 (CAAR)



〈표 2〉 인수동기에 따른 해외기업인수 공시효과 비교 분석

사건일	기술도입동기 (n=19)a				기타 동기 (n=44)				집단간 차이 분석(t-test)	
	AAR	t-value	CAAR	t-value	AAR	t-value	CAAR	t-value	AAR(t값)	CAAR(t값)
-10	0.0057	1.273	0.0057	1.273	0.0008	0.182	0.0008	0.182	0.715	0.715
-9	0.0040	1.230	0.0097	1.773*	0.0030	0.858	0.0037	0.696	0.171	0.665
-8	0.0025	0.730	0.0122	1.899*	-0.0006	-0.187	0.0031	0.489	0.558	0.864
-7	0.0010	0.216	0.0132	1.688*	0.0025	0.769	0.0056	0.790	-0.267	0.630
-6	-0.0038	-1.060	0.0094	1.077	0.0014	0.321	0.0070	0.845	-0.750	0.171
-5	-0.0010	-0.337	0.0083	0.903	-0.0031	-0.994	0.0039	0.438	0.399	0.300
-4	0.0055	1.343	0.0138	1.369	0.0028	0.827	0.0066	0.702	0.470	0.450
-3	0.0019	0.431	0.0157	1.433	0.0008	0.284	0.0075	0.755	0.194	0.489
-2	0.0086	1.755	0.0243	2.019**	0.0001	0.021	0.0076	0.715	1.295	0.930
-1	-0.0019	-0.487	0.0224	1.772*	-0.0008	-0.283	0.0068	0.616	-0.211	0.839
0	-0.0026	-0.653	0.0197	1.486	-0.0024	-0.823	0.0043	0.382	-0.044	0.796
1	-0.0008	-0.274	0.0189	1.389	-0.0042	-1.252	0.0002	0.015	0.611	0.931
2	0.0018	0.465	0.0207	1.466	-0.0026	-0.697	-0.0024	-0.195	0.706	1.099
3	-0.0012	-0.433	0.0194	1.350	-0.0004	-0.140	-0.0028	-0.222	-0.172	1.033
4	0.0026	0.816	0.0221	1.497	0.0015	0.278	-0.0014	-0.100	0.141	1.017
5	-0.0011	-0.269	0.0210	1.369	0.0017	0.406	0.0003	0.020	-0.409	0.986
6	0.0002	0.042	0.0211	1.344	0.0011	0.316	0.0014	0.096	-0.164	0.797
7	-0.0010	-0.320	0.0201	1.259	-0.0013	-0.405	0.0001	0.008	0.061	0.793
8	0.0107	1.032	0.0308	1.620	0.0065	1.718*	0.0066	0.427	0.470	0.903
9	-0.0034	-0.924	0.0274	1.412	-0.0003	-0.077	0.0064	0.401	-0.568	0.768
10	-0.0034	-1.091	0.0240	1.222	-0.0029	-0.761	0.0034	0.210	-0.071	0.733

(주) *: p<0.10, **: p<0.05, ***<0.01

a: 하위표본(sub-sample)의 크기가 30개 이하인 소표본일 경우 대표본에 비해 제2종 오류가 증가해 검정력이 떨어지게 됨으로써 연구결과에 심각한 영향을 줄 수 있다(정형찬, 한국증권학회 학술발표논문, 2005, pp. 305-330). 이러한 점은 본 연구의 한계점으로 지적될 수 있는 문제점이라 생각한다.

많이 하락한다는 지호준·전용갑(1999)의 연구결과와 상치되는 결과로 보인다.^{15),16)}

4.2.1.2 진출지역과 해외기업인수 공시효과

국내기업이 선진국 기업을 인수한 경우(n=49), -4일과 +8일에 각각 10%와 5% 수준에서 유의적인 양(+)의 평균초과수익률을 기록하였을 뿐 아니라, -10일~-6일, -10일~-4일, -10일~-3일, -10일~-2일, -10일~+8일, -10일~+9일의 누적평균초과수익률은 5% 수준에서, 그리고 -10일~-1일, -10일~+10일의 누적평균초과수익률은 10%수준에서 유의적인 양(+)의 값을 보였다. 반면, 개도국 기업을 인수한 경우(n=14)에는 +2일에 5%수준에서 음(-)의 평균초과수익률을 보였을 뿐, 사건기간 동안 평균초과수익률이나 누적평균초과수익률이 통계적으로 유의적인 수준을 보인 날이 거의 없었다.

선진국 표본과 개도국 표본 간에 평균초과수익률 또는 누적평균초과수익률에 있어서 유의적인 차이가 존재하는지 분석해 본 결과 -6일, +2일, +8일에서 집단간 평균초과수익률 차이가 각각 1%, 1%, 10% 수준에서 유의적인 것으로 나타나 개도

국 기업을 인수하는 경우보다 선진국 기업을 인수하는 경우 인수기업의 가치가 더욱 많이 상승하는 것으로 나타났다. 표본간 누적평균초과수익률 차이 또한 -10일~+8일, -10일~+9일, -10일~+10일에서 각각 5%, 5%, 10% 수준에서 유의적인 것으로 나타났다.

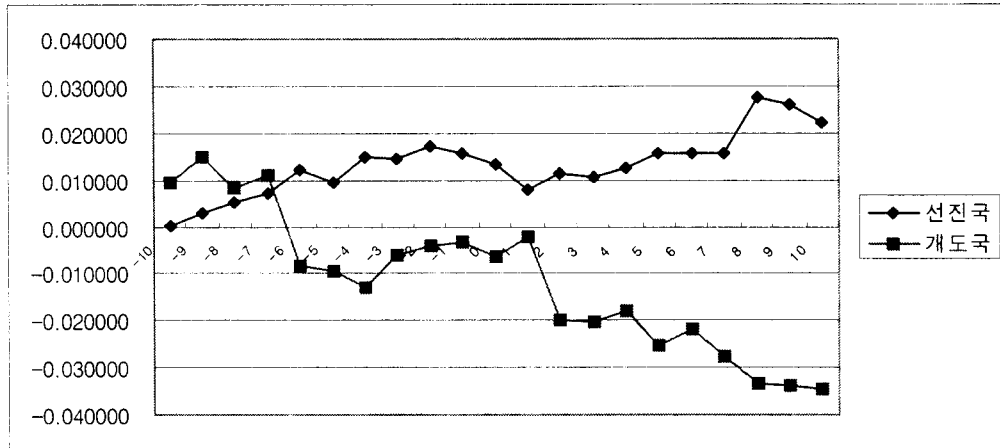
이는 선진국 기업을 인수한 경우에 비해 후진국 기업을 인수한 경우 공시효과가 더 크게 나타난다는 Doukas and Travlos(1988) 및 지호준·전용갑(1999)의 연구결과와 상반되는 것으로 국내기업의 해외기업인수는 다국적기업이 새로운 지역으로 분산투자를 하여 다국적 네트워크를 구축함으로써 기업의 가치를 증대시킨다는 '다국적 네트워크 가설'을 지지하지 않는 결과이다. 이러한 결과는 앞서 기술한 인수동기에 따른 공시효과 차이 분석결과와 일맥상통하는 것으로 보인다. 국내 기업들이 선진국 기업을 인수하는 경우 기술습득을 목적으로 하는 경우가 많은 반면¹⁷⁾ 개도국 기업을 인수하는 경우 시장확보, 경영다각화, 또는 무역장벽 회피 등을 목적으로 하는 경우가 많으므로, 기타 동기에 의한 해외기업인수에 비해 기술도입 동기에 의한 해외기업인수에서 기업가치가 더욱 크게 증가한다

15) 지호준·전용갑(1999)의 연구에서와 동일한 표본기간(1988~1997)을 택하여 분석을 다시 실시해 보았더니 기술도입 동기의 해외기업인수(n=18)에서는 누적평균초과수익률이 사건기간 내내(21일) 양(+)의 값을 보였으며, -10일~-9일, -9일~-8일의 누적평균초과수익률이 유의적인 것으로 나타났다. 반면, 기타 동기에 의한 해외기업인수(n=38)의 경우 -10일에서 유의적인 음(-)의 누적평균초과수익률을 보였으며, 대부분 기술도입을 목적으로 한 경우보다 누적평균초과수익률 및 평균초과수익률이 현저히 낮았다. 또한 집단간 평균 차이 검정에서도 평균초과수익률은 -10일과 -2일에서, 누적평균초과수익률은 -10일에서 통계적으로 유의한 차이를 보였다. 이로부터 지호준·전용갑(1999)의 연구와 상치된 결과는 단순히 기간 설정의 상이로 인해 초래된 것이 아님을 알 수 있다.

16) 기술도입 동기의 인수합병은 제조업체 중심으로 이루어지므로 총 63개의 샘플을 제조업체(44개)와 비제조업체(19개)로 나눈 후, 제조업체 샘플 44개를 다시 기술도입동기(16개)와 기타동기(28개)로 나누어 재분석을 실시하였다. 분석 결과, 기술도입 동기의 해외기업인수에서는 -2일에 10%수준에서 유의적인 양(+)의 평균초과수익률을 보였고, 누적평균초과수익률은 사건기간 내내(21일간) 양(+)의 값을 보였을 뿐 아니라 -10~-9일, -10~-8일, -10일~-7일, -10~-2일, -10일~-1일, -10~0일, -10일~+1일, -10~+2일, -10일~+3일, -10~+4일, -10~+5일, -10~+9일의 누적초과수익률은 통계적으로 (10% 또는 5%수준에서) 유의적이었다. 반면, 기타 동기에 의한 해외기업인수의 경우, -5일의 평균초과수익률이 10%수준에서 음(-)의 유의적인 값을 보였고, 누적평균초과수익률은 사건기간 내내 통계적으로 비유의적이었다. 결국 표본을 제조업체로 한정할 경우에도 주식시장에서는 기술도입동기의 해외기업인수를 기타 동기에 의한 경우보다 더욱 효제로 받아들이고 있음을 재확인 할 수 있었다.

17) 기술도입동기의 해외기업인수는 전부(100%) 선진국 기업을 인수한 경우임.

〈그림 3〉 진출지역과 해외기업인수 공시효과 (CAAR)



〈표 3〉 진출지역에 따른 해외기업인수 공시효과 비교 분석

사건일	선진국 (n=49)				개도국 (n=14)				집단간 차이 분석 (t-test)	
	AAR	t-value	CAAR	t-value	AAR	t-value	CAAR	t-value	AAR (t값)	CAAR (t값)
-10	0.0002	0.088	0.0002	0.088	0.0094	0.793	0.0094	0.793	-1.209	-1.209
-9	0.0026	1.201	0.0029	0.890	0.0055	0.607	0.0149	1.016	-0.452	-1.227
-8	0.0023	1.018	0.0051	1.316	-0.0065	-0.753	0.0084	0.490	1.422	-0.279
-7	0.0019	0.706	0.0070	1.490	0.0028	0.353	0.0111	0.596	-0.139	-0.313
-6	0.0053	1.628	0.0123	2.154**	-0.0196	-3.124	-0.0085	-0.417	3.566***	1.365
-5	-0.0030	-1.344	0.0094	1.522	-0.0009	-0.114	-0.0093	-0.432	-0.364	1.148
-4	0.0056	1.925*	0.0150	2.195**	-0.0035	-0.614	-0.0129	-0.577	1.461	1.365
-3	-0.0005	-0.239	0.0144	2.012**	0.0071	0.913	-0.0058	-0.246	-1.303	1.148
-2	0.0029	0.945	0.0173	2.224**	0.0018	0.208	-0.0040	-0.158	0.144	1.595
-1	-0.0016	-0.732	0.0157	1.940*	0.0005	0.074	-0.0035	-0.133	-0.383	1.076
0	-0.0023	-0.874	0.0134	1.571	-0.0031	-0.564	-0.0065	-0.247	0.136	0.932
1	-0.0053	-2.106**	0.0081	0.904	0.0045	0.678	-0.0021	-0.076	-1.667	0.935
2	0.0035	1.246	0.0116	1.235	-0.0179	-2.657**	-0.0200	-0.702	3.375***	1.359
3	-0.0008	-0.345	0.0108	1.119	-0.0002	-0.040	-0.0202	-0.695	-0.099	1.303
4	0.0017	0.507	0.0125	1.225	0.0022	0.172	-0.0181	-0.573	-0.050	1.201
5	0.0031	1.197	0.0156	1.480	-0.0071	-0.665	-0.0251	-0.757	1.376	1.537
6	0.0001	0.036	0.0157	1.442	0.0034	0.444	-0.0217	-0.639	-0.504	1.371
7	0.0002	0.069	0.0158	1.417	-0.0060	-1.137	-0.0277	-0.806	1.080	1.565
8	0.0117	2.468**	0.0275	2.253**	-0.0058	-0.851	-0.0335	-0.957	1.823*	2.067**
9	-0.0015	-0.652	0.0260	2.098**	-0.0004	-0.041	-0.0339	-0.940	-0.179	1.987**
10	-0.0037	-1.394	0.0223	1.755*	-0.0008	-0.087	-0.0347	-0.935	-0.428	1.841*

(주) *: p<0.10, **: p<0.05, ***<0.01

면, 개도국기업을 인수하는 경우에 비해 선진국 기업을 인수하는 경우 주가가 더 많이 상승할 것으로 예상해 볼 수 있기 때문이다.

4.2.1.3 인수지분비율과 해외기업인수 공시효과
 국내기업이 인수한 피인수기업의 지분에 따라 전체 표본을 '50% 초과'와 '50% 이하'로 나누어 공시효과를 측정해 본 결과, 50% 초과 지분을 인수한 경우에 비해 50% 이하 지분을 인수한 경우에 기업가치가 더욱 증가한다는 지호준·전용갑(1999)의 연구 결과를 지지하는 것으로 나타났다. 다만, <그림 4>에서 볼 수 있는 바와 같이 피인수기업의 지분을 50% 이하 인수하는 경우 사건기간 내내 누적평균초과수익률이 양(+)의 값을 보이고 있으나, -10일~-9일의 누적평균초과수익률만 10%수준에서 유의적인 뿐, 여타 기간에서는 평균초과수익률이나 누적평균초과수익률이 통계적으로 유의한 수준은 아니었다.

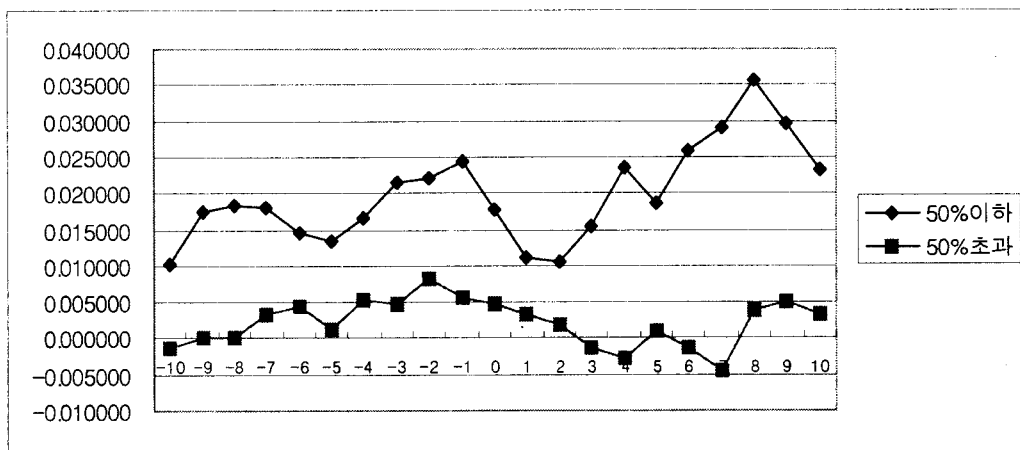
그러나, 집단간의 차이에 관한 t-test 결과는 표본 집단간에 유의적인 차이가 존재하는 것으로 나

타났다. -10일과 +3일에서 평균초과수익률이 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였고, -10일~-9일, -10일~-8일의 누적초과수익률이 각각 5%, 10%의 유의수준에서 양(+)의 값을 보이고 있어 국내기업은 해외기업의 지분을 50%를 초과하여 인수하는 것보다 50% 이하로 인수하는 경우 기업가치가 더욱 증가한다는 것을 확인해 주었다.

4.2.1.4 업종관련성과 해외기업인수 공시효과

인수기업과 피인수기업간의 업종관련성에 따라 전체 표본을 '관련'과 '비관련'으로 나누어 공시효과를 비교 측정해 보았으나, 업종관련성은 기업가치에 중요한 영향을 미치는 않는 것으로 나타났다. 국내기업이 자사와 업종관련성이 있는 해외기업을 인수한 경우 -4일에 10% 수준에서 유의적인 양(+)의 평균초과수익률이 나타났고, 관련성이 없는 해외기업을 인수한 경우 공시일 당일(t=0) 5% 수준에서 유의적인 음(-)의 평균초과수익률을 보였으나 두 집단간 차이 분석 결과 통계적으로 유의적인 차이는 존재하지 않는 것으로 나타났으며

<그림 4> 인수지분비율과 해외기업인수 공시효과 (CAAR)



〈표 4〉 인수지분비율에 따른 해외기업인수 공시효과 비교 분석

사건일	지분 50% 이하(n=20)				지분 50% 초과(n=43)				집단간 차이 분석 (t-test)	
	AAR	t-value	CAAR	t-value	AAR	t-value	CAAR	t-value	AAR (t값)	CAAR (t값)
-10	0.0102	1.300	0.0102	1.300	-0.0015	-0.524	-0.0015	-0.524	1.740*	1.740*
-9	0.0072	1.092	0.0174	1.718*	0.0014	0.636	0.0000	-0.003	1.033	2.011**
-8	0.0010	0.187	0.0184	1.611	0.0000	0.005	0.0000	0.001	0.172	1.783*
-7	-0.0004	-0.073	0.0181	1.453	0.0032	1.001	0.0032	0.567	-0.618	1.261
-6	-0.0035	-0.556	0.0146	1.042	0.0013	0.371	0.0045	0.680	-0.710	0.735
-5	-0.0011	-0.289	0.0134	0.925	-0.0031	-1.049	0.0014	0.194	0.386	0.823
-4	0.0031	0.619	0.0165	1.078	0.0038	1.225	0.0052	0.657	-0.130	0.721
-3	0.0049	1.255	0.0214	1.356	-0.0006	-0.191	0.0046	0.545	1.049	1.018
-2	0.0006	0.207	0.0220	1.372	0.0036	0.849	0.0082	0.867	-0.447	0.781
-1	0.0022	0.493	0.0243	1.457	-0.0027	-1.021	0.0055	0.560	0.996	1.020
0	-0.0065	-1.408	0.0178	1.026	-0.0006	-0.235	0.0049	0.477	-1.144	0.677
1	-0.0067	-1.639	0.0111	0.620	-0.0015	-0.483	0.0034	0.317	-0.976	0.389
2	-0.0006	-0.095	0.0105	0.562	-0.0016	-0.497	0.0018	0.160	0.169	0.423
3	0.0048	1.014	0.0153	0.793	-0.0032	-1.378	-0.0014	-0.125	1.708*	0.788
4	0.0083	1.015	0.0236	1.126	-0.0012	-0.304	-0.0026	-0.219	1.179	1.156
5	-0.0049	-0.698	0.0187	0.844	0.0035	1.135	0.0009	0.069	-1.280	0.753
6	0.0071	1.050	0.0257	1.114	-0.0021	-0.860	-0.0012	-0.095	1.586	1.107
7	0.0032	0.594	0.0289	1.220	-0.0032	-1.317	-0.0044	-0.344	1.255	1.341
8	0.0068	1.027	0.0357	1.452	0.0083	1.605	0.0038	0.275	-0.171	1.206
9	-0.0062	-1.312	0.0295	1.176	0.0011	0.369	0.0049	0.346	-1.341	0.910
10	-0.0061	-1.291	0.0234	0.915	-0.0017	-0.467	0.0033	0.223	-0.728	0.726

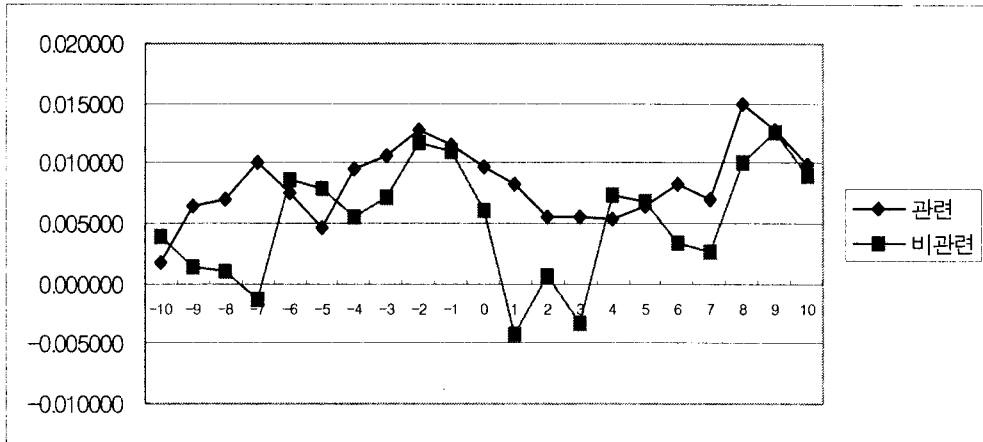
(주) *: p<0.10, **: p<0.05, ***<0.01

〈그림 5〉도 이러한 분석 결과를 지지하는 것으로 보인다.

결국, 국내기업의 해외기업인수에서는 인수기업과 피인수기업간의 업종 관련성은 기업가치에 별다른 영향을 미치는 않는 것으로 보이며, 따라서

Doukas and Travlos(1988)와 Markides and Iitner(1994)가 주장한 국제분산투자효과는 나타나지 않고 있음을 알 수 있다.

〈그림 5〉 업종관련성과 해외기업인수 공시효과 (CAAR)



〈표 5〉 업종관련성에 따른 해외기업인수 공시효과 비교 분석

사건일	관련 (n=51)				비관련 (n=12)				집단간 차이 분석 (t-test)	
	AAR	t-value	CAAR	t-value	AAR	t-value	CAAR	t-value	AAR (t값)	CAAR (t값)
-10	0.0018	0.487	0.0018	0.487	0.0040	0.836	0.0040	0.836	-0.266	-0.266
-9	0.0047	1.523	0.0065	1.523	-0.0026	-0.639	0.0014	0.231	1.090	0.483
-8	0.0005	0.161	0.0070	1.179	-0.0005	-0.149	0.0010	0.144	0.143	0.486
-7	0.0031	1.081	0.0101	1.584	-0.0024	-0.354	-0.0014	-0.148	0.814	0.820
-6	-0.0026	-0.802	0.0075	0.924	0.0099	1.073	0.0085	0.641	-1.568	-0.063
-5	-0.0029	-1.064	0.0046	0.410	-0.0007	-0.149	0.0079	0.562	-0.370	-0.189
-4	0.0050	1.722*	0.0096	1.052	-0.0023	-0.375	0.0055	0.363	1.096	0.218
-3	0.0010	0.371	0.0106	1.117	0.0017	0.319	0.0072	0.450	-0.111	0.171
-2	0.0022	0.681	0.0128	1.295	0.0045	0.548	0.0117	0.653	-0.287	0.053
-1	-0.0012	-0.470	0.0116	1.099	-0.0007	-0.148	0.0110	0.591	-0.082	0.028
0	-0.0019	-0.664	0.0097	0.840	-0.0049	-2.107**	0.0060	0.322	0.497	0.161
1	-0.0015	-0.605	0.0082	0.660	-0.0103	-1.302	-0.0042	-0.207	1.402	0.529
2	-0.0027	-0.822	0.0055	0.358	0.0049	0.956	0.0006	0.030	-1.044	0.198
3	0.0001	0.046	0.0056	0.359	-0.0040	-0.841	-0.0033	-0.155	0.722	0.355
4	-0.0003	-0.072	0.0053	0.306	0.0108	1.352	0.0074	0.322	-1.160	-0.080
5	0.0011	0.326	0.0064	0.389	-0.0006	-0.088	0.0069	0.286	0.218	-0.015
6	0.0019	0.579	0.0083	0.528	-0.0035	-0.880	0.0033	0.137	0.778	0.172
7	-0.0013	-0.484	0.0070	0.411	-0.0007	-0.133	0.0026	0.106	-0.102	0.147
8	0.0079	1.644	0.0149	0.969	0.0074	1.109	0.0100	0.391	0.044	0.154
9	-0.0021	-0.703	0.0128	0.796	0.0025	0.515	0.0125	0.479	-0.695	0.009
10	-0.0030	-0.875	0.0098	0.564	-0.0036	-0.837	0.0089	0.338	0.083	0.027

(주) *: p<0.10, **: p<0.05, ***<0.01

4.2.2 회귀분석을 이용한 공시효과 결정요인 분석

다음으로 인수관련 각종 변수들이 공시효과에 미치는 효과를 보다 면밀히 측정하고자 개별기업의 누적초과수익률을 종속변수로, 해외기업인수 공시효과에 영향을 미칠 것으로 예상되는 각종 인수관련 변수 및 기타의 통제변수들을 독립변수로 하여 다중회귀분석을 실시하였다. 그 결과, 본 연구에서 설정한 총 4개의 모델에서 수정결정계수(adj-R²)가 0.296~0.326로 나타나 모형의 설명력이 비교적 높게 나타났으며, F값이 1%수준에서 유의적이기 때문에 모형의 적합성에는 문제가 없는 것으로 보인다. 더욱이 4개 모델의 수정결정계수와 F값이 거의 같아 모델의 안정성이 매우 높은 것을 알 수

있다.

한편, 독립변수들의 영향력에 대해 살펴보면, 진출시기, 진출지역, 상대적 규모는 누적초과수익률에 유의적인 영향을 미치지만 업종관련성, 인수지분비율, 연구개발비비중, 및 환율은 누적초과수익률에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 기술습득을 목적으로 해외기업을 인수하는 경우 누적초과수익률이 상승하지만 인수기업의 연구개발비비중은 누적초과수익률에 유의적인 영향을 미치지 않는다는 결과는 앞 절에서의 분석 결과를 재확인 시켜주는 결과로 보인다. 즉, 본 연구 결과는 “다국적기업은 자사가 보유하고 있는 독점적 우위를 활용하기 위해 해외로 진출 한다”는 내부화가설을 기각하고 “다국적기업은 자사가 보유하지 않

<표 6> 해외기업인수 공시효과에 영향을 미치는 요인에 관한 회귀분석 결과

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	CAR(-3, +3)	CAR(-2, +2)	CAR(-1, +1)	CAR(-1, 0)
인수동기(기술도입형)	0.074**	0.053***	0.033**	0.032***
진출지역(개도국)	-0.082**	-0.042*	-0.030*	-0.033**
업종관련성(비관련)	-0.012	-0.031	-0.021	-0.015
인수지분비율(50%초과)	0.038	0.020	0.000	0.004
연구개발비비중	0.001	0.001	0.001	0.001
상대적 규모	0.001	0.001	0.001	0.001*
환율	0.000	0.000	0.000	0.000
상수	0.078	0.082	0.041	0.023
Adj-R ²	0.312	0.371	0.296	0.326
F-value	4.827***	5.974***	4.551***	5.067***
표본의 수 ^a	60	60	60	60

(주1) *: p<0.10, **: p<0.05, ***: p<0.01

(주2) ^a: 63개의 최종표본에서 missing value 처리 하지 않은 60개의 표본이 회귀분석에 사용됨.

(주3) 종속변수인 CAR(t,s)는 사건기간인 공시일 전 t일에서 공시일 후 s일까지의 누적초과수익률 (CAR)임. 독립변수는 다음과 같이 측정하였음: 인수동기(기술도입동기: 1, 기타 동기: 0), 진출지역(개도국: 1, 선진국: 0), 업종관련성(비관련: 1, 관련: 0), 인수지분비율(50% 초과: 1, 50% 이하: 0), 연구개발비비중(인수기업 연구개발비/매출액), 상대적 인수규모(인수 규모/인수기업 시가총액), 환율(원/달러 환율)

고 있는 첨단기술을 습득하기 위해 해외로 진출 한다”는 역내부화가설을 지지하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

개도국 기업을 인수하는 경우 누적초과수익률이 하락한다는(선진국 기업을 인수하는 경우 인수기업의 가치가 증가한다는) 결과 및 인수기업과 피인수기업간의 업종관련성은 누적초과수익률에 유의적인 영향을 미치지 않는다는 결과는 “다국적기업은 새로운 지역, 새로운 산업에 진출하여 국제분산투자 효과를 얻고자한다”는 다국적 네트워크 가설을 지지하지 않는(기각하는) 것으로 볼 수 있다. 이밖에 통제변수로 포함된 인수지분비율과 환율도 공시효과에 별다른 영향을 미치지 않는 것으로 나타났으나 피인수기업의 상대적 규모는 4개 모델 중 한 개 모형에서 10% 수준에서 누적초과수익률에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

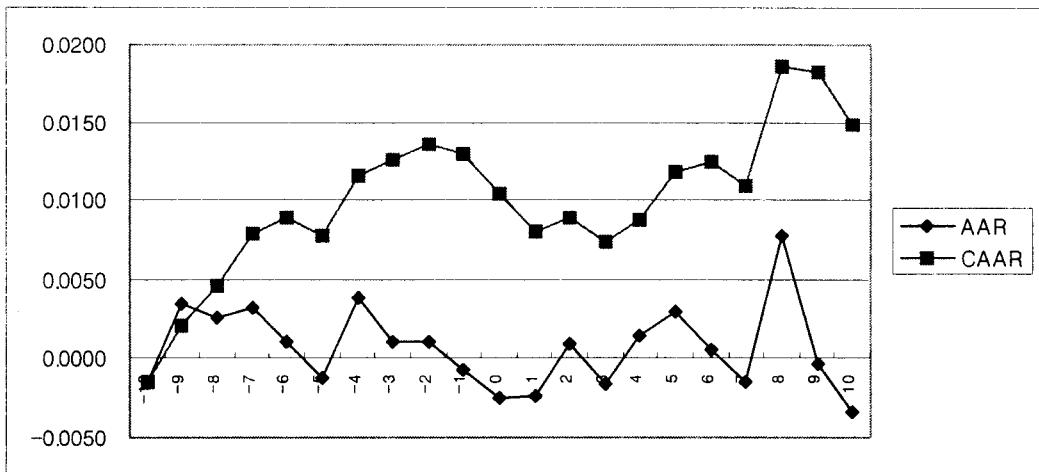
이러한 결과를 종합적으로 고려해 볼 때 국내기업은 선진국의 첨단 기술을 획득하기 위해 해외기업을 인수하고자 하며, 이 경우 증권시장에서는 해외기업인수를 호재로 받아들이고 있음을 알 수 있

다. 따라서 “다국적기업은 생존전략의 일환으로 해외로 진출 한다”는 생존전략가설이나 “다국적기업은 자사가 보유하고 있는 독점적 우위를 적절하게 활용하기 위한 방편으로 해외로 진출 한다”는 내부화가설보다 “다국적기업은 자사가 보유하지 않고 있는 타사의 독점적 우위를 습득하기 위해 해외기업을 인수 한다”는 역내부화가설이 국내기업의 해외기업인수를 보다 잘 설명해 준다는 것을 알 수 있다

4.3 외환위기 이후 기간을 제외한 표본을 이용한 분석

지금까지 살펴본 바와 같이 본 연구는 여러 가지 면에서 국내 선행연구들과 상이한 결과를 보여주고 있다. 이러한 현상은 본 연구와 선행연구에서의 표본의 수, 표본기간 및 사건기간이 상이하거나, 선행연구에서의 표본 선정과정에 다소 문제가 있었기 때문에 발생한 것으로 생각된다. 이에 본 절에서는 선행연구와의 비교가능성을 위해 표본기간과 사건기간을 다소 조정하여 추가적인 분석을 실시해 보았다.

〈그림 6〉 한국기업의 해외기업인수 공시효과 (표본기간:1986년~1997년, n=57)



〈표 7〉 한국기업의 해외기업인수 공시효과 (표본기간: 1986~1997년, n=57)

사건일	평균초과수익률(AAR)		누적평균초과수익률(CAAR)	
	AAR	t-value	CAAR	t-value
-10	-0.0014	-0.563	-0.0014	-0.563
-9	0.0034	1.454	0.0020	0.582
-8	0.0026	1.105	0.0046	1.108
-7	0.0032	1.148	0.0078	1.560
-6	0.0011	0.374	0.0089	1.542
-5	-0.0012	-0.529	0.0077	1.246
-4	0.0038	1.386	0.0115	1.701*
-3	0.0010	0.413	0.0126	1.740*
-2	0.0010	0.344	0.0136	1.743*
-1	-0.0007	-0.336	0.0129	1.596
0	-0.0025	-1.011	0.0104	1.225
1	-0.0023	-0.922	0.0080	0.908
2	0.0009	0.322	0.0089	0.964
3	-0.0015	-0.734	0.0074	0.778
4	0.0014	0.474	0.0088	0.885
5	0.0030	1.105	0.0118	1.145
6	0.0006	0.228	0.0124	1.167
7	-0.0015	-0.607	0.0109	0.998
8	0.0077	1.755*	0.0186	1.578
9	-0.0004	-0.176	0.0182	1.523
10	-0.0034	-1.124	0.0148	1.199

(주) *: p<0.10, **: p<0.05, ***<0.01

먼저 외환위기 이후의 표본(n=9)은 제외하고 1986년에서 1997년까지 외환위기 이전 기간의 표본(n=57)만을 대상으로 국내기업의 해외기업인수 공시효과를 측정해 보았더니 전체 표본(n=63)을 대상으로 한 분석 결과와 큰 차이를 보이지 않았으며, +8일에는 양 표본에서 동일하게 10%수준에서 유의적인 양(+)의 평균초과수익률을 보였다.

더욱이 -10일~4일, -10일~3일, -10일~2일의 누적평균초과수익률이 10% 수준에서 양(+)의 값을 보이고 있어, 외환위기 이후 기간의 표본까지 포함한 경우에 비해 인수기업의 가치가 더욱 많이 증가한 것으로 나타났다. 따라서 최소한 외환위기 기간 포함 여부가 본 연구와 선행연구 간의 상이한 분석 결과를 초래한 것은 아닌 것으로 판단된다.

4.4 사건기간을 넓게 설정한 분석

선행연구와의 비교가능성을 위해 사건기간을 -20일~+20일로 다소 넓게 설정하여 분석을 실시해 보았다. 그 결과, 앞 절에서와 달리 -15일과 -12일에 10%와 1%수준에서 음(-)의 유의적인 평균초과수익률이 나타나 해외기업인수가 인수기업의 가치를 감소시키는 사건이라는 선행연구 결과를 지지하는 것처럼 보였다.

그러나 +8일에서의 평균초과수익률이 10%수준에서 양(+)의 유의적인 값을 보였을 뿐 아니라 사건기간동안 주가가 상승(17회)과 하락(24회)을 반복하였고, 누적평균초과수익률 또한 양(+)의 값을 보인 날이 32일, 음(-)의 값을 보인 날이 19일로 통계적으로 유의적인 값을 보인 날이 전혀 없어 해외기업인수는 인수기업의 가치에 유의적인 영향을 미치지 않는(중립적인) 사건이라고 이해하는 것이 옳을 것으로 판단된다. 따라서 국내기업의 해외기

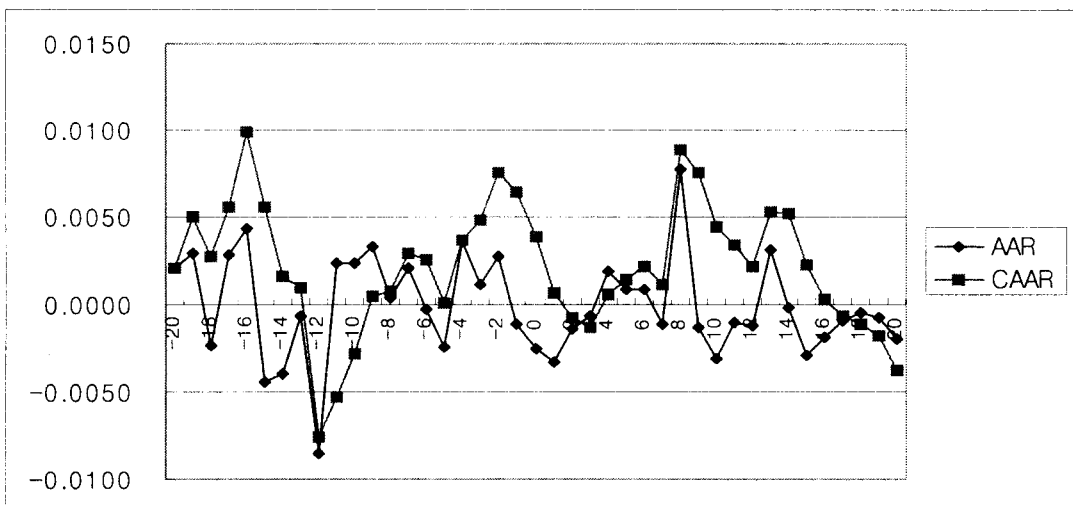
업인수 공시로 인해 인수기업의 가치가 상승하지는 않지만 최소한 해외기업인수 공시가 인수기업의 가치를 감소시키는 요인은 아닌 것으로 보인다.

결국, 사건기간을 선행연구와 같이 다소 넓게 설정하여도 분석 결과에는 큰 차이가 없으며, 따라서 사건기간도 본 연구와 선행연구 간의 상이한 결과를 초래한 요인은 아닌 것으로 판단된다.

V. 결론

본 연구에서는 국내기업의 해외기업인수 공시가 인수기업의 가치(주주 부)에 미치는 효과를 분석하고 해외기업인수 공시효과에 영향을 미치는 요인을 탐색해 보았다. 분석 결과, 국내에서의 선행연구 결과와 달리, 한국기업의 해외기업인수는 인수기업의 가치에 중립적인 영향 또는 (약간) 긍정적인(+) 영향을 미치는 것으로 나타나, 최소한 인수기

(그림 7) 한국기업의 해외기업인수 공시효과: 전체 표본(n=63), 사건기간(-20~+20)



한국기업의 해외기업인수는 주주 부를 감소시키는 사건인가? 생존전략가설, 역내부회가설 및 다국적 네트워크가설을 중심으로

〈표 8〉 한국기업의 해외기업인수 공시효과: 전체 표본(n=63), 사건기간(-20~+20)

사건일	평균초과수익률(AAR)		누적평균초과수익률(CAAR)	
	AAR	t-value	CAAR	t-value
-20	0.0021	0.706	0.0021	0.706
-19	0.0029	0.890	0.0050	1.137
-18	-0.0023	-0.909	0.0027	0.525
-17	0.0029	0.716	0.0056	0.856
-16	0.0044	1.572	0.0099	1.405
-15	-0.0044	-1.716*	0.0055	0.734
-14	-0.0039	-1.512	0.0016	0.198
-13	-0.0007	-0.253	0.0009	0.107
-12	-0.0085	-2.789***	-0.0076	-0.842
-11	0.0023	0.758	-0.0052	-0.550
-10	0.0024	0.728	-0.0029	-0.286
-9	0.0033	1.279	0.0005	0.044
-8	0.0003	0.129	0.0008	0.074
-7	0.0021	0.793	0.0029	0.262
-6	-0.0003	-0.102	0.0026	0.224
-5	-0.0025	-1.038	0.0001	0.009
-4	0.0036	1.374	0.0037	0.309
-3	0.0011	0.452	0.0048	0.392
-2	0.0028	0.902	0.0076	0.599
-1	-0.0011	-0.484	0.0064	0.502
0	-0.0025	-1.062	0.0039	0.300
1	-0.0033	-1.300	0.0007	0.049
2	-0.0014	-0.484	-0.0007	-0.053
3	-0.0006	-0.279	-0.0013	-0.098
4	0.0019	0.493	0.0005	0.037
5	0.0009	0.288	0.0014	0.096
6	0.0008	0.295	0.0022	0.149
7	-0.0011	-0.460	0.0011	0.074
8	0.0077	1.893*	0.0088	0.566
9	-0.0013	-0.504	0.0075	0.476
10	-0.0031	-1.094	0.0044	0.275
11	-0.0010	-0.433	0.0034	0.209
12	-0.0012	-0.461	0.0022	0.134
13	0.0031	1.321	0.0053	0.319
14	-0.0001	-0.053	0.0052	0.306
15	-0.0029	-0.960	0.0023	0.132
16	-0.0019	-0.562	0.0003	0.018
17	-0.0010	-0.365	-0.0007	-0.037
18	-0.0004	-0.188	-0.0011	-0.062
19	-0.0007	-0.270	-0.0018	-0.101
20	-0.0020	-0.783	-0.0038	-0.209

(주) *: p<0.10, **: p<0.05, ***: p<0.01

업의 가치에 부정적인(-) 영향은 미치지 않고 있음을 알 수 있었다.

공시효과에 영향을 미치는 요인에 관한 분석에서는 기술습득을 목적으로 한 해외기업인수의 경우 인수기업의 가치가 유의적으로 증가하는 반면, 인수기업의 연구개발비비중은 인수기업의 가치에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타나 국내기업의 해외기업인수를 설명하는 이론으로는 내부화가설 보다 역내부화가설이 더 적합한 것으로 나타났다. 한편 개도국 기업을 인수하는 경우, 인수기업의 가치가 하락하는 것으로 나타났고, 인수기업과 피인수기업간 업종관련성은 인수기업의 가치에 영향을 미치지 않는 것으로 나타나 다국적기업의 국제분산투자효과가설 또는 다국적 네크워크가설은 지지되지 않는 것으로 나타났다.

이와 같이 본 연구가 선행연구와 매우 상이한 결과를 보인 까닭은 명확하지 않다. 본 연구에서는 선행연구와의 비교가능성을 위해 외환위기 이후의 표본은 제외하고 분석을 시도해 보았을 뿐 아니라 선행연구와 같이 사건기간을 다소 넓게 설정하여 추가적인 분석을 실시해 보았으나 국내기업의 해외기업인수가 인수기업의 가치를 감소시킨다는 가설은 지지되지 않았다. 따라서 최소한 표본기간과 사건기간은 상이한 연구결과를 초래한 요인이라고 보기 어렵다. 표본선정과정에서의 오류가 상이한 결과를 가져다주었을 가능성도 있다. 선행연구에서 해외기업인수로 분류된 표본 중 상당수가 신규투자, 추가투자, 해외합작투자, 또는 경영권의 인수를 수반하지 않은 단순지분참여인 것으로 보이며, 이에 본 연구에서는 이들을 표본에서 제외하였기 때문에 선행연구와 상이한 결과가 나왔을 수도 있을 것으로 생각된다.

생존편의(survival bias)가 선행연구와 다른 결

론을 가져다주었을 수도 있다. 본 연구에서는 표본 선정과정에서 인수시점을 전후하여 합병, 청산, 화의, 워크아웃 등으로 주가자료가 수록되어 있지 않은 경우 표본에서 제외하였다. 이 과정에서 생존을 위해 초과 프리미엄을 지불하고서라도 해외기업을 인수할 동기를 가진 기업들이 표본에서 제외되었으며 이러한 생존편의 때문에 선행연구와 상이한 결과가 도출되었을 수도 있을 것으로 생각된다. 선행연구 결과와 본 연구 결과간의 차이에 관한 보다 세심한 분석은 추후 연구과제로 남겨 둔다.

참고문헌

- 강호상·성용모 (1994), "한국기업의 海外企業引受가 株主富에 미치는 영향," *경영학연구*, 제25권 제4호, 한국국제경영학회, 1-32.
- 박광서·윤동진 (1998), "지방중소기업의 국제화과정 연구 - 전북지역의 3개 중소기업의 사례를 중심으로," *국제경영연구*, 제19권 제1호, 233-259.
- 윤종언 (1999), "한국기업의 해외직접투자(그 추이와 M&A 경험)," *한국국제경영학회 산학협동세미나 발표논문집*, pp.111-141.
- 전용욱·윤동진 (1998), "한국 가전기업의 국제화 과정에 대한 탐색적 연구 : 전략적 경직성하에서 성장추구 과정," *경영학연구*, 제27권 제2호, pp.541-561.
- 정형찬 (1992), "海外企業引受의 戰略的 意義 및 株價에 미치는 影響," *재무관리연구*, 제9권 제2호, pp. 271-293.
- _____ (2005), "사건연구방법론에서 소표본 문제와 모형의 검정력," *증권학회지* 제4차 정기학술발표 논문집, pp. 305-330.
- 지호준·전용갑 (1999), "우리 나라 기업의 해외기업인수

- 는 기업가치를 증가시키는가?”, **재무연구**, 제12권 제2호, pp.69-93.
- Asquith, P. (1983), “Merger Bids, Uncertainty and Stockholders Returns,” *Journal of Financial Economics*, 11, 51-83.
- _____, Brunner R. F., and D. W. Mullins (1983), “The Gains to Bidding Firms from Mergers,” *Journal of Financial Economics*, 11, 121-139.
- Berkovich Elazar and M. P. Narayanan (1993), “Motives for takeovers: An Empirical Investigation,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, No. 3, 347-362.
- Bradley, M. (1980), “Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control,” *Journal of Business, Finance*, Vol. 53, 245-376.
- _____, Desai, A., and E. H. Kim (1983), “The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?,” *Journal of Financial Economics*, 11, 183-206.
- Dodd, P. (1980), “Merger Proposals, Management Discretion and Stockholders Wealth,” *Journal of Financial Economics*, 8, 105-137.
- _____, and R. Ruback (1977), “Tender Offers and Stockholders Returns: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 5, 351-373.
- Doukas, John and Nickolaos G. Travlos (1988), “The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders’ Wealth: Evidence from International Acquisitions,” *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 5, 1161-1175.
- Eckbo, E. B. (1983), “Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, 11, 241-273.
- Eun, Cheol S., Richard Kolodny and Carl Scheraga (1995), “Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth : Tests of Synergy and Internalization Hypothesis,” *Journal of Banking and Finance* 20, pp.1559-1582.
- Froot, Kenneth A. and Jeremy C. Stein (1991), “Exchange Rate and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach,” *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 106, No. 4, 1191-1217.
- Harris, Robert S. and David Ravenscraft (1991), “The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market,” *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 3, 825-844.
- Jensen, M. and R. Ruback (1983), “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics*, 13, 5-50.
- Malatesta, P. H. (1983), “The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Function of Merging Firms,” *Journal of Financial Economics*, 13, 155-181.
- Markides, Constantinos C. and Christopher D. Ittner (1994), “Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U.S. International Acquisition,” *Journal of International Business Studies*, Vol. 25, No.2, 343-366.
- Morck, Randall and Bernard Yeung (1992), “Internalization: An event study test,” *Journal of International Economics*, 33, pp.41-56.
- Ruback, R. (1983), “Assessing Competition in the Market for Corporate Acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, 13, 141-153.
- Seth, Anju, Kean P. Song and R. Richardson

Pettit (2002), "Value Creation and Destruction in Cross-border Acquisitions: An Empirical Analysis of Foreign Acquisitions of U.S. Firms," *Strategic Management Journal*, Vol. 23, No. 10, 921-940.

(2000),

"Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisition of U.S. Firms," *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, No. 3, 287-405.

Shapiro, Alan C. (1992), *Multinational Financial Management*, 4th edition, Allyn and Bacon.

Schipper, K. and R. Thompson (1983), "Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 13, 85-119.

Travlos, N. G. (1987), "Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and the Bidding Firms' Returns," *The Journal of Finance*, 42, 943-963.

〈부 록〉

〈부록 1〉 선행연구에서 사용된 표본 중 본 연구에서 제외된 표본과 제외 사유^(주1)

사건일	인수기업	피인수기업	제외 사유(주2)
19861125	대우㈜	Nynas	신규투자
19870127	풍림산업	Yashima	불분명
19870316	삼성출판사	Gotzky	해외합작투자
19870716	동양나이론	Brand Tech.	해외합작투자
19880204	삼성전자	Comport	공시자료 무
19880608	금성통신	Fonetex	공시자료 무
19880912	통신계지	Kakabeka	추가자료 무
19900423	아남산업	ITEQ	부인 공시
19900601	영창악기	kurzweil	기술자산 인수
19900626	부산파이프	미국 스테이트	해외합작투자
19900626	아남산업	필리핀 엠코어	공시자료 무
19901017	일진전기	ASPC, INS	추가자료 무
19901224	태일정밀	National Micrpnatics	부인 공시
19911103	동양나이론	랑카합섬	공시자료 무
19911221	삼미기업	Acoustic	공시자료 무
불분명	삼성전자	S.E.H.	공시자료 무
불분명	인켈	ITI	공시자료 무
불분명	대우중공업	CBM	공시자료 무
19920715	대림산업	청도교하	해외합작투자
19921014	종근당	Parekh	단순지분참여
19940309	(주)대우	Nile Corp. Ltd.	추가자료 무
19940607	대영전자	INC	단순지분참여
19940701	현대종합상사	Maxtor	추가자료 무
19941022	삼성전자	ENTEL	단순지분참여
19950123	쌍용	천진채홍사료유한공사	해외합작투자
19950616	상아제약	Aviron	단순지분참여
19950718	LG전자	Zenith	추가자료 무
19950918	신한은행	Marine National Bank	추가자료 무
19960304	현대종합상사	대련희망대하유한공사	추가자료 무
19960719	(주)대우	MGM Hungarian Ball Bearing	추가자료 무
19960924	태평양물산	VPAC	추가 투자
19961023	(주)대우	Sheraton Sofia	추가자료 무
19961209	대우전자	Silconians	공시자료 무
19970507	대우	Power Computer	단순지분참여
19970510	현대종합상사	Sinamedy Int.	해외합작투자
19970802	한국전력공사	KWLICO	신규투자

주1) 선행연구에서 표본으로 사용된 사건은 총 92건임(정형찬 30건, 강호상·성용모 26건, 지호준·전용갑 71건; 중복사용으로 인해 30+26+71≠92). 본 연구에서는 총 92건 중 위의 36건을 표본에서 제외하고 나머지 56개 사건을 표본에 포함시켰음.

주2) 신규투자: 신규 해외법인 설립
 해외합작투자: 신규 해외합작법인 설립
 추가투자: 기 투자법인에 대한 추가 투자
 기술자산인수: 해외기업의 경영권은 인수하지 않고 특정 기술(자산)만 인수
 공시자료 무: 「증권시장」 또는 전자공시시스템에 관련 자료가 공시되어 있지 않은 경우
 추가자료 무: 상장폐지 또는 기타의 사유로 인해 추정기간 또는 사건기간 내에 단 하루라도 추가자료가 없는 경우
 단순지분참여: 경영권 인수 없는 단순한 지분 참여. 피인수기업의 지분을 20% 미만 인수한 경우는 단순지분참여로 간주
 부인 공시: 당해 기업이 관련 내용을 부인한 공시. 대부분 공시 회사의 국내의 자회사가 관련 해외기업을 인수한 경우임
 불분명: 공시자료와 신문기사로는 특정 사건이 해외기업인수, 신규투자, 추가투자, 해외합작투자 중 어디에 해당하지는 판단하기 어려운 경우

〈부록 2〉 표본의 개요

공시일	인수기업	피인수기업	국가
19860801	대우중공업	Zymos	미국
19880716	삼성전기	Jelco	일본
19880827	삼성전자	Microfive	미국
19880912	쌍용자동차	Panther Car	영국
19890314	대한항공	Hilton Hotel	미국
19890627	삼미특수강	Atlas	캐나다
19891025	삼성전자	Videl Co.	이탈리아
19891101	대우통신	Leading Edge	미국
19891104	갑을방직	Thulhily	스리랑카
19891110	삼성전자	Norpak	캐나다
19900210	진도	Fur Vault	미국
19900217	서통	ATC	미국
19900509	한양화학	Union Inc.	미국
19900925	삼성물산	Sky Data	미국
19901207	동양화학공업	Kerr McGee	미국
19910105	맥스전자	Maxcom	미국
19910206	쌍용양회	Riverside	미국
19910820	한국종합기계	Universal bearing	미국
19910906	코오롱	Imperial Graphics (IGG)	영국
19920128	SK	Tennessee RSA	미국
19920826	새한미디어	Gigatec Memory System	미국
19920904	삼성전관	WF	독일
19930219	대한항공	GLSAC	독일
19930531	송원산업	Vygen	미국
19940228	LG 상사	Erel	이쿠츠크
19940521	삼성전자	Lux	일본
19940830	영풍	Flex Link	미국
19941128	현대종합상사	Anvil	캐나다
19950105	삼성전자	Integrated	미국
19950120	삼성전자	Union	일본
19950120	삼성테크윈	Union	일본
19950125	삼성전자	Rollei	독일
19950228	삼성전자	AST	미국
19950602	대한투자금융	Hana Financial Corp.	미국
19950727	고려아연	Big River	미국
19951130	동양화학공업	Rhone-Poulenc	미국
19960329	대우통상	Seo Hwa Lanka	스리랑카
19960322	신호유화	SI CHEMICAL	인도
19960409	두산상사	Pan Pacific Designs	미국
19960614	미도파	VWEG	미국
19960621	삼성물산	Dzhez Kazgan Combinat	카자흐스탄
19961016	LG투자증권	Petronbank S.A.	폴란드
19961016	LG종합금융	Petronbank S.A.	폴란드
19961227	LG상사	판웨이 유통센터	중국
19970129	경방	PPT inc.	미국
19970226	한진해운	DSR-Senator lines	독일
19970312	일정실업	Vera Spolka Akcyjna	폴란드
19970312	대성전선	Tanzania Cables Limited	탄자니아
19970411	SK 텔레콤	WCS Ltd.	태국
19970421	대성전선	Power cable	베트남
19970429	삼성전자	3 DO : AGT	미국
19970517	LG(LS)산전	썬코	미국
19970519	메디슨	Acoma X-ray	미국
19970712	고려제강	WSI Trading Pte. Ltd.	싱가포르
19970821	동아건설	IAB Ingenieur UND	독일
19970825	대웅	Hanicom Information Inc.	미국
19970829	현대종합금융	P.T. Triangle Multifinance	인도네시아
19981027	동양기전	JC-ZSM	폴란드
19990514	한솔제지	콩코디아	홍콩
20000327	유니온스틸	㈜ 동국	일본
20031031	하나은행	중국 청따오 국제은행	중국
20030926	국민은행	인도네시아 BII 은행	인도네시아
20040116	롯데제과	EID 페리스 컨패셔널리	인도

Do Korean Firms' Cross-border Acquisitions Decrease Shareholder Wealth?: With Emphasis on Survival Strategy Hypothesis, Reverse-internalization Hypothesis, and Multinational Network Hypothesis

Taeyoung Chung* · Ji-Hoon Park**

Abstract

A review of the literature reveals that shareholders of Korean firms lose at the announcement of foreign acquisitions, while shareholders of American firms gain. There are general consensus that positive wealth effects of American firms' cross-border acquisitions come from either multinational network advantages(internalization advantages) or reverse-internalization advantages, while Korean firms' survival strategy resulted in the negative announcement effects.

We contend, however, that past studies on Korean firms' cross-border acquisitions have some problems in the sampling process. Sample sizes in the past studies were not large enough. Samples were distributed within a short time span. Moreover, some samples were not really cross-border acquisitions. Cases such as initial greenfield investments, initial joint-ventures, or simple equity participations are erroneously included in the sample.

In this study, therefore, we selected samples very carefully, and examined the announcement effects of Korean firms' cross-border acquisitions one more time. We also tried to find the determinants of announcement effects, i.e., factors that determine the direction and size of the announcement effects of Korean firms' cross-border acquisitions.

Our findings clearly demonstrate that 1) unlike the past studies, announcement of Korean firms' cross-border acquisitions does not have negative effects on the wealth of acquiring

* Professor, Department of Business Administration, Hongik University.

** Ph.D candidate, Department of Business Administration, Korea University.

firm shareholders, which does not support the survival strategy hypothesis. 2) Technology oriented cross-border acquisitions(acquisitions for learning foreign firms' advanced technology, i.e. foreign firms' monopolistic advantages) has stronger positive(+) effects on acquiring firms' shareholder wealth than acquisitions with other motives such as market entry and diversifications, which supports reverse-internalization hypothesis. 3) Shareholders of Korean acquiring firms gain more when firms acquire targets in developed countries vis-a-vis targets in developing countries, and industry relatedness does not have any significant effects on shareholder wealth, both of which reject multinational network hypothesis.

Key words: cross-border acquisitions, announcement effects of cross-border acquisitions, determinants of announcement effects.