

신생기업의 경영성과와 기업·산업효과와의 연계성 분석: 경영전략적 접근을 중심으로*

임형록

경희대학교 국제경영대학 국제학부
(hryim@khu.ac.kr)

본 연구는 1975년 이후 설립된 이후 30년 이내에 미국의 대표적인 500대 기업 중 하나로 급성장한 44개사의 신생기업을 대상으로 이들의 경영성과가 다각화, 인수합병, 전략적 제휴, 그리고 틈새시장 공략 등과 같은 전략적 행동과 밀접한 관련을 맺고 있음을 실증분석하고자 하였다. 더불어 이상의 전략적 행동들과 동시에 기업성과에 큰 영향을 미치는 주요 요인으로써 회사고유의 경쟁력을 가능하는 기업효과(firm effect)와 외생적인 산업효과(industry effect) 중 어느 요인이 신생기업의 성공에 더 큰 영향을 미치고 있는가에 대한 해답을 도출하였다. 패널 고정효과 분석결과 신생기업들은 그들의 초기 경쟁기업들보다 전략적 행동들을 통하여 통계적으로 유의미한 수준의 높은 주가수익률을 시현하고 있고, 그 효과는 틈새시장 공략, 비관련 다각화, 경쟁자 제거형 M&A, 기술 및 노동력 확보형 M&A, 마케팅 제휴, 그리고 제품개발 제휴 순으로 나타났다. 또한 기업효과와 산업효과 중 전략적 행동들과 연계한 회사고유의 경쟁력이 신생기업의 급속한 성장에 더 큰 영향을 미치고 있다.

주제어: 신생기업, 기업·산업효과, 다각화, 인수합병, 전략적 제휴, 틈새시장

1. 서론

신생기업은 중요한 경제주체로서 이들의 지속적인 창출과 성공은 국가경제 전체의 역동성을 대변하는 중차대한 의미를 지니고 있다. 우리나라의 경우 2000년대 초반까지 일었던 벤처붐을 통하여 수많은 벤처기업들이 탄생하였으나 현재 NHN이나 휴맥스 등을 제외하고 중대형 기업으로 성공한 사례는 극히 제한적인 것이 현실이다. 하지만 미국의 경우 엄청난 수의 신생기업의 탄생과 뒤이은 성공이 역동적인 미국경제의 근간을 이루고 있고 또한 일자리 창출에도 큰 몫을 담당하고 있다. 일반적으로 미국의 신생기업을 논할 때 IT분야에 힘입어 급성장한 신생기업들

만을 국한시키는 경향을 보이나 실제로 미국의 경우 다양한 산업군에서 성공적인 신생기업들이 배출되고 있으며 이를 확인하는 것이 우리나라 경영계에 큰 시사점을 제공할 수 있을 것으로 판단된다. 즉, 미국 내 역동적인 산업군을 확인하고 산업별 급성장 신생기업을 추출함으로써 우리나라 산업발전의 큰 축과 향후 신생기업의 육성가능성을 간접적으로 검토할 수 있는 근거를 마련할 수 있는 것이다.

이에 본 연구에서는 1993년과 2003년의 Fortune 500를 비교하여 미국의 급성장 신생기업군을 선별하였다. 실제로 Fortune은 본 연구뿐만 아니라 다수의 경영학 관련 연구들에서 주요 대기기업의 선정지표로 자주 사용되고 있는데, 그 이유는 다음과 같은 역사적 사실과 객관성에 기인한다. Fortune 500은

1955년 7월 Fortune지의 별쇄본으로서 미국의 주요 대기업을 소개하면서 그 역사가 시작되었다. 이후 1956년 Fortune 50을 통하여 은행, 생명보험, 유통 및 운수, 그리고 에너지 관련 회사 중 미국에서 가장 큰 50개 대기업을의 리스트를 보고하기 시작한 것이 최초의 Fortune 500의 형태라고 할 수 있다. 1983년에 Fortune 50은 급속히 성장하는 금융과 서비스업내의 대기업을 포함하여 Fortune 500으로 진화하는 큰 전기를 맞게 되며, 따라서 우리가 오늘날 이야기하는 Fortune 500의 원류는 1983년부터 시작되었다고 할 수 있다. 이후 1992년까지 Fortune은 매년 5월호에 매출액 기준 Fortune 500을 발표하여 왔으나 1993년부터 미국의 회계처리 기준이 크게 변화하면서 이윤 기준(revenue basis)으로 Fortune 500대 기업을 발표하고 있는 중이다. 요약하면 2007년을 기준으로 Fortune 500은 약 60여년 동안 미국에서 가장 영향력 있는 주요 대기업을 소개하는 가장 객관적인 지표로서 자리매김하여 왔다고 단언할 수 있다.

Fortune 500 비교시 한가지 주의할 점은 Fortune 500내 특정기업이 퇴출을 반복함에 따라 발생할 수 있는 중복문제이다. 예를 들어 1993년 이전에 등재되었던 기업이 2003년 Fortune 500에 재등재될 경우 본 연구에서 추적하고자 하는 신규 Fortune 500대 기업으로 간주되어서는 안될 것이다. 따라서 중복을 방지하기 위하여 1993년 이전 Fortune 500에 등재되었으나 퇴출된 후 2003년에 재등재된 기업은 제외하였다. 놀랍게도 무려 358개의 회사가 2003 Fortune 500대 기업으로 등재되었는데, 이 중 신생기업이 241개사로 압도적인 점유율을 차지하고 있다. 자회사(subsidiary), 인수합병사(M&A firm), 계열사(spinnoff), 그리고 제휴사(joint venture)들은 각각 53, 43, 11, 그리고

10개사로 파악되었다. 그러나 신생기업의 경우 설립년도를 확인해 본 결과 1800년대 후반부터 1990년대 초반에 이르기까지 그 설립년도의 편차가 매우 큰 것으로 나타났다. 예를 들어 금융 및 에너지 산업내 신생기업의 경우 1800년대에 설립된 경우가 대다수로서, 이들은 기업의 영업년수가 증가함에 따라 시장노하우를 축적하여 생존율이 증가하는 나이효과(age effect)로 인하여 진정한 신생기업으로 간주되기에는 무리일 것이다. 이에 본 연구에서는 241개의 신생기업 중 특히 1975년 이후 설립된 신생기업을 “급성장 신생기업”으로 정의하고자 하며, 이들은 바꾸어 설명하면 설립된 이후 30년 이내에 미국의 500대 기업으로 성장한 신생기업들이다.

급성장 신생기업에 관한 연구는 Yim(2008)에 의하여 최초로 시도되었는데, 그는 시뮬레이션 기법을 기반으로 급성장 신생기업들이 혁신경주(innovation race)를 통하여 대기업을 포함한 그들의 경쟁기업을 추월할 수 있고, 적대적 M&A로부터 경영권을 방어할 수 있다는 점을 보여주었다. 또한 제품 혹은 서비스의 향상을 측정하는 품질충격(quality shock)이 기업이 통제할 수 없는 외생적인 수요측면의 시장충격(market shock)보다 급성장 신생기업의 성장에 더 큰 영향력을 갖는다는 점을 실증분석하였다.

본 연구는 Yim(2008)의 연구를 근간으로 하여 보다 구체적인 기업분석을 시도하여 차별화를 시도하였는데, 특히 전략적 행동이 급성장 신생기업의 성장에 어떠한 기여를 하였는가를 구체적으로 분석함으로써 Yim(2008)의 연구에서 의미하는 품질충격의 원인에 대한 구체적인 해답을 모색하고자 하였다. 하지만 본 연구의 연구방법론은 특정한 이론적 모델링을 추구하는 것이 아니다. 즉, 경영전략 분야

의 기존 연구논문들에서 분석된 각종 기업경영전략의 성과를 이론적 근거로 삼은 후 급성장 신생기업의 다양한 전략적 행동을 역사적으로 추적하여 신생기업의 경영성과와의 연계성을 도출하는 실증분석을 시도하는 것이다. 따라서 경영전략의 경영성과에 대한 유효성 검증을 통해 관련분야에 기여를 할 수 있을 것으로 기대하는데, 이러한 역사적인 연구방법론의 설정은 첫째, 급성장 경쟁기업들이 다양한 산업에서 배출되고 있어 이론적으로 획일화시키기 어렵고, 둘째, 특정년도의 횡단면(cross-section) 분석이 아니라 패널자료를 통하여 복수 이상의 경영전략의 효과를 동시에 분석하고자 함으로써 이론적 토대를 구축하기가 어렵다는 현실적인 한계에 기인한다. 역사적 추적결과는 실제로 경영전략들의 활용여부를 분석하는데 매우 효과적이며, 관련 다각화/비관련 다각화, 기술 및 노동력 습득형 인수합병/경쟁자 제거형 인수합병, 제품개발 제휴/마케팅 제휴, 그리고 틈새시장 공략 등이 주요 전략적 행동으로 판명되었고, 1990년대 접어들면서 이러한 전략적 행동들은 급성장 신생기업들의 성장경로와 크게 일치하고 있다.

한편 본 연구에 시도하고자 하는 경영학 및 산업조직 분야의 흥미로운 이슈가 기업효과(firm effect)와 산업효과(industry effect)와의 기업성과에 대한 효과이다. 여기서 기업효과는 기술적 우위 혹은 시장성 등의 다양한 요인이 결합하여 발생하는 각 기업 고유의 우위를 의미하고, 산업효과는 사업의 흐름 혹은 산업간 규모의 차이에서 발생하는 산업간 경영환경의 차이 혹은 산업 고유의 특성을 의미한다. 따라서 본 연구에서 의미하는 기업효과와 산업효과는 Yim(2008)의 연구에서 품질 및 시장충격과는 구별되는 개념이다. 기업·산업 효과를 연구한 가장 고전적인 접근은 Schamlense (1983)에 의하

여 처음 시도되었는데, 그는 1975년 횡단면 분석에서 산업효과가 기업성과의 약 20%정도만을 설명하는 것을 보였다. Rumelt(1991)는 1974년에서 1977년 동안의 *FTC Line of Business*에서 구성한 패널자료를 이용하여 기업효과가 산업효과가 더 큰 설명력을 가지고 있음을 실증분석하였고, 비교적 최근에 McGahan(1999)이 1981년에서 1994년 동안 *Compustat Business Segment Report*를 이용하여 기업효과가 미국 제조업체 성과의 약 70% 이상을 설명하고 있음을 제시하였다. Yim (2008)의 연구의 경우 1988-2001년 동안의 급성장 신생기업과 이들의 초기 경쟁기업에 대한 품질충격과 시장충격을 추출하여 전자가 더 큰 영향을 미치고 있다는 점을 보임으로써 기존의 연구들과 큰 흐름을 같이 하고 있다고 평가된다. 하지만 기업성과에 대한 패널자료의 구성이 어려운 만큼 기업·산업효과 분야는 아직도 많은 실증연구가 요구되며 따라서 본 연구가 해당분야에 유익한 기여를 할 수 있을 것으로 기대한다.

하지만 본 연구는 경영전략적 관점에서 기업 및 산업효과를 접근하고자 하므로 위에서 언급된 기존의 연구들과는 다른 분석방향을 설정할 필요성이 제기된다. 즉, 본 연구는 일차적으로 역사적 추적방법을 통하여 밝혀낸 다양한 경영전략이 급성장 신생기업들의 성공에 실제로 도움을 주었는가에 대한 통계적 유의성을 제시하여야 하며, 이차적으로 전략적 행동들과 연계한 기업효과와 산업효과와의 경영성과에 대한 충격을 측정할 수 있어야 한다. 이를 위하여서는 대조군으로 활용될 급성장 신생기업의 초기경쟁기업의 집단을 확보한 후 전략적 행동과 양 효과를 동시에 포함하는 모형을 구성하여야 하며, 본 연구는 패널 고정효과 모형을 이용하여 연구목적에 대한 실증분석을 시도하고자 한다. 모형설정시 주지할 점

은 전략적 행동과 기업 및 산업효과와 상호간 연계성(interaction)을 허용하도록 설정하였다는 점이고, 가장 최근의 연구인 McGahan(1999)의 연구기간이 1990년대 초반에 그치고 있다는 점을 고려할 때 2003년까지 기간을 확장하였다. 요약하면, 본 연구의 패널 고정효과 모형은 첫째, 신생기업들이 위에서 언급된 전략적 행동들을 통하여 경쟁기업에 비하여 6개월 단위 주가수익률에 유의적인 차이를 시현하였는가를 분석하고 둘째, 외부적인 산업효과(industry effect)와 기업 고유의 경쟁력이 내재된 기업효과(firm effect) 중 어느 효과가 신생기업들의 급성장에 더 큰 영향을 가지고 있는가를 검증할 수 있도록 설정되었다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 제 2 장에서는 신규 Fortune 등재기업과 급성장 신생기업 그리고 이들의 초기 경쟁기업들을 추출하고, 제 3 장에서는 급성장 신생기업들의 전략적 행동에 대한 역사적 추적결과를 제시한다. 제 4 장은 패널고정효과 모형을 설정한후 추정결과를 논의하고, 제 5 장에서

는 주요 시사점 및 연구의 한계를 정리한다.

II. Fortune-2003 vs. Fortune 1993

2.1 신규 Fortune 등재기업

〈표 1〉은 초기 설립 유형별로 정리한 것으로 총 358개사가 신규로 등재된 것을 알 수 있다. 신규 등재기업이 358개사에 달한다는 그 사실 자체가 매우 놀라운 발견이며, 미국의 경우 주요 대기업군의 변동이 매우 심하다는 사실을 시사한다. 이 중 241개사가 신생기업으로 신규 등재기업의 67.3%를 차지하고 있다. 자회사, 인수합병사, 계열사(Spinoff), 그리고 제휴사(Joint Venture)가 각각 53, 43, 11, 10 개사인데, 인수합병으로 설립된 대부분의 기업은 금융, 헬스, 철도, 그리고 자동차 관련 산업에서 배출되었다. 계열사의 경우 모기업의 전폭적인

〈표 1〉 시장진입 유형별 Fortune 500 신규 등재기업

진입유형	정의	총계
신생기업 (Startup)	창업자 포함 소수의 인원 (약 1-5명)으로 설립된 기업	241 (67.3%)
자회사 (Subsidiary)	기존기업, 미국정부, 의회, 비영리 단체에 의하여 설립된 기업	53 (14.8%)
인수합병 (M&A Firm)	두 개 이상의 기업의 인수 및 합병에 의하여 설립된 기업	43 (12.0%)
계열사 (Spinoff)	기존 기업의 특정부서가 계열회사로 설립된 경우	11 (3.1%)
제휴사 (Joint Venture)	두 개 이상의 기업의 합작투자에 의하여 설립된 기업	10 (2.8%)
합 계		358 (100%)

지원 하에 설립된 것이 대부분으로 11개사 중 9개사가 1992년 이후 설립되었고, 전략적 제휴는 주로 이동통신 산업에서 주로 관측되며 10개사에 그치고 있다. 1945년을 기준으로 신규 등재기업 중 제조업과 비제조업체를 구분하여 보면, 제조업체는 1946년 이후 15.7%에서 22.6%로 상승하였으나 비제조업체의 비중은 월등히 높은 상태로 미국경제가 서비스업 위주임을 시사한다. 신생기업의 수는 1945년을 기점으로 대폭 하락하여 1945년 이전 제조업과 비제조업에서 신생기업의 비중이 각각 92% 그리고 84.3%를 차지하였으나 1945년 이후 약 50%대로 하락하였다. 이는 1945년 이전 설립된 대다수의 신생기업들이 금융 및 에너지 회사들로 설립연도가 1800년대까지 거슬러 올라가기 때문이다.

〈표 2〉에서는 주요 산업군별로 신규등재 기업들을 정리하였는데, 서비스 산업군인 유통산업에 72개사, 금융산업 41개사, 보험산업 36개사, 헬스산업 26개사, 그리고 운송산업 11개사가 각각 새로 등재된 것을 알 수 있다. 특히 1987년 대비 2001년에 단지 18.7%의 GDP 성장률을 보인 에너지 산업의 경우 50개사를 새로 등재시켰는데 이는 1990년대 이후 에너지 공급 및 판매자에 대한 정책적인 이윤보상제도가 에너지 관련 기업들의 이윤규모를 급증시켰기 때문이다. 하지만 신흥 산업으로 주목 받는 컴퓨터와 통신 산업의 경우 GDP 증가율이 무려 413.9%를 차지하고 있음에도 불구하고 각각 15개사와 16개사만이 신규로 등재되어 있어 이들 산업이 상대적으로 치열한 경쟁상황하에 놓여 있음을 시사한다.

2.2 급성장 신생기업

급성장 신생기업들의 평균 설립연도는 1986년이고, 구체적인 기업명과 산업군 그리고 Fortune 500 순위 등은 부록 〈표 A〉에 정리되어 있는데, Microsoft, Oracle, Starbucks, Cisco, Qualcomm 등과 같은 다양한 산업의 주요 대기업들을 포함한다.¹⁾ 급성장 신생기업과 기타 진입유형의 기간별 추이를 살펴보면 1995년 이후 설립된 신생기업의 경우 11.4%에 불과하나 자회사, M&A사, 계열사, 그리고 제휴사는 32.4%, 45.2%, 88.9%, 그리고 40%로 나타났다. 하지만 1994년 이전에 설립된 기업들을 살펴보면 기타 진입유형별로 각각 24.3%, 22.6%, 0%, 그리고 40%에 불과한 반면, 신생기업은 50%이상으로 급증한다. 이러한 차이의 원인은 비교적 최근인 1995년 이후 설립된 기타 진입유형 기업들은 모기업의 지원과 대규모 M&A봄에 확연히 따른 외생적 성장을 이룬 반면 외부적 도움이 없는 신생기업의 경우 자생적 성장기간이 상대적으로 길게 나타나기 때문이다. 그럼에도 불구하고 설립된 이후 30년 이내에 미국 500대 기업으로 성장한 것은 실로 경이적이라고 밖에 평가할 수 없는 성과임은 분명한 사실이다.

〈표 3〉은 급속히 성장하는 신생기업들을 산업군별로 분류한 것이며, 2개 이상의 신생기업을 포함하는 산업군만을 포함시켰다. 1987년과 2001년 가장 높은 GDP증가율을 보였던 컴퓨터 산업은 6개사의 신생기업만을 포함하고 있고, 3번째로 높은 GDP증가율을 기록하였던 이동통신 산업은 신생기업을 전혀 배출하지 못하고 있다. 이는 대규모 초기 투자자본이 요구되는 자연독점적 산업의 성격상 이동통신 내

1) 1975년 이후 설립된 자회사, 인수합병사, 계열사, 합작사는 각각 37, 31, 9, 그리고 5개사이다.

〈표 2〉 주요 산업군별 신규 Fortune 등재기업의 구분

산업군	GDP 증가율: 87'-01'	Fortune 산업구분	신생기업
유통(72)	8.6%	Food and Drug Stores	10
		General Merchandisers	13
		Specialty Retailers	25
		Wholesalers: Diversified	5
		Wholesalers: Electronic & Office Equipment	8
		Wholesalers: Food & Grocery	8
		Wholesalers: Health Care	4
에너지(50)	18.7%	Energy	8
		Oil & Gas Equipment and Services	2
		Petroleum Refining	4
		Pipelines	2
		Utilities: Gas & Electric	32
		Mining, Crude Oil Production	2
금융(41)	9.7%	Commercial Banks	23
		Diversified Financials	10
		Saving Institutions	2
		Securities	6
보험(36)	138.3%	Insurance: Life and Health (Mutual)	7
		Insurance: Life and Health (Stock)	10
		Insurance: Property and Casualty (mutual)	2
		Insurance: Property and Casualty (Stock)	17
헬스(26)	64.1%	Healthcare	21
		Medical Products & Equipment	2
		Pharmaceuticals	3
통신(16)	120.9%	Telecommunications	16
컴퓨터(15)	413.9%	Computer and Data Services	5
		Computer Peripherals	2
		Computer Software	3
		Computers and Office Equipment	1
		Network & Other Communications	4
운송(11)	60%	Airlines	7
		Railroads	4
32개 산업			268

1. 괄호안의 숫자는 해당 산업군 내 신규 등재기업 숫자임.

〈표 3〉 급성장 신생기업들의 산업군별 구분

	헬스	유통	컴퓨터	자동차 소매	에너지	건설
신생기업	9	8	6	4	3	2
자회사	1	1	2	-	14	-
인수합병사	6	3	-	-	3	-
계열사	3	1	2	-	1	-
제휴사	-	-	1	-	1	-
총계	19	13	11	4	22	69

주요 신생기업들이 제휴사이거나 계열사로 설립되었기 때문이다. 무려 42개사의 신규 Fortune 등재기업을 배출한 금융산업의 경우 단지 1개사의 급성장 신생기업을 포함하고 있는데 그 이유는 대부분의 금융권 신생기업들이 1800년대에 설립되어 급성장 신생기업으로 분류되지 못하였기 때문이다. 반면 80.6%와 64.1%의 낮은 GDP 증가율을 기록한 유통과 헬스산업은 각각 9개사 그리고 8개사의 급성장 신생기업을 성장시켰고, 또한 18.7%의 낮은 GDP 증가율을 보인 에너지 산업의 경우 3개사의 급성장 신생기업을 배출하였다. 이러한 분석결과는 산업효과가 신생기업의 급성장엔 중요한 요인이 아닐 수 있다는 점을 간접적으로 시사한다.

2.3 초기 경쟁기업의 구축

본 연구는 급성장 신생기업을 실험군으로 설정하고 급성장 신생기업이 설립이후 경쟁구도를 형성하였던 초기 경쟁기업을 대조군으로 간주하여 다양한 전략적 행동이 양 집단에 미치는 효과를 규명하고, 초기 경쟁기업과의 비교를 통하여 전략적 행동의 효과여부를 판별하고자 한다. 특히 급성장 신생기업만을 연구대상으로 삼을 경우 표본선정오차(sample selection bias)에 따라 불편추정치를 구할 수 없는

통계적 문제가 대두되므로 초기 경쟁기업의 선택은 추정계수의 일치성(consistency)을 위하여서도 매우 중요한 부분이다. 연구의 기본목적과 관련해서도 경쟁기업의 추출방식은 매우 중요한 의미를 갖는데, 왜냐하면 급성장 신생기업이 설립된 직후 이들이 차별시켜야 하는 대상인 그 당시의 경쟁기업들과의 경쟁상황이 본 연구의 주요 관심대상이기 때문이다.

급성장 신생기업의 초기 경쟁기업을 추적하기 위하여 일차적으로 기간별 경쟁기업을 선정하여야 하는데, 기간별 경쟁기업은 1985, 1990, 1995, 1995, 2000, 그리고 2003년의 5개 년도를 기준으로 Lexis-Nexis내의 *Company Profile Search*에서 추출하였고, 다음과 같은 과정을 거쳐 선별하였다. 만약 신생기업이 비다각화(single-focused)된 기업일 경우 제 1 사업분야(primary SIC)내에서 활동하는 기업을 경쟁기업으로 간주하였다. 다각화된 기업일 경우 다각화된 사업분야에서의 경쟁기업도 함께 추출하였는데, 이때 경쟁기업으로 선별된 기업의 제 1 사업분야가 해당 신생기업의 다각화된 사업분야와 일치할 경우만을 경쟁기업으로 포함시켰다. 한편 Fortune의 산업구분은 편의적으로 편의를 갖게 되는데, 예를 들어 Wholesalers: Diversified, Wholesalers: Electronic & Office Equipment, Wholesalers: Food & Grocery,

그리고 Wholesalers: Health Care 산업들 간에는 필연적으로 상호간 중복되는 경쟁기업이 발생하게 된다. 이를 제거하기 위하여 <표 2>의 산업군 분류를 이용하였고, 최종적으로 402, 557, 728, 657, 그리고 654개의 기업이 기간별 경쟁기업으로 선정되었다. 이들은 미국의 주요 대기업부터 중견기업에 이르기까지 다양한 기업군을 대거 포함하고 있어 위에서 언급한 표본선정오차를 제거할 수 있다.

최종적으로 패널데이터를 구축하기 위하여 기간별 경쟁기업으로부터 신생기업들의 초기 경쟁기업을 재추출하였다. 즉, 1985년도에 검색된 기간별 경쟁기업의 경우 1985년 이전에 설립된 급성장 신생기업들의 초기 경쟁기업으로 선정하였고, 1990년도에 검색된 기간별 경쟁기업의 경우 1986년과 1990년도 사이에 설립된 급성장 신생기업들의 초기 경쟁기업으로 선정되었다. 그 이외의 기간도 동일한 방법을 적용하여 초기 경쟁기업에 대한 패널자료를 완성하였다. 따라서 초기 경쟁기업들은 급성장 신생기업들이 설립된 이후 5년 안에 경쟁해야 하는 상장사로써 총 562개사이며 평균 설립연도는 1958년으로 나타났다.

III. 전략적 행동과 신생기업의 급성장

본 장에서는 급성장 신생기업들이 다각화, 인수합병, 전략적 제휴, 그리고 니치 마케팅과 같은 다양한 전략을 적극적으로 추진하여 왔으며, 실제로 기업성과에 긍정적인 효과를 미치고 있음을 분석한다. 상호분석은 급성장 신생기업들과 초기 경쟁기업들간이 대칭구도하에서 이루어질 것이며, 본 장에서 분석된 경영전략의 통계적 유의성은 제 4 장의 실증분석을

통하여 검증한다.

3.1 다각화(Diversification)

다각화 할증(premium)과 할인(discount)은 경영전략 분야의 현재까지 논쟁중인 주요 이슈 중 하나이다. 이론적으로 다각화된 기업은 내부 자본시장(internal capital market)을 통해 다각화 시 초기 매물투자비용을 줄일 수 있고, 사업부간의 원활한 정보 흐름을 이용할 수 있는 장점을 갖는다(Stein, 1997). 하지만 다각화 논쟁은 실증분석 시 사용되는 자료에 따라 상반되는 결론을 보이는데, Compustat를 사용한 Burch와 Nanda(2003) 그리고 Lang과 Stulz(1994)는 다각화가 회사가치를 저하시키는 것으로 보고하고 있다. 또한 Servaes(1996)는 기간별로 다각화 할증과 할인여부를 분석하였는데, 1960년대 다각화 할인이 분명히 존재하였으나 1970년대에 접어들면서 거의 할인이 사라졌다. 반면 Lamont와 Polk(2001)는 다각화 할인이 궁극적으로 높은 미래 자산 수익률로 보상을 받게 되어 궁극적으로는 할증효과가 나타난다고 주장하였고, Rose와 Shepard(1997)는 CEO 보상과 다각화 의사결정간의 관계를 분석하였는데, 다각화된 회사의 CEO의 연봉이 비다각화된 기업의 CEO 임금 보상에 비하여 평균 13% 정도 더 높은 것을 제시하였다. Campa와 Kedia(2002)는 보다 구체적으로 다각화 결정의 내생성(endogeneity) 문제를 통제시킬 경우 다각화 할증효과가 나타나게 됨을 보여 주었다.

이러한 사용 데이터의 여부에 따라 상이한 결과를 나타내는 문제점은 다각화 관련 연구의 어려움을 특히 가중시키는데, 이는 본 연구에서도 예외는 아니다. 예를 들어 급성장 신생기업의 평균 및 최대 SIC

가 2004년 기준 Hoover's Online의 경우 7.86과 28, 그리고 Compustat의 Industrial Annual Reports에 따르면 2.63과 5로 상호간 큰 편차를 보인다. 특히 급성장 신생기업들이 다각화 시 기존 사업분야 중 하나를 철폐하는 경우가 빈번하여 단순히 SIC를 합산하는 방식은 의미가 없게 된다. 따라서 본 연구에서는 관련 및 비관련 다각화의 효과를 더미변수로 측정하고자 하며, 이를 위하여 Compustat의 Industrial Annual Reports정보를 이용하였다. 현실적으로 1985년까지를 소급하여 상장사들의 사업부문을 SIC별로 제공하는 데이터베이스는 Compustat가 유일하다. 관련 및 비관련 다각화의 구분방법은 만약 해당년도의 다각화된 분야의 SIC가 전년도 SIC들의 처음 두 자리 혹은 세 자리가 일치할 경우 관련 다각화로 평가하였고, 그 외의 경우는 비관련 다각화로 간주하였다.

〈표 4〉는 관련 및 비관련 다각화의 기간별 추이를 정리한 것으로 급성장 신생기업들이 비관련 다각화를 상대적으로 더 많이 추진하였고, 또한 초기 경쟁

기업에 비하여서도 비관련 다각화에 더 많이 연관되어 있음을 알 수 있다. 예를 들어 1990년대 후반 마이크로 소프트는 비디오 게임 시장에 뛰어 들어 새로운 사업기회를 창출하였고, 주택 건설업체들은 금융권에 뛰어 들어 주택유자를 중심으로 주업종인 주택건설 시장을 급속히 신장시킨 바 있다. 헬스관련 산업내 대부분의 신생기업들은 보험사업에서 높은 수익성을 실현하였다. 특히 Maksimovic과 Phillips (2002)에 따르면 최초 사업분야(initial SIC)에서의 경쟁력이 비관련 다각화의 성과를 결정할 뿐만 아니라 비관련 다각화의 성과가 최초 사업분야에서의 성과보다 클 수 있다. 즉, 비관련 다각화시 자신의 제 1 사업분야에서 경쟁력을 갖는 기업이 더 성공을 거둘 확률이 높다는 것이다. 특히 급성장 신생기업들이 자신들의 최초 사업분야에서 경쟁력을 가지고 있는 기업들이라는 점을 고려할 때 이들이 비관련 다각화에서 높은 성과를 보일 수 있다는 점을 암시한다.

〈표 4〉 관련 및 비관련 다각화 비율의 기간별 추이

	1990	1995	1998	1999	2000
관련 다각화					
신생기업	4.5% (22)	8.57% (35)	19.5% (41)	13.9% (36)	16.7% (36)
초기경쟁기업	3% (337)	5.5% (400)	12.1% (381)	7.4% (353)	3.2% (345)
비관련 다각화					
신생기업	18.18% (22)	11.42% (35)	39.0% (41)	27.8% (36)	16.7% (36)
초기경쟁기업	6.8% (337)	5.5% (400)	21.5% (381)	10.5% (353)	7.5% (345)

1. 괄호안의 숫자는 회사수임.

3.2 인수와 합병(Mergers and Acquisitions)

많은 이벤트 스터디(event study)들은 일반적으로 인수합병이 負의 비정상 수익을 발생시키는 것으로 보고하고 있다(Mitchell, Pulvino, and Stafford, 2004; Moeller, Schilingemann, and, 2004; Fuller, Netter, and Stegemoller, 2002; Mulherin and Boone, 2000; Bradley, Desai, Kim, 1988; Tavlos, 1987; Roll, 1986; Myers and Majluf, 1984). 그러나 본 연구에서 다음과 같은 이유로 인수합병이 신생기업의 급속한 성장에 正의 효과를 미칠 수 있는 것으로 파악한다. 첫째, 매몰비용이 요구되는 green field investment에 비하여 시기적절하게 기술 및 네트워크를 획득할 수 있고(Gowrisankaran and Stavins, 2004; Fluck and Lynch, 1999), 둘째, 경쟁자를 제거함으로써 시장지위를 강화할 수 있으며(Huck, Konrad, and Muller, 2004), 셋째, 이미 영업 중인 기업을 획득함으로써 신규시장 진출 시 진입비용을 줄일 수 있다(Gorg, 2000). 주택 건설, 금융,

그리고 유통 산업 내 신생기업들이 인수합병을 통하여 금융, 보험 및 지역적 확장을 시도한 것들이 좋은 예이다.

인수합병 정보는 주요 일간지, 정부간행물, 주요 잡지 및 통계자료 등 600개 이상의 데이터베이스를 검색할 수 있는 Lexis-Nexis내의 Business News를 통해 추적하였다. 자회사 및 제휴사에 대한 인수합병은 포함시켰으나 자동차 소매업, 금융, 유통산업에서 흔히 발생하는 타지역 내 지점(branch)의 인수 및 합병은 제외하였다.

기간별로 살펴보면 1990년 초반까지 단지 10-20%의 초기 경쟁기업만이 인수합병을 시도한 것에 비하여, 1995년 이후 절반 이상의 급성장 신생기업들이 인수합병에 관련되어 있다. 특히 신생기업들의 경우 거래총액이 100백만 불 이상인 인수합병을 1993년이 되어서야 처음으로 기록하였지만, 시간이 경과함에 따라 초기 경쟁기업에 비하여 거대 규모의 인수합병을 더 많이 시도한 것으로 나타났다. 예를 들어, 2003년 25.6%의 급성장 신생기업이 100백만 불 이상의 대규모 인수합병을 체결한 반면 초기

〈표 5〉 인수합병 규모별/형태별 추이

	1985	1990	1995	2000	2003
기술 및 노동력 획득형 M&A 관련 기업 비율					
신생기업	-	17.6% (17)	29.4% (34)	29.3% (41)	23.3% (43)
초기경쟁기업	4.8% (273)	7.1% (350)	13.6% (464)	12.8% (507)	8.9% (503)
경쟁기업 제거형 M&A 관련 기업 비율					
신생기업	-	23.5% (17)	52.9% (34)	43.9% (41)	27.9% (43)
초기경쟁기업	6.2% (273)	16.3% (350)	16.8% (464)	15.8% (507)	11.9% (503)

1. 괄호안의 숫자는 회사수임.

경쟁기업의 경우 9.3%만이 시도하였을 뿐이다. 기업당 평균 M&A 건수 또한 신생기업이 1990년대 중반 이후 상대적으로 많은 수를 기록하였으며, 그 결과 인수합병 자금이 초기 경쟁기업에 비하여 압도적으로 많이 동원되어 왔다.

본 연구에서는 위에서 언급한 세 가지 유형의 인수합병 중 진입비용의 절감여부는 수치화하기 힘들어 기술 및 노동력 확보형 인수합병과 경쟁자 제거형 인수합병의 두 가지 형태로 그 범위를 좁히고자 한다. <표 5>에 따르면 급성장 신생기업이 초기 경쟁기업에 비하여 양 유형의 인수합병 모두 더 많이 시도하였음을 확인할 수 있고, 특히 초기 경쟁기업들은 양 인수합병을 비슷하게 추진한 반면 신생기업들은 경쟁자 제거형 인수합병을 상대적으로 훨씬 많이 시도한 것으로 나타났다.

3.3 전략적 제휴(Strategic Alliance)

기업간 결혼으로 곧잘 비유되는 전략적 제휴는 포트폴리오를 구성하여 시너지 효과를 창출할 수 있는 장점을 지닌다. 전략적 제휴는 기업의 장기 발전전략에 맞추어 진화하고 전략적 포트폴리오를 구성하기 위하여 경영환경의 변화에 발맞추어 그 형태를 달리한다 (Koza & Lewin, 1998). 제휴는 당사자들이 신규기술 분야를 개척하거나 신흥시장에서 경쟁하는 경우 즉, 시장지위가 상대적으로 약할 때 자주 시도지만 당사자들은 자사 이윤을 극대화하는 유인을 가지고 있어 전략적 제휴가 파기될 위험성은 언제나 상존하는 것은 주지의 사실이다. 예를 들어 Khanna, Gulati, 그리고 Nohira등(1998)에 따르면 기업들은 서로 다른 개인(private) 그리고 공통(common) 이익을 가지고 제휴를 시작하는데, 양사간 갈등은 개인적 이익이 당사자들의 공통이익보

다 커질 때 갈등이 발생하게 된다. 전략적 제휴는 근본적으로 시너지 효과를 거두기 위하여 시도되며, 당사자들은 기술투자, 유통 및 신규시장 진입시 요구되는 초기비용을 분담하여 위험을 완화시킬 수 있다.

전략적 제휴가 기업의 가치에 미치는 기존 연구는 적지 않은데, Brook과 Barry(2005)는 마케팅 제휴가 유의적인 정의 비정상 수익(abnormal returns)을 발생시킴을 제시하였고, Chaney, Devinney, 그리고 Winner(1991)에 따르면 제품개발 제휴 또한 정의 비정상 수익률을 만들어 낸다. 특히 Das, Sen, 그리고 Sengupta(1998)는 기술제휴가 마케팅 제휴보다 더 높은 정의 비정상 수익을 창출한다는 점을 보여 주었다. 이들의 연구결과에 근거하여 본 연구에서는 제품개발 제휴와 마케팅 제휴로 구분하여 어떠한 타입의 제휴가 더 큰 영향을 미치는가를 분석하였다.

전략적 제휴 또한 전술한 Lexis-Nexis내의 Business News에서 추적하였고, <표 6>은 기간별 추이를 정리한 것이다. 1990년대 초반까지 급성장 신생기업과 초기 경쟁기업들의 전략적 제휴는 큰 차이를 보이고 있지 않지만 1995년을 기점으로 전자의 전략적 제휴 건수가 급증하는 양상을 보인다. 그리고 양 제휴 중 급성장 신생기업의 경우 제품개발 제휴건수가 더욱 빈번한 것으로 나타났다. 한편 전략적 제휴를 시도한 회사의 빈도수를 살펴보면 1990년대 초반까지 양 그룹은 큰 차이를 보이지 않으나 2000년에 이르러 무려 절반 이상의 신생기업들이 두 가지 형태의 제휴를 시도한 반면 초기 경쟁기업 중 약 13-14%만이 제휴를 시도한 것으로 나타났다.

3.4 니치 마케팅(Niche Marketing)

틈새시장을 공략하는 니치 마케팅(niche marketing)

〈표 6〉 전략적 제휴의 기간별 추이

	1985	1990	1995	2000	2003
	제품개발 제휴				
신생기업	-	23.5% (4)	35.3% (12)	56.1% (23)	27.9% (12)
초기경쟁기업	4.8% (.85)	10.3% (2.41)	15.1% (2.33)	14% (4.44)	16.7% (3.31)
	마케팅 제휴				
신생기업	10% (1)	11.8% (2)	29.4% (10)	51.2% (21)	37.2% (16)
초기경쟁기업	4.0% (.98)	7.1% (1.44)	1.3% (1.81)	13% (2.53)	12.7% (1.98)

1. 괄호 안의 숫자는 평균 제휴 건수임.

에 관련된 기존 논문들은 니치 마케터가 시장선점 우위(first mover advantage)를 통하여 후발주자(late mover)에 비하여 우수한 경영성과를 나타내고 있는 것으로 결론을 내리고 있다(Durand and Coeurderoy, 2001; Mascardenhas, 1992; Kalyaranam and Urban, 1992; Tufano, 1989). Michael(2001)은 대형 체인의 프랜차이즈 또한 시장선점 효과를 누릴 수 있다는 점을 보여 주었다. 즉, 시장선점효과를 수반하는 니치 마케팅은 신생기업들이 급속히 성장할 수 있는 첩경을 제공하는 것이다. 또한 틈새시장 선점자는 외생적인 시장충격에 상대적으로 덜 민감하여 안정적인 성장이 가능한 것으로도 보고되고 있다(Covin, Slevin, and Heeley, 1999).

대부분의 선점효과에 관한 연구는 시장선점자를 추출하기 위하여 PIMS 혹은 서베이 데이터에 의존해 왔으나(Liberman and Montgomery, 1998; Golder and Tellis, 1993), PIMS의 경우 제품별 초기 진입자만을 구분하는데 그치고 있어 본 연구의 목적과는 부합하지 않는다. 즉, 본 연구의 연구대상

인 급성장 신생기업들의 경우 다양한 산업을 배경으로 하고 있어 제품별 틈새시장을 구분하는 것 자체가 의미가 없는 것이다. 따라서 본 연구는 신생기업들 중 틈새시장 개척자들을 시장선점자로 정의하고자 한다.

하지만 현재까지 시장선점자의 선별에 대한 기존 연구는 사실상 전무한 실정인 만큼 본 연구는 다음과 같은 초기 진입시장 판별법을 사용하였다. 먼저 *Hoovers Company Profile*과 *Business Week* 등과 같은 주요 비즈니스 간행물을 이용하여 급성장 신생기업들이 창출한 틈새시장을 파악하였다. 보다 정확한 틈새시장을 구분하기 위해서는 틈새시장이 개발되기 이전에 존재하는 기존시장을 파악하는 것이 급선무일 것이다. 여기서 어려운 점이 새롭게 창출된 틈새시장이 SIC 분류에 의하여 완벽히 구분되지 않는다는 점으로 따라서 틈새시장과 기존시장은 동일 SIC내에 존재하게 되는 경우가 대부분이다. 하지만 이 방법을 통해 최소한 pioneer 신생기업들의 초기 주요 사업영역(primary SIC)내 기존 경쟁기업을 확인할 수 있는 장점을 갖는다. 즉 신생기업

들이 차별화하여야 하는 경쟁기업들의 주요 시장을 확인할 수 있는 것이다. 그 다음으로 *Hoovers Company Profiles*와 주요 비즈니스 저널을 이용하여 초기 경쟁기업들이 활동하던 기존시장을 확인한다. 끝으로 급성장 신생기업의 초기 서비스나 제품분야가 기존시장과 실제적으로 다를 경우 니치 마케터로 평가하였다.

분석결과 44개의 급성장 신생기업들 중 16개사(36.4%)가 이에 해당한다. 한가지 흥미로운 사실은 16개의 니치 마케터 중 13개사가 *Fortune's Most Admired Firms Index*에 포함되어 있다는 점인데, 이는 시장선점이 강한 브랜드 파워로 이어짐을 시사한다. 본 연구에서는 두 가지 타입의 pioneer 신생기업들을 제시한다. 첫째는 완전히 새로운 사업을 창출한 기업들로서(부록 <표 B-1> 참조) 제조업체로는 IBM 호환 PC 운영시스템을 개발한 Microsoft, CDMA 원천기술을 보유한 Qualcomm, Array of Independent Disk (RAID)를 개발한 EMC 등이 대표적이고, 서비스 업종에서는 1977년 미 의회 및 행정부로부터 최초의 private health management organization (HMO)으로 인정된 UnitedHealth Group을 대표적인 예로 들 수 있다.

둘째, 기존 기업과는 차별화된 틈새시장을 개발한 기업들이 있으며(부록 <표 B-2> 참조), 좋은 예로써 스타벅스(Starbucks)를 들 수 있다. 1980년대 미국의 커피시장은 Proctor & Gamble, General Foods, Nestle의 3개사가 90% 이상을 차지하고 있었고, 이들 3사의 마케팅 전략은 단순히 백화점이나 할인점에 캔으로 포장된 원두커피를 판매하는 것이었다. 소비자들은 커피를 마시기 위하여 저질의 커피를 제공하는 편의점이나 패스트푸드점을 이용하여야 했고, 프리미엄 커피는 값비싼 레스토랑에서

마실 수 밖에 없었다. 스타벅스는 1984년부터 저렴한 가격에 들고 다닐 수 있는 "take-out 프리미엄 체인 커피 시장"을 창출한 것으로 평가할 수 있다. 특히 체인점을 통한 브랜드를 균일화시킴으로써 "중저가 미식가 커피시장"을 미국 전역에 확산시키는 전략을 사용하였다. Staples와 Office Depot가 1985년 문방구 전문 소매체인을 시작하기 전까지 Wall-Mart 나 K-Mart 혹은 SAMS Club 등이 할인점 내에 문방구를 취급하였으나 양사는 규모의 경제를 통한 가격할인 및 다양한 문방구 용품을 제공함으로써 "문방구 전문 소매체인" 시장을 창출한 것으로 평가된다. 1984년 시스코(Cisco)가 네트워킹을 위한 배분기(router)를 개발하기 이전까지 고가의 네트워킹 스위치가 시장지위를 차지하고 있었으나 배분기의 등장 이후 네트워킹 공유기의 표준으로 자리를 잡았고 시스코는 여전히 절대적인 시장지위를 누리고 있다.

니치 마케팅의 효과를 실로 대단한 것을 알 수 있는데, pioneer 신생기업들의 시가총액이 non-pioneer 신생기업들에 비해서 무려 8배(2000년 기준)에 이르는 것으로 나타났고, 이는 시장 선점효과가 상상 이상으로 매우 크다는 점을 시사한다.

<표 7>은 pioneer 신생기업, non-pioneer 신생기업, 그리고 pioneer 신생기업의 초기 경쟁기업들의 매출액과 종업원 수를 시계열로 추적한 것으로 가장 흥미로운 사실은 pioneer 신생기업들이 non-pioneer 급성장 신생기업들에 비해서 적은 인원으로 더 많은 매출액을 달성했다는 점으로 틈새시장 공략의 중요성을 재차 강조한다. Pioneer 신생기업들과 초기 경쟁기업들의 투자수익율(ROI)을 비교하여 보면 시장개척자의 우수한 기업성과의 원인을 유추할 수 있는데, pioneer 신생기업의 ROI는 전 기간 동안 플러스인 반면 니치 마케터의 초기 경쟁

〈표 7〉 Pioneer 신생기업 vs. Non-Pioneer 신생기업 vs. Pioneer의 경쟁기업

	1985	1990	1995	2000	2003
	매출액 (백만 불)				
신생기업	59.4 (6)	437.3 (11)	2,327.1 (16)	9,145.4 (16)	11,951.5 (14)
초기경쟁기업	253.4 (6)	804.1 (13)	3,543.5 (23)	8,761.3 (28)	10,598.2 (26)
	종업원 수 (1000 명)				
신생기업	0.7 (5)	3.3 (10)	14.7 (13)	29.5 (16)	31.2 (14)
초기경쟁기업	24.5 (7)	27.7 (11)	36.1 (23)	46.3 (28)	52.3 (26)
	ROI (백만 불)				
신생기업	16.29 (7)	11.12 (11)	9.98 (16)	4.16 (16)	4.67 (15)
초기경쟁기업	13.05 (6)	1.81 (12)	9.53 (22)	7.50 (26)	1.55 (26)

1. 괄호 안의 숫자는 기업수임.

기업들의 ROI는 평균적으로 마이너스를 기록하고 있다. 따라서 이러한 사실은 틈새시장의 시장성이 매우 높다는 점을 알려준다.

IV. 패널 고정효과 분석

본 연구에서 사용될 패널분석은 아래와 같다. 식 (4.1)는 산업더미와 시간더미 그리고 신생기업 더미를 동시에 투입한 것이고 (4.2)와 (4.3)은 (4.1)에 대한 적합성(robustness) 검증을 위하여 (4.1)에서 각각 산업더미와 신생기업더미를 제거한 모형이다.

$$\begin{aligned}
 Y_{i,t} = & S_i + I_{ij} + T_t + P^{ps} + P^{nps} + P^{pc} \\
 & + S_i * (Div_{i,t} + MA_{i,t} + SA_{i,t} \\
 & + \ln Cap_{i,t}) + Div_{i,t} + MA_{i,t} \\
 & + SA_{i,t} + \ln Cap_{i,t} + e_{i,t} \quad (4.1)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Y_{i,t} = & S_i + P^{ps} + P^{nps} + P^{pc} \\
 & + S_i * (Div_{i,t} + MA_{i,t} + SA_{i,t} \\
 & + \ln Cap_{i,t}) + Div_{i,t} + MA_{i,t} \\
 & + SA_{i,t} + \ln Cap_{i,t} + e_{i,t} \quad (4.2)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Y_{i,t} = & I_{ij} + T_t + P^{ps} + P^{nps} + P^{pc} \\
 & + S_i * (Div_{i,t} + MA_{i,t} + SA_{i,t} \\
 & + \ln Cap_{i,t}) + Div_{i,t} + MA_{i,t} \\
 & + SA_{i,t} + \ln Cap_{i,t} + e_{i,t} \quad (4.3)
 \end{aligned}$$

$Y_{i,t}$ 는 6개월 단위 주가 수익률이고, $Div_{i,t}$, $MA_{i,t}$, 그리고 $SA_{i,t}$ 는 위에서 언급한 전략적 행동 변수들로, $Div_{i,t}$ 는 관련 및 비관련 다각화, $MA_{i,t}$ 는 기술획득형 인수합병 및 경쟁자 제거형 인수합병, 그리고 $SA_{i,t}$ 는 제품개발 제휴 및 마케팅 제휴를 각각 의미한다. 다음으로 패널자료에 존재하는 이분산성(heterocedasticity)에 의한 추정치의 편의를 교정하기 위하여 더미변수를 사용하여야 하는데, $I_{i,j}$ 는 회사 i 가 속한 산업 j 에 1의 값을 갖는 더미변수이고, T_t 는 시간더미변수이다.

S_i 는 신생기업 더미변수로써 이를 통하여 신생기업들이 초기 경쟁기업에 비하여 얼마나 더 많은 주가수익율을 획득하였는가에 대한 정보를 제공하며, 본 연구에서의 기업효과는 신생기업 변수를 통하여 측정한다. Pioneer 신생기업, non-pioneer 신생기업, 그리고 pioneer 신생기업의 초기 경쟁기업의 기업성과 분석을 위하여 각각에 대한 더미변수를 투입하였으며 P^{ps} , P^{ns} , 그리고 P^{pc} 가 해당 더미변수들이다. 기업규모에 따라 주가수익율의 프리미엄이 발생하는 현상 즉, 규모효과(size effect)를 제어하기 위하여 기업의 규모변수를 패널모형에 투입할 필요성 또한 제기되는데, 본 연구에서는 기업가치를 대변하는 시가총액을 규모통제변수로 사용하였다.

패널 데이터는 1985년에서 2003년까지이고 회사와 관측치는 총 606개사와 21,812이다. 상술한 바와 같이 본 연구 패널모형의 기본적인 목적은 본 연구에서 신생기업이 급성장 기간 동안 활용한 다양한 전략적 행동들로부터 초기 경쟁기업들에 비하여 더 큰 효과를 보았는지를 실증분석하는 것이다. 이를 위하여 본 연구에서는 신생기업 더미를 전략적 행동에 곱하여 더함으로써 그 효과가 굴절(kinked)되는 부

분을 확인하는 방법을 선택하였다. 이는 추정치에 편의를 발생시키지 않으면서 계수간 차이(difference)를 통계적으로 검증할 수 있는 매우 효과적인 방법이다. 물론 자유도(degree of freedom)의 희생이 요구되나 본 연구의 패널데이터의 관측치가 충분하여 자유도에 미치는 영향을 매우 미미한 만큼 추정에 무리가 없다고 판단된다. 만약 굴절된 부분이 유의적인 계수값을 보인다면 급성장 신생기업이 자신들이 추구한 경영전략으로부터 초기 경쟁기업에 비하여 유의한 수준에서 더 효과를 보아 왔다고 결론 내릴 수 있다.

한편 대부분의 제조업체만을 이용한 기존 연구들은 기업효과가 외부적인 산업효과 보다 회사의 시장 가치에 더 큰 영향을 미치는 것으로 밝히고 있고 (Schmalensee, 1985; Rumelt, 1991; McGahan, 1999), 본 연구의 44개 급성장 신생기업을 대상으로 하는 Yim(2008)의 연구에서도 기업효과가 더 큰 영향을 미칠 수 있는 개연성을 시사하고 있다. 본 연구에서는 위에서 언급한 44개의 신생기업 더미와 57개의 산업더미를 이용하여 양 효과를 측정하는데, 만약 정의 기업효과 더미와 負의 산업효과 더미를 관찰할 경우 신생기업의 실적이 회사 고유의 경쟁력에 더 의존하는 것으로 해석할 수 있다.

4.2 추정결과

〈표 8〉은 패널분석 결과를 정리한 것이다. 신생기업들의 실적이 비관련 다각화에서 유의적인 正의 효과를 갖고 있고, 그 크기는 pioneer더미에 이어 두 번째로 큰 것으로 나타났다. 이는 Villalonga (2004)가 주장한 다각화 할증이 발생한 것으로 비관련 다각화에서 더 큰 할증이 나타났다는 점이 매

〈표 8〉 Panel FE: 신생기업의 전략적 행동이 기업성장에 미치는 효과분석

		신생기업, 산업, 시간 고정효과	산업, 시간 고정효과	신생기업, 산업 고정효과
Pioneer 신생기업 더미		0.3898* (0.1492)	0.2810* (0.0753)	0.2660* (0.1580)
Non-pioneer 신생기업 더미		-0.0755*** (0.1721)	0.2142* (0.0704)	-0.0772*** (0.1797)
Pioneer 신생기업의 경쟁기업더미		0.0986* (0.0365)	-0.0049*** (0.0257)	0.0224** (0.0116)
신생 기업	관련 다각화 더미	-0.0406*** (0.0732)	-0.0321*** (0.0639)	-0.0399*** (0.0731)
	비관련 다각화 더미	0.1421* (0.0758)	0.1234* (0.0783)	0.1429* (0.0781)
	기술 및 노동력 획득형 M&A	0.0424 (0.0221)	0.0229** (0.0201)	0.0391** (0.0221)
	경쟁기업 제거형 M&A	0.0559* (0.0253)	0.0786* (0.0291)	0.0553* (0.0258)
	제품개발 제휴	0.0131** (0.0105)	0.0044** (0.0093)	0.0153** (0.0098)
	마케팅 제휴	0.0507* (0.0223)	0.0693* (0.0254)	0.0529* (0.0219)
	시가총액	-0.0939*** (0.0233)	-0.0782*** (0.0212)	-0.0962*** (0.0234)
	관련 다각화 더미	0.0069** (0.0268)	0.0105** (0.0270)	0.0055** (0.0271)
비관련 다각화 더미		0.0102** (0.0247)	0.0004** (0.0258)	0.0046** (0.0261)
기술 및 노동력 획득형 M&A		-0.0017*** (0.0101)	-0.0027*** (0.0103)	-0.0026*** (0.0104)
경쟁기업 제거형 M&A		0.0008** (0.0088)	0.0005** (0.0089)	0.0005*** (0.0089)
제품개발 제휴		-0.0044*** (0.0033)	-0.0027*** (0.0034)	-0.0019*** (0.0035)
마케팅 제휴		-0.0092*** (0.0040)	-0.0113*** (0.0043)	-0.0113*** (0.0040)
시가총액		0.0175** (0.0067)	0.0224** (0.0063)	0.0308** (0.0032)
Adjusted R ²		0.1137	0.0426	0.0432
Observations		12,041		

1. 괄호안의 숫자들은 White 표준편차임.

2. *, **, and ***는 각각 10%, 5%, and 1% 수준에서 유의함.

우 흥미롭다. 따라서 실증분석 결과는 급성장 신생기업의 최초 사업분야(initial SIC)에서 경쟁력을 확보한 이후 비관련 다각화를 시도함으로써 신규로 다각화 된 분야에서 더 높은 성과를 보이게 된다는 Maksimovic과 Phillips(2002)의 주장을 지지한다고 볼 수 있다. 다음으로 틈새시장 공략의 효과를 살펴보면 pionner 신생기업의 주가수익률이 자신들의 초기 경쟁기업의 주가수익률 뿐만 아니라 non-pioneer 신생기업들의 주가수익률을 유의적인 수준에서 상회하는 것으로 추정되었으며, 따라서 니치마케팅의 효과가 실제로 존재한다는 점을 알 수 있다. 특히 틈새시장 공략과 비관련 다각화의 효과가 크게 나타났다는 점은 주식시장이 신분야 개척에 높은 평가를 내리고 있다는 점을 간접적으로 시사한다.

기존의 파이낸스 문헌에서 일반적으로 제시되는 바와 같이 두 가지 타입의 인수합병은 초기 경쟁자들의 주가 수익률에 負의 효과를 지니고 있다. 하지만 신생기업들은 기술 획득형 인수합병과 경쟁기업 제거형 인수합병 모두에서 正의 효과를 얻고 있으며²⁾ 특히 유의적인 수준에서 초기 경쟁기업에 비하여 높은 실적을 얻고 있다는 점을 확인할 수 있고 양 인수합병 중 경쟁자 제거형 인수합병이 더 큰 효과를 갖는 것으로 밝혀졌다.

다음으로 제품개발 및 마케팅 제휴는 주가 수익률에 유의적인 효과를 미치고 있으며 이 결과는 Brook과 Barry(2005), Channey, Devinney, 그리고 Winner(1991)의 결과와 부합한다. 양 제휴 모두 초기 경쟁기업에 비하여 급성장 신생기업에 더 큰 영향을 미치고 있으며, 이 중 신생기업은 마케팅 제휴를 통해 초기 경쟁기업보다 높은 주가 수

익을 획득하였다. 이는 제품개발 제휴가 마케팅 제휴보다 더 높은 비정상 수익을 올린다는 Das, Sen, 그리고 Sengupta(1998)의 결과와는 상반되는 것으로 60% 이상의 급성장 신생기업들이 서비스 산업에서 배출되고 있는 패널 데이터의 특성에 기인한 것으로 분석된다. 기업의 규모효과는 일반적인 경우 존재하는 것을 확인할 수 있으나 급성장 신생기업의 경우 기업효과가 나타나지 않았다. 이는 신생기업들의 주가가 급성장 기간 동안 기업규모보다는 브랜드 파워 및 전략적 행동에 더 크게 평가받았기 때문으로 풀이된다.

한편 기업효과와 산업효과는 각각의 더미변수의 계수값을 통하여 평가되는데(부록의 <표 8> 참조), 산업더미는 각 모형에서 비유의적인 반면 신생기업 더미의 대부분이 10% 수준에서 유의적인 것으로 나타났고, 계수값 또한 압도적으로 큰 것으로 추정되었다. 시간더미 변수를 통하여 계절성(seasonality)을 제거한 것인 만큼 이러한 결과는 신생기업의 주식시장 성과가 산업 내 경기변동의 영향보다는 회사 고유의 경쟁력에 의존하고 있다는 점을 알려준다.

V. 결론

Yim(2008)은 최근에 설립되었음에도 불구하고 급속히 성장하여 미국 500대 대기업으로 성장한 44개의 급성장 신생기업들을 대상으로, 이들의 기업성과가 외생적인 시장충격이 아니라 회사 고유의 제품 및 서비스 질의 향상에 의존한다는 점을 시뮬레이션

2) 신생기업의 굴절된 正의 계수값들과 모든 샘플 추정에서 나타나 負의 계수값들을 합산하면 正의 계수값들을 도출할 수 있는데, 이 正의 값을 통하여 신생기업의 양 인수합병으로부터 正의 효과를 받고 있다고 평가할 수 있다.

을 통하여 보여준 바 있다. 하지만 질적향상의 근본적인 원인에 대한 분석은 시도되지 않아 이에 대한 연구의 필요성이 제기되었던 바 본 연구에서는 급성장 신생기업들이 다양한 전략적 행동을 통하여 자신들의 초기 경쟁기업에 비하여 실제로 더 많은 이득을 취해 왔음을 분석함으로써 질적향상의 원인을 보다 구체적으로 분석하여 결과를 추론하고자 하였다.

본 연구에서 추출해 낸 구체적인 전략적 행동들은 다각화, 인수합병, 전략적 제휴 및 틈새시장 공략 등이며, 이러한 전략적 행동들은 많은 경영학 논문에서 기업성공의 핵심적인 전략으로 자주 거론되고 있는 것이다. 본 연구가 갖는 의의는 이상과 같은 경영 전략들이 신생기업의 급성장에 밀접한 관련이 있다는 새로운 사실을 밝혀내었다는 점이며, 궁극적으로 교과서내의 경영전략의 활용범위가 신생기업의 성공에까지 확장된다는 의미를 부여한다.

패널 고정효과 모형은 단순하지만 전략적 행동의 유효성을 검증하는데 적합한 형태로 설정되었고, 그 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 산업효과보다는 회사고유의 특성을 측정하는 기업효과가 더 큰 영향을 미치고 있는데, 이는 Yim(2008), McGahan(1999), Rumelt(1991), 그리고 Schamlense(1983) 등의 연구결과와 상호간 일치하는 결과이다. 둘째, 관련 및 비관련 다각화 중 비관련 다각화가 급성장 신생기업의 성과변수 즉, 주가수익율과 시가총액에 더 큰 영향을 미치고 있다. 셋째, 기술 및 노동력 습득형 인수합병보다 경쟁자 제거형 인수합병이 더 큰 효과를 미치고 있다. 넷째, 제품개발 제휴 보다 마케팅 제휴가 더 큰 효과를 갖는다. 다섯째, pioneer 신생기업이 그들의 초기 경쟁기업뿐만 아니라 non-pioneer 신생기업에 비해서도 월등한 실적을 기록하여 시장선점의 효과가 매우 크게 나타났다. 특히 틈새시장 공략과 비관련 다각화는 새로운 신규시장

창출을 모토로 한다는 점에서 고위험 고수익의 전형이라고 평가할 수 있다.

요약하면 본 연구의 가치는 급성장한 신생기업이라는 경제적 주체를 대상으로 하여 이들의 성장을 가능하게 하였던 네 가지 전략적 행동의 효과를 규명하고, 제조업체만을 분석하던 관련연구의 한계를 극복하여 기업의 경쟁력이 제조 및 비제조 신생기업의 성장에 더 큰 영향을 미친다는 점을 확인하였다는 점에 있다. 특히 기존 대부분의 비즈니스 관련 연구들이 개별 전략별로 분석하고 있는 데에 반하여 본 연구는 네 가지 경영전략들을 동시에 고려함으로써 전략적 행동간 효과의 차이를 확인할 수 있게 해주어 향후 관련분야의 연구의 유용한 자료로 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구의 가장 큰 한계는 전략적 행동의 효과를 실증분석함에 있어서 이론적 배경보다는 역사적 추적방법을 사용하여 시계열을 구성하였다는 점이다. 하지만 본 연구의 결과는 통계적 검증을 마친 만큼 향후 이론모형 구축을 위한 실증적 배경으로 폭넓게 활용될 수 있을 것으로 기대한다. 또한 본 연구는 방대한 패널자료가 필수적인 기업 및 산업효과 분석에 신뢰도가 높은 연구결과를 제시하여 현재까지 활발하지 못한 기업 및 산업효과 연구분야에 새로운 결과를 제공하고 있다는 점에 그 가치가 높다고 하겠다. 특히 본 연구에서 분석된 개별 경영전략별로 신생기업의 성장과 연계할 경우 보다 심도깊은 연구를 수행할 수 있어 경영전략 분야에 큰 기여를 할 수 있을 것으로 기대하며, 추후의 연구주제로 진행시키고자 한다.

끝으로 네 가지의 전략적 행동들 중 다각화, 할증과 할인은 아직도 논쟁의 중심에 있다. 비록 본 고에서는 보고되지 않았지만 고정 패널분석시 각 기업의 SIC의 합은 신생기업과 그들의 초기 경쟁기업들의

주가 수익률 모두에 負의 효과를 미치고 있어 다각화 할인이 존재할 개연성은 여전히 상존함을 부정할 수 없다. 이는 Villalonga(2004)가 지적한 바와 같이 각 기업의 총 사업분야를 10개로 제한하고 있는 *Compustat*의 태생적 한계라고 하겠다.

참고문헌

- Bradley, M. Desai, A., and E. H. Kim(1988), "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40.
- Brook, J. O. and O. Barry(2005), "The Source of Abnormal Returns from Strategic Alliance Announcements," *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(2), 145-61.
- Burch, T. R. and V. Nanda(2003), "Divisional Diversity and the Conglomerate Discount: Evidence from Spinoffs," *Journal of Financial Economics*, 70(1), 69-98.
- Campa, J. M. and S. Kedia (2002), "Explaining the Diversification Discount," *Journal of Finance*, 57(4), 1731-62.
- Covin, J. G. Slevin, D. P., and M. B. Heeley (2000), "Pioneers and followers: competitive tactics, environment, and firm growth," *Journal of Business Venturing*, 15(2), 175-210.
- Das, S. Sen, P. K., and S. Sengupta(1998), "Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation," *The Academy of Management Journal*, 41(1), 27-41.
- Durand, R. and R. Coeurderoy(2001), "Age, order of entry, strategic orientation, and organizational performance," *Journal of Business Venturing*, 15, 471-494.
- Fluck, Z. and A. W. Lynch(1999), "Why Do Firms Merge and Then Divest? A Theory of Financial Synergy," *The Journal of Business*, 319-346.
- Fuller, K. Netter, J. M., and M. Stegemoller (2002), "What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions," *The Journal of Finance*, 57, 1763-1793.
- Golder, P. N. and G. T. Tellis(1993), "Pioneer Advantage, Marketing Logic or Marketing Legend," *Journal of Marketing Research*, 30(2), 158-17.
- Gomes, J. and D. Livdan(2004), "Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence," *Journal of Finance*, 59(2), 507-35.
- Gorg, H.(2000), "Analysing Foreign Market Entry, The Choice between Greenfield Investment and Acquisitions," *Journal of Economic Studies*, 27(3), 165-81.
- Gowrisankaran, G. and J. Stavins(2004), "Network Externalities and Technology Adoption: Lessons from Electronic Payments," *The RAND Journal of Economics*, 35(2), 260-276.
- Huck, S. Konrad, K. A., and W. Muller(2004), "Profitable Horizontal Mergers without Cost Advantages. The Role of Internal Organization Information and Market Structure," *Economica*, 71(284), 575-87.
- Khanna, T. Gulati, R., and N. Nohria(1988) "The Dynamics of Learning Alliances: Competition, Cooperation, and Relative Scope," *Strategic*

- Management Journal*, 19(3), 193-21.
- Kalyaranam, G. and G. Urban(1992), "Dynamic effects of the order of entry on market share, trial penetration, and repeat purchases for consumer goods," *Marketing Science*, 11, 235-250.
- Klepper, S.(1996), "Entry, Exit, Growth, and Innovation over the Product Life Cycle," *American Economic Review*, 86(3), 562-583.
- Koza, M. P. and A. Y. Lewin(1998), "The Co-Evolution of Strategic Alliances," *Organization Science*, Special Issue. Managing Partnerships and Strategic Alliances, 9 (3), 255-264.
- Lamont, O. A and C. Polk(2001), "The Diversification Discount, Cash Flow versus Returns," *The Journal of Finance*, 56(5), 1693-1721.
- Lang, L, and R. M. Stulz(1994), "Torbin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248-80.
- Liberman, M. B. and D. B. Montgomery(1988), "First-Mover Advantage," *Strategic Management Journal*, 9(Special Issue) Strategy Content Research, 41-58.
- Maksimovic, V. and G. Phillips(2002), "Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence," *Journal of Finance*, 57(2), 721-67.
- McGahan, A. M.(1999), "The Performance of US Corporations, 1981-1994," *Journal of Industrial Economics*, XLVII(4), 373-398.
- Mitchell, M. Pulvino, T., and E. Stafford(2004), "Price Pressure around Mergers," *Journal of Finance*, 59, 31-63
- Moeller, S. B. Schlingemann, F. P., and R. M. Stulz(2004), "Firm Size and the Gains from Acquisitions," *Journal of Financial Economics* 73, 201-208.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf(1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Robinson, W. T. and C. Fornell(1985), "Sources of Market Pioneer Advantages in Consumer Goods Industries," *Journal of Marketing Research*, 22(3), 305-317.
- Roll, R.(1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business*, 59, 197-216.
- Rose, N. and A. Shepard(1997), "Firm Diversification and CEO Compensation: Managerial Ability or Executive Entrenchment?," *RAND Journal of Economics*, 28(3), 489-514.
- Rumelt, R. P.(1991), "How Much Does Industry Matter?," *Strategic Management Journal*, 12(3), 167-185.
- Schmalensee, R.(1983), "Product Differentiation Advantages of Pioneering Brands," *American Economics Review*, 72(3), 349-365.
- Servaes, H.(1996), "Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave," *Journal of Finance*, 51(4), 1201-25.
- Stein, J.(1997), "International Capital Markets and the Competition for Corporate Resources," *Journal of Finance*, 52(1), 111-133.
- Tavlos, N. G.(1987), "Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and Bidding Firm's Stock Returns," *Journal of Finance*, 52,

943-963

Tufano, P(1989), "Financial innovation and first mover advantage," *Journal of Financial Economics*, 25, 213-240.

Villalonga, B.(2004), "Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series," *Journal of*

Finance, 59(2), 479-506.

Yim, Hyung Rok(2008), "Quality Shock vs. Market Shock: Lessons from Recently Established Rapidly Growing U.S. Startups," *Journal of Business Venturing*, 23(2), 141-164.

〈부록〉

〈표 A〉 급성장 신생기업 리스트

Fortune 산업구분	신생기업	2003 순위	설립년도	Fortune 산업구분	신생기업	2003 순위	설립년도	
Adverting, Marketing (1)	Omnicom Group	247	1986		Health South	379	1984	
Apparel (1)	Jones Apparel Group	375	1975		Coventry Health Care	439	1986	
Automotive Retailing (4)	United Auto Group (1990)	244	1990		Universal Health Services	468	1978	
	Sonic Automotive	253	1997	Homebuilders (2)	D.R. Horton	271	1978	
	Asbury Automotive Group	360	1995		NVR	482	1980	
	Group 1 Automotive	283	1995	Hotels, Casinos, And Resorts (1)	MGM Mirage	397	1986	
Commercial Banks (1)	MBNA	179	1982	Insurance : Life & Health (Stock) (1)	Conseco	284	1979	
Computer Peripherals (1)	EMC	308	1979	Network & Other Communication Equipment(2)	Cisco Systems	95	1984	
Computer Software (2)	Microsoft	47	1975		Qualcomm	489	1985	
	Oracle	190	1977	Pharmaceuticals(1)	Amgen	305	1980	
Computers, Office Equipment (1)	Gateway	387	1985	Semiconductors & Other Electronic Components(2)	Solectron	158	1977	
Diversified Outsourcing Services (1)	Encompass Services	449	1996	General Retailers (8)	Home Depot	13	1978	
Energy (2)	Calpine	246	1982		Costco Wholesale	33	1983	
	Dynegy	336	1984		Staples	151	1985	
Engineering, Construction (1)	Shaw Group	479	1987		Office Depot	166	1985	
Food Services (1)	Starbucks	465	1984		Autozone	314	1979	
Health Care (9)	United Health Group	63	1977		Interactive Corp	319	1991	
	HCA	90	1987		Office Max	346	1988	
	Express Scripts	147	1986		Amazon.Com	407	1994	
	Pacificare Health Systems	170	1975		Tele-communications (1)	Charter Comm.	362	1992
	Caremark Rx	267	1993		Utilities: Gas & Electric (1)	AES	181	1981
	Oxford Health Plans	334	1984	Waste Management (1)	Allied Waste Industries	171	1987	

1. 괄호안의 숫자는 기업수임.

〈표 B-1〉 신시장 창출 니치 마케터

니치 마케터	틈새시장	기존기업	사업영역
EMC (1979)	IBM 컴퓨터의 RAID 저장방식	IBM (1911)	컴퓨터 종합
		HP (1939)	
Microsoft (1975)	PC 운영 시스템	IBM (1911)	
Oracle (1977)	데이터베이스 운영 시스템	IBM (1911)	
		Ceridian (1957)	급료 및 세금 filing
Cisco Systems (1984)	네트워크Router	Nortel Network (1914)	무선통신 스위치, 광학시스템
		ECI Telecom (1961)	광학시스템, 무선인터넷
		3Com (1979)	LAN
		Novell (1983)	Network, 시스템,
Qual-comm (1985)	CDMA technology; 총 이윤의 절반이 로열티 수입	Nokia (1865)	핸드폰, 네트워크
		Texas Instruments (1930)	통신 및 digital signal processors
		Motorola (1924)	개인용 통신장비
Amgen (1980)	분자구조의 신타입 치료제	Bayer (1910)	제약
		Wyeth (1926)	
		Baxter (1918)	제약, Healthcare

〈표 B-2〉 차별화된 틈새시장 창출 니치 마케터

니치 마케터	틈새시장	기존기업	사업영역
United Auto Group	자동차 미전역 자동차 딜러 체인망 구축	local car dealers	자동차 유통업
Calpine (1982)	지력발전: 21개 지력발전소 중 19개를 소유	Reliant (1976)	화력발전소매
		American Electric (1906)	전력 도소매, 통신장비
		Duke (1904)	천연가스 운송
		TXU (1945)	전력 도소매
Starbucks (1984)	프리미엄 미식가 커피시장	Procter & Gamble (1873)	식품 및 가정용 제품
		Nestle (1866)	식품전체
		7-Eleven (1927)	편의점
Oxford Health Care	Healthcare 산업에서 최초로Freedom plan을 도입: 타사에 소속되어 있는 병원 자유진료 가능	Aetna (1853)	Managed health care 및 보험
		Health Net (1960)	
		Humana (1961)	
United Health Group (1977)	1977년 낙슨 행정부에 의해 최초로 Private Health Management Organization (HMO)로 설립됨	Aetna (1853)	Managed health care 및 보험
		Health Net (1960)	
		Humana (1961)	HMO에 health plan 도매
		Cigna (1982)	그룹 사고, 생명, 보험

〈표 B-2〉 차별화된 틈새시장 창출 니치 마케터(계속)

니치 마케터	틈새시장	기존기업	사업영역
Health South (1984)	Outpatient Rehabilitative Health Care 서비스 (Half Hospital and Half upscale sports club 도입)	Rehab Cab (1982)	재활
		Tenet Healthcare (1969)	병원체인
		Res-Care (1962)	신체 및 정신장애 치료
Solectron (1977)	전자제품 및 보도의 아웃소싱; Solectron은 최고 명예인 Malcolm Baldrige 상을 91년과 97년 수상	Raptron Electronics (1973)	회로생산 및 조립
Staples (1985)	문방구 전문 소매체인; 이들의 등장 전 일부 백화점 및 할인점의 한 섹션에서 문방구 취급	Kinko's (1978)	카피서비스 및 문방구
		BJ's Wholesale Club (1984)	회원제 할인점
Office Depot (1985)		Wal-Mart (1945)	할인점
Amazon. Com (1994)	온라인 서적시장	Barnes and Nobles (1983)	오프라인 서적판매
		Borders (1994)	

〈표 8〉 계속

신생기업, 산업, 시간 고정효과 모형				산업 고정효과		신생기업 고정효과	
산업더미		신생기업 더미		산업 더미		신생기업	
Ind. 1	0.0980* (0.0508)	S1 더미	0.3621* (0.1634)	Ind. 1	0.0189** (0.0398)	S1 더미	0.3471* (0.1632)
Ind. 4	0.1074* (0.0379)	S2 더미	0.3998* (0.1716)	Ind. 4	0.0249** (0.0316)	S2 더미	0.4007* (0.1752)
Ind. 5	-0.0269*** (0.0370)	S4 더미	0.5990* (0.2336)	Ind. 5	0.0021** (0.0353)	S4 더미	0.4776* (0.2364)
		S5 더미	0.4468* (0.1906)			S5 더미	0.4027* (0.2786)
		S6 더미	0.5409* (0.2390)			S6 더미	0.4207* (0.2423)
Ind. 11	0.0569* (0.0322)	S8 더미	0.0529* (0.1591)	Ind. 11	0.0725* (0.0299)	S8 더미	0.1022* (0.1666)
Ind. 12	0.0528* (0.0382)	S9 더미	-0.0511*** (0.1679)	Ind. 12	0.0488** (0.0362)	S9 더미	-0.0426*** (0.1713)
		S10 더미	-0.0269*** (0.1747)			S10 더미	-0.0192*** (0.1755)
Ind. 13	0.1273* (0.0311)	S11 더미	0.5083* (0.1965)	Ind. 13	0.0357** (0.0236)	S11 더미	0.4958* (0.2009)
Ind. 15	0.1701* (0.0521)	S12 더미	-0.0277*** (0.2165)	Ind. 15	0.0683* (0.0473)	S12 더미	0.0303** (0.2311)
Ind. 17	-0.0204*** (0.0258)	S13 더미	-0.0017*** (0.1910)	Ind. 17	-0.0162*** (0.0242)	S13 더미	0.0012** (0.2098)
		S14 더미	0.4040* (0.1956)			S14 더미	0.2451* (0.2018)
Ind. 18	0.1844* (0.0569)	S15 더미	0.2892* (0.2023)	Ind. 18	0.0815* (0.0488)	S15 더미	0.3701* (0.2044)

〈표 8〉 계속

신생기업, 산업, 시간 고정효과 모형				산업 고정효과		신생기업 고정효과	
산업더미		신생기업 더미		산업 더미		신생기업	
Ind. 22	-0.0029*** (0.0287)	S16 더미	0.0470** (0.1470)	Ind. 22	0.0030** (0.0265)	S16 더미	0.0579* (0.1580)
Ind. 27	0.0480** (0.0301)	S17 더미	0.0733* (0.1538)	Ind. 27	0.0557* (0.0253)	S17 더미	0.1298* (0.1656)
		S18 더미	0.2010* (0.1688)			S18 더미	0.3150* (0.1640)
		S19 더미	0.5308* (0.1830)			S19 더미	0.4519* (0.1824)
		S20 더미	0.4513* (0.1733)			S20 더미	0.3870* (0.1766)
		S21 더미	0.4138* (0.1906)			S21 더미	0.3559* (0.1898)
		S23 더미	-0.0376*** (0.1555)			S23 더미	0.0155** (0.1647)
		S24 더미	0.4266* (0.1897)			S24 더미	0.3666* (0.1891)
		S25 더미	0.4064* (0.1677)	S25 더미	0.3420* (0.1700)		
Ind. 29	0.1609* (0.0371)	S26 더미	0.2622* (0.1754)	Ind. 29	0.0670* (0.0302)	S26 더미	0.3246* (0.1804)
		S27 더미	0.3204* (0.1840)			S27 더미	0.3716* (0.1905)
Ind. 30	0.1181* (0.0397)	S28 더미	0.3241* (0.1645)	Ind. 30	0.0259** (0.0326)	S28 더미	0.3096* (0.1702)
Ind. 34	0.1046* (0.0285)	S29 더미	0.4439* (0.1799)	Ind. 34	0.0163** (0.0189)	S29 더미	0.4340* (0.1902)
Ind. 42	0.0342** (0.0320)	S30 더미	-0.0338*** (0.1687)	Ind. 42	0.0548* (0.0321)	S30 더미	-0.0137*** (0.1767)
		S31 더미	0.2735* (0.2552)			S31 더미	0.3072* (0.2660)
Ind. 47	0.1053* (0.0385)	S32 더미	0.0906* (0.1502)	Ind. 47	0.1196* (0.0362)	S32 더미	0.1807* (0.1607)
Ind. 55	0.0605* (0.0318)	S33 더미	0.0168** (0.1564)	Ind. 55	0.0727* (0.0299)	S33 더미	0.0878* (0.1706)
Ind. 56	0.0266** (0.0236)	S34 더미	0.5875* (0.1673)	Ind. 56	0.0414** (0.0207)	S34 더미	0.4767* (0.1701)
		S35 더미	0.4778* (0.1629)			S35 더미	0.3846* (0.1658)
		S36 더미	0.0517* (0.1429)			S36 더미	0.0802* (0.1588)
		S37 더미	0.0206** (0.1541)			S37 더미	0.0549* (0.1689)
		S38 더미	0.5042* (0.1706)			S38 더미	0.4205* (0.1712)
		S39 더미	0.4672* (0.1803)			S39 더미	0.3589* (0.1840)
		S41 더미	1.9902* (0.1605)			S41 더미	1.9975* (0.1742)
Ind. 65	-	S43 더미	0.4335* (0.1707)	Ind. 65		S43 더미	0.3039* (0.1767)
Ind. 66	0.1544* (0.0499)	S44 더미	0.2560* (0.1857)	Ind. 66	0.0565* (0.0448)	S44 더미	0.3039* (0.1894)

1. 시간더미는 보고하지 않음

Strategic Behaviors, Firm and Industry Effects, and the Performance of U.S. Startups*

Hyung Rok Yim**

Abstract

This paper explores how some recently established startups have grown to be the nation's largest firms. To pursue this issue, 1993 and 2003 Fortune 500 Indexes are compared, and firms that appeared before 1993, left the Index, and appeared back by 2003 are filtered out. Amazingly, 358 firms have newly entered the Index since 1993. Among them, 241 firms (67.2%) were originally founded as startups. The entries by firms that were originally incorporated as subsidiaries, M&As, spinoffs, and joint ventures are 53, 43, 11, and 10 firms respectively. I focus on 44 rapidly growing startups established after 1975, and I refer to these firms as "rapid-growth" startups.

Through historic analysis, this paper finds that their exceptional rapid growth is highly associated with several distinctive strategic behaviors. For this purpose, post-1985 six month returns using adjusted closing stock prices and post-1985 six month sales growth rates are collected and various firm strategies are tracked by six month intervals. As a result, following strategic behaviors are considered: related and non-related diversification, M&As for acquiring technologies and skilled labor force and for removing competitors, strategic alliances for new product development and for co-marketing, and niche marketing.

The performance of rapid-growth startups is compared with their early competitors'. A higher proportion of the startups is associated with the above-mentioned strategic behaviors. All the strategic behaviors have started to sharply increase since the early 1990's, and the evolution of the strategic behaviors perfectly coincides with the expansion of the startups.

* This research was supported by the Kyung Hee University Research Fund in 2007.(KHU-2007-1379)

** Assistant Professor, School of International Studies, Kyung Hee University(hryim@khu.ac.kr)

A panel “startup, industry, and time” fixed effect (FE) model is constructed to test if the startups benefit more from the strategic behaviors than their competitors and to see which one between firm and industry effects plays a more important role in enhancing the performance of rapid-growth startups. As performance measures, six-month stock returns is used.

According to the empirical results, non-related diversification rather than related diversification, alliance for co-marketing rather than alliance for new product development, and M&As for removing competitors rather than M&As for acquiring technologies and skilled labor force enhance the returns and sales growth of rapid-growth startups. Furthermore, their impacts on the performance measure are significantly greater for the startups compared to the competitors. The effect of niche marketing is also significant and has the largest effect among strategic behaviors. Therefore, it is evident that the rapid-growth startups take advantage of such strategic behaviors more than their competitors do. Another important finding from the panel analysis is that firm effects, say specific competitiveness, rather than industry effects play a crucial role in shaping the exceptional growth of rapid-growth startups.

This result is very meaningful because this paper is the first investigation on the firm and industry effects done with a truncated dataset including service firms. For example, McGahan (1999) used a complete set of manufacturers from Compustat to explore the topic, yielding the result that firm effects explain two thirds of the stock market performance of manufacturers. The empirical result of this study is consistent with her conclusion however, this paper can be said to generate a more robust result because landmark strategic behaviors are added in the panel estimation of firm and industry effects.

There are several aspects in the paper needing emphasis. First, the top two important strategic behaviors improving the performance of rapid-growth startups are niche marketing and non-related diversification. The underlying motive of both strategic behaviors is “exploring new markets”. Entering a new market may be a risky investment, but essential to successful startups.

Second, among four strategic behaviors, diversification premium or discount is probably the most controversial topic. Although it is not reported, panel FE tests using the number of SIC segments tend to produce negative impacts on the returns of both groups of firms. As Villalonga (2004) pointed out, data bias from Compustat is likely to generate diversification

discount. What this study has found is that non-related diversification rather than related diversification produces positive returns. However, one needs to acknowledge that firms have a tendency to report distinguishable diversification in non-related fields while combining similar business activities into a single SIC segment.

Third, this paper categorizes M&A and strategic alliance according to their purposes. My main finding is that the M&A for removing competitors in order to strengthen market leadership has a larger contribution than the one for acquiring technologies. This result is consistent with real observation where the volume of the former has started to outweigh the latter since the late 1980s. It is also interesting to see that alliance for co-marketing is more important than the one for acquiring technologies. This result is supported by the fact that more than 60% of the startups are from service industries.

Summarizing, the most salient features of this paper are the findings that aggressive firm behaviors have supported top growing, recently established startups and that the analysis done with a censored data from the Fortune 500 Index roughly coincides with the predictions of previous research. Therefore, this paper concludes that firm effects originating from strategic behaviors are the fundamental sources for the exceptional success of the nation's fastest growing startups.

Key words: startup, firm and industry effects, diversification, M&A, strategic alliance, niche marketing