

해외 자회사의 기업공개 결정요인: 해외 자회사의 투자행위적 특성과 최대주주 특성을 중심으로

박종필(주저자)
한양대학교 대학원 전략경영학과 박사과정
(parkjongpil@hanyang.ac.kr)
윤우진(교신저자)
한양대학교 ERIKA 캠퍼스 경영학부 부교수
(wyoona@hanyang.ac.kr)

본 연구는 다국적 기업 해외 자회사에 내재되어 있는 어떠한 특성이 현지에서의 기업공개를 유도하는지 밝혀 보는데 그 목적이 있다. 구체적으로 해외 자회사의 투자행위적 특성과 최대주주 특성을 바탕으로 가설을 설정하고 이를 실증 분석하였다. 실증분석을 위해서는 2008년부터 2011년 동안 한국에 진출한 외국인직접투자기업 중 436개 제조업체를 표본으로 콕스 비례위험 모형(Cox Proportional Hazards Model)을 활용한 생존 분석(survival analysis)을 실시하였다. 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 자회사를 향한 모회사의 반복적 투자 행위는 해외 자회사의 기업공개 가능성을 높여주는 것으로 확인되었다. 둘째, 최대주주의 국적이 외국인 경우 기업공개 가능성이 낮다는 것을 발견할 수 있었다. 셋째, 최대주주가 자연인이 아닌 법인일 경우 기업공개에 부정적인 영향력을 주는 것으로 확인되었다.

주제어: 기업공개, 해외자회사, 진입방식, 반복투자, 최대주주

1. 서론

기업공개(IPO - initial public offering)는 기업이 자본시장을 통하여 불특정 다수에게 주식을 공개한 후 자금을 조달하는 형태로써 이를 위해서는 해당 요건에 대한 엄격한 사전 심사와 소정의 절차를 반드시 거쳐야 하며, 공개 이후에도 수많은 규율과 의무가 수반된다(Jain and Kini, 1994). 그럼에도 불구하고 성공적인 기업공개는 다수의 투자자로부터 직접금융을 통한 장기적이고도 안정적인 자금 조달을 가능하게 해 줌으로써 상황이 수반되는 간접금융(차입 등)에서 발생될 수 있는 제약과 직접적 손실을 보완해 줄 수 있을 뿐만 아니라(김인호, 2008;

Pagano et al., 1998), 투자자 및 이해관계자들에게 공신력을 제공하고 기업 평판(reputation) 향상에도 큰 도움을 줄 수 있다(Johnson et al., 2006; 김은수, 2015). 또한 소유와 경영의 분리를 통해 소액주주에게 성과를 분산시키기도 한다는 점에서 국민경제적으로도 큰 의의를 갖는다(김인호, 2008).

기존의 기업공개와 관련한 연구는 기업공개에 수반되는 비용과 편익, 그리고 이에 따른 이해관계자의 반응을 중심으로(Benninga et al., 2005; Fama and Jensen, 1983a; Chemmanur and Fulghieri, 1999; Ritter, 1987; Campbell; 1979; Yosha, 1995), 기업공개 조건, 특히 재무적 요인에 초점을 두거나 기업공개 전후 기업의 행태에 관심을 두고 진행 되어 왔다(Pagano et al., 1998; 강형철 외,

2007; 김희석 · 조경식, 2001; 김종일 · 권수영, 2007; 김종일 · 김은혜, 2006; 김문태 · 이선화, 2016). 이에 더하여 기업공개를 소유 및 지배구조 측면으로 접근한 사례도 존재한다(임성준 · 성상용, 2005; 이왕휘 · 김용기, 2015). 한편, 해외시장에서의 기업공개를 주제로 하는 연구 역시 위의 연구들과 유사한 연구 경향을 보여주고 있다(Mittoo, 2003; Domowitz et al., 1998; King and Mittoo, 2007; 김석태 · 황립, 2013).

기업공개 결정과 관련한 선행연구들의 일반적인 특징을 축약해 보면, 기업공개에 필수적 요건과 공개 전 · 후의 상황적 측면을 중심으로 연구가 진행되었다는 점에서, 기업 특유의 요인보다는 일반적인 설명변수를 제한적인 수준에서 채택하는 경향이 있다는 것을 알 수 있다.

본 연구는 이러한 경험적 문제의식에 더하여, 최근 활발한 연구 경향을 보이고 있는 해외 자회사의 현지국(host country)에서의 경영활동 분야와 기업공개 연구분야의 결합을 시도해보고자 다국적 기업의 현지 자회사를 대상으로 그들의 특성과 기업공개 간의 관계를 조명하고자 한다. 최근 다국적 기업의 글로벌 전략의 구성은 본사 수준의 전략 이외에도 해외 자회사들의 전략과 행태가 중요한 위치를 차지하고 있다는 점에서, 그리고 해외 자회사들은 현지기업과는 상이한 특유성을 태생적으로 안고 있다는 점에서 이들을 대상으로 하는 기업공개 관련 연구는 국제경영 분야 뿐만 아니라 기업공개와 관련된 일련의 연구흐름에도 공헌할 수 있는 흥미로운 접근이 될 수 있다고 판단했기 때문이다. 일반적으로 다국적 기업의 해외자회사는 현지에서의 경영활동을 지속적으로 수행하면서 자원과 역량을 축적하고 활용하는 프로세스를 경험하고(Birkinshaw and Hood, 1998), 기업특유의 역량을 개발하게 되며

(Delany, 2000), 궁극적으로는 실행자(implementer)를 넘어 기여자(contributor), 나아가 전략적 리더(strategic leader)로 변화하게 된다(Ghoshal and Bartlett, 1986). 그들의 이러한 변화는 현지에서 스스로 진화하면서 새로운 혁신을 창출하고 다국적 기업 네트워크 내에서 중요한 일익을 담당하는 실질적인 경제 주체임을 끊임없이 증명해 나간다는 점에서(Ghoshal and Bartlett, 1986; Hedlund, 1986), 현지국 시장에서의 기업공개라는 사건 자체는 전략적 경로 과정에 있어서 매우 중요한 지점에 위치한다고 볼 수 있다. 이는 해외 자회사가 현지국에서 독자적으로 재무적 자원동원이 가능하다는 의미이기 때문이다.

실질적으로 다국적 기업 해외 자회사는 본국(home country)과 현지국, 그리고 모회사와 자회사 사이의 관계적 맥락이 복합적으로 내재하는 구조적 특성을 지니고 있다. 특히 다국적 기업 해외 자회사는 자회사에 대한 모회사의 통제와 조정의 메커니즘(Birkinshaw and Morrison, 1995; Gupta and Govindarajan, 2000)과 자회사의 보유 역량과 속성(O'Donnell, 2000)이 결합되어 운영되는 특유성을 가지고 있다. 더구나 다국적 기업의 해외 자회사는 모국과는 상이한 환경에 노출되어 있는 상태에서 현지 자원 획득이 필요하기 때문에(Tharenou and Harvey, 2006; Baker, 1990; Salancik and Pfeffer, 1978), 다양한 기업경영 활동 중 고난도 전략의 산물에 해당하는 기업공개는 그들의 전략적 행태 변화 과정을 보다 세밀히 관찰할 수 있는 중요한 사건으로 판단된다. 특히, 다국적 기업 현지 자회사가 국내(한국)에서 기업공개를 시도할 경우, 국내 기업과 동일한 조건과 절차가 필수적이라는 사실(김연미, 2014; 김태훈, 2016)은 국내기업과는 다른 해외 자회사만의 기업공개와 관련이 있는 변수가

존재할 것이라는 추론에 단초를 제공해 주고 있다. 이러한 점에 착안하여 본 연구의 목적은 국내에 진입한 다국적 기업 해외 자회사들에게 내재되어 있는 어떠한 특성이 현지에서의 기업공개를 유도하는지에 대한 이론적 추론과 검증을 시도해 보는 것이다.

본 연구는 다음과 같은 이유에서 기업공개와 관련한 기존 연구들과 차별성을 갖는다고 할 수 있다. 첫째, 저자들이 아는 한 기업공개 관련 연구 최초로 한국에 진출한 외국인직접투자기업을 표본으로 기업공개 결정요인을 실증 분석 하였다는 점이다. 둘째, 다국적 기업 해외 자회사의 특유성을 투자행위적 측면과 최대주주 측면으로 구분하여 기업공개 여부와 관련성을 관찰하였다는 점이다. 따라서 본 연구는 학술적으로 국제경영 분야 및 기업공개 연구 분야에 있어 이론적 논의와 적용의 확장을 가져다 줄 수 있을 것으로 기대된다. 또한 실무적 관점에서도 다국적 기업 해외 자회사의 기업공개 요인을 사전적으로 탐색하는 안내서(guide)의 역할도 기대된다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 2장에서는 본 주제와 관련된 관련 문헌을 소개한 후, 3장에서는 연구의 모형과 가설을 제시할 것이다. 4장에서는 가설 검증에 사용된 표본 및 변수, 그리고 통계분석 모형에 대해 설명한 후, 5장에서 실증분석 결과를 제시할 것이다. 마지막 장에서는 본 연구의 결론과 이에 대한 함의를 종합적으로 논의해 볼 것이다.

II. 선행연구 분석

본 연구에서 다루고자 하는 다국적 기업 현지 자회사의 기업공개는 다양한 상황적 맥락을 포괄하는 수준 높은 전략적 행위 중의 하나로 판단하고 있다.

따라서 본 연구의 주 관심사인 한국에 진출한 다국적 기업 현지 자회사의 기업공개 결정요인에 대한 본격적인 논의에 앞서 기업공개와 관련한 주요 선행연구 고찰을 통해 관련 연구흐름을 우선 정리해 두고자 한다.

먼저 기업공개 선행 요인을 위주로 기업공개 결정요인을 분석한 연구는 다음과 같다. Pagano et al. (1998)은 이탈리아의 기업을 대상으로 기업공개 선행 요인을 실증한 결과, 기업공개 전 기업규모가 커지거나 시장가치 대비 장부가치(MTB)비율이 증가할수록 기업공개 가능성이 높아진다는 것을 발견 하였으며, 실증분석 모형에 사용한 변수들은 매출액, ROA, 부채비율, 은행이자율, 산업 MTB, 법인세 등이다. Brau et al. (2003)은 산업집중성, 신기술 산업여부, 부채규모, 시장의 관심도, 기업규모, 내부 자지분율이 기업공개에 유의한 설명력이 있음을 논증하였다.

국내연구로는 코스피와 코스닥시장을 대상으로 주로 진행되어 왔으며 최근에는 코넥스시장까지 확장되는 단계로 접어들었다. 강형철 외(2007)의 연구에서는 한국 상장기업을 대상으로 상장 전후의 추이를 분석한 결과, 동종 산업에 속한 공개 기업의 시장가치 대비 장부가치(MTB) 비율이 높을수록 기업공개 가능성이 크고, 통제의 사적 편익, 즉 계열사 및 최대주주 지분이 낮을수록 상장 가능성이 높아진다는 것을 증명하였다. 김희석·조경식(2001)은 1993년부터 1995년 기간 중 기업을 공개한 50개 기업과 동일 업종 내 유사 비공개기업을 짝(pair)으로 표집하여 기업공개 결정요인을 분석한 결과 성장성이 예상되고, 유동성 제고가 필요할 경우 기업공개를 실시한다고 주장하였다. 김종일·김은혜(2006)의 경우도 1996년부터 2004년까지 코스닥 상장법인과 코스닥시장 상장 요건을 갖춘 비상장 법인을 대응하

여 표본을 구성하고 기업공개 결정요인을 분석한 결과, 매출액, 연구개발투자율, 총자산이익률 등은 기업공개를 촉진하는 요인이고, 연령, 내부자 및 관계사 거래비중, 부채비율 등은 기업공개를 저해하는 요인임을 밝혀냈다. 강동수 외(2014)는 벤처기업의 기업공개 결정요인을 실증한 결과, 코스닥 시장처럼 수익성 지표가 주요한 상장 요건임을 확인하였다. 한편 김문태·마승수(2015)는 한국에서 코넥스 개설 이후 코넥스 신규상장 기업과 동종규모 외감기업, 코스피 기업을 대응하여 코넥스기업의 이익조정 행태를 분석하였다. 분석 결과, 코넥스기업은 신규상장 직전 이익을 상당히 조정하며, 코스피 등의 기업에 비해 이익 관리를 더욱 공격적으로 구사하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 코넥스 시장에서의 잠재적 정보 비대칭(information asymmetry) 문제를 부각시킨 것이라 볼 수 있다(이장우 외, 2014).

한편, 기업공개와 관련한 기업 및 이해관계자의 반응을 실증한 사례를 살펴보면 다음과 같다. Benninga et al.(2005)은 기업공개에 따른 비용의 상충관계를 거론하며 기업가의 사적편익이 양호하면 기업공개를 단행한다는 것을 밝혀냈다. 한편 Fama and Jensen(1983) 및 Chemmanur and Fulghieri(1999) 역시 소유주(owner)의 도덕적 해이(moral hazard)와 정보 비대칭으로 인한 역선택 비용(adverse selection)의 관점에서 기업공개 현상을 설명함으로써 그 견해를 같이 하였다. Ritter(1987) 또한 기업공개와 관련한 각종 비용 문제를 상정하고 이러한 비용들을 감내할 수 있는 경우 기업공개 가능성이 높다는 것을 밝혀냈다. 한편 Rajan(1992)은 기업이 기업공개를 통해 금융기관과의 협상력을 제고할 수 있다고 하였으며, Pagano(1993)는 위험한 기업일수록 기업공개를 선호하는 경향이 존재한다고 주장하였다. Zinglas(1995)는 지배구조와 관련하여

최초 소유자들이 경영권 교체를 실현할 만큼의 지분 매각을 통해 자신의 부를 극대화하려고 기업공개를 추진한다는 것을 증명해 보였다. 반면, Campbell(1979)은 기업공개를 할 경우 기밀유지와 탈세행위가 어렵게 되므로 이러한 기밀성 상실이 기업공개에 대한 요인임을 언급하였으며, Yosha(1995) 역시 기밀성을 강조하며 첨단산업에 속한 기업은 기업공개 가능성이 저하될 수 있음을 산업적 측면에서 실증하였다.

이처럼 대다수의 선행연구들은 기업공개에 대한 제도적 필요요건을 중심으로 기업공개 현상을 고찰해 보았으며, 일부 연구에서는 이를 뒷받침하는 이론적 토대를 구축함으로써 기업공개 관련 연구의 질적 확장을 시도하기도 하였다. 하지만 본 연구의 관심사인 다국적 기업 현지 자회사 특유성의 관점에서 기업공개를 연결한 연구는 없는 것으로 판단된다. 따라서 본 연구는 기업공개 결정과 관련한 이러한 선행연구의 논의에 더하여 다국적 기업의 현지 자회사들의 투자행위 및 최대주주의 특성을 중심으로 논의를 진행해 볼 것이다. 이러한 특성들은 다국적 기업의 현지 자회사에게 주로 나타나는 속성들로, 현지 자회사를 향한 모기업의 투자 행태와 현지 자회사 최대주주의 속성은 자회사에 내재된 경영루틴에 영향을 줄 수 있다는 점에서 기업공개라는 사건에도 커다란 영향력을 발휘할 것이라는 추론에 근거하고 있다. 구체적인 연구모형에서는, 투자행위적 특성은 자회사의 진입방식과 자회사에 대한 후속투자 여부로, 최대주주 특성은 자회사 최대주주의 국적과 인격(personality: 자연인 혹은 법인)으로 각각 구분하여 가설을 설정할 것이다.

III. 연구모형과 가설

3.1 연구 모형

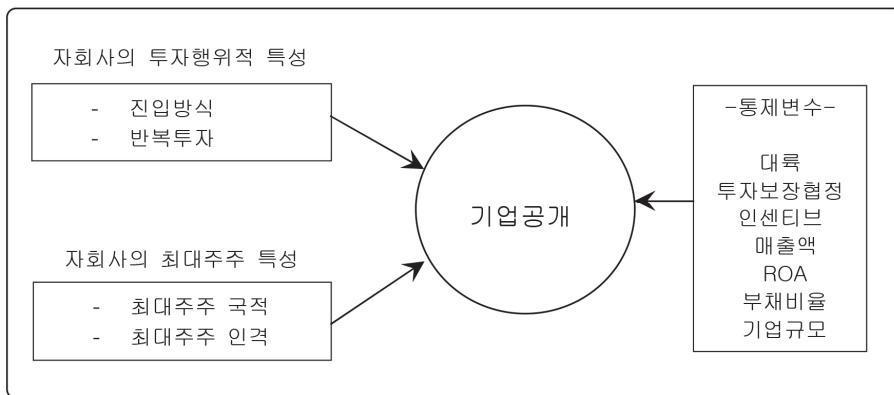
기업공개와 관련된 선행연구와 본 주제의 연구방향을 바탕으로, 본 연구는 다음의 모형으로 기업공개 결정요인을 실증분석 하고자 한다. 원론적으로 기업공개 관련 의사결정은 대단히 복잡한 문제로써 단일이론으로 이를 모형화 하기에는 현실적 한계가 존재한다(김종일·김은혜, 2006). 이러한 한계점을 인식한 상태에서, 본 연구에서는 다국적 기업 현지 자회사가 현지에서의 기업공개를 성공적으로 수행하기 위해서는 기본적인 상장 요건을 우선적으로 갖추고 있어야 하며 이러한 조건 외의 그들만의 특성을 모형에 담아내야 한다는 관점을 취할 것이다. 따라서 현행 한국의 일반적인 기업공개 조건(유가증권 시장 상장 규정 제 32조 1항)인 규모 요건, 분산 요건, 경영성과 요건, 안정성 및 건전성 요건이라는 필수조건을 개별 대리변수(proxy)로 가능한 범위 내에서 통제하고 <그림 1>과 같이 다국적 기업 현지 자회사의 특성

을 자회사의 투자행위적 특성과, 자회사의 최대주주 특성으로 대별하여 이들을 기업공개 요건과 연결, 추론해 가면서 관련 논의를 진행하고자 한다.

3.2 가설 설정

3.2.1 자회사의 투자행위적 특성

해외시장의 진입방식, 즉 투자방식의 선택은 다국적 기업 현지 자회사의 성과에 영향을 주는 중요한 요소 중의 하나로 간주되기 때문에 국제경영 분야에서 그 동안 활발히 논의되어온 주제다(Agarwal and Ramaswami, 1992; Gatignon and Anderson, 1988; Kogut and Singh, 1988). 대개 다국적 기업 현지 자회사의 투자방식은 설립방식(establishment mode)과 소유권방식(ownership mode: 단독투자 와 합작투자)으로 구분되며, 본 연구에서는 투자 및 진입방식에 초점을 두고 있기 때문에 Kogut and Singh(1988)의 논지에 근거하여 설립방식에 초점을 두고 논의를 진행하고자 한다. 설립방식은 크게 그린필드 투자(greenfield investment)와 인수합



<그림 1> 연구모형

병(mergers & acquisitions)으로 구분된다. 그린필드 방식은 자본투자를 통해 공장이나 사업장을 신규로 설립하는 것을 말한다. 이 방식은 현지에서의 자원 및 지식 시장의 불완전성으로 인한 위험을 최소화하기 위해 모회사의 전략에 적합하도록 자회사의 조직과 프로세스를 구축하여 이를 최대한 활용할 수 있는 구조이다. 반면, 인수합병은 주식 취득이나 계약을 통해 기존 기업에 자본을 투자하는 방식으로 특정 기업의 경영권을 획득하는 인수방식과 두 개 이상의 기업이 하나로 통합되는 합병방식으로 구분되며, 기존 기업의 역량과 자원을 단기간에 획득할 수 있다는 장점을 지닌다. 하지만 이러한 특징을 지닌 투자방식들과 자회사 성과 간의 관계에 있어서는 일관된 결론을 내리지 못하고 있는 실정이다. 다만, 본 연구의 주제인 기업공개 요건에 상응하는 비용 및 본사의 경영통제 관점에서의 연구들은 그린필드 방식이 인수합병 보다 높은 성과를 내는 경향이 있으며(Madhok, 1997), 자회사에 대한 완전한 통제를 가능하게 하므로 파트너간 역할 정립, 이해상충 조정이 요구되는 경우 보다 비용절감이 된다고 설명하고 있다(Beamish and Banks, 1987).

한편, Nocke and Yeaple(2007)은 해외직접투자에 따른 생산성이 높거나 매출액 등 효율성이 높은 기업일수록 그린필드 방식의 투자를 선호하고 있음을 제시하였다. 또한 Lee and Yun(2006)은 인수합병을 통한 해외직접투자의 경우 새로운 자본형성이나 고용이 이루어지지 않은 채, 단지 소유권만 외국으로 이전됨으로써 경제적 파급효과는 그린필드 방식에 미치지 못할 것이라고 주장하고 있다. 이상의 그린필드 방식의 이점을 강조한 논의를 종합해보면 현지에서의 생산성, 효율성, 고용 및 경제적 파급효과 등의 측면에서 그린필드 투자방식이 현지국의 입장에서 유리한 투자방식임을 함의하고 있다.

또한 그린필드 방식은 경영행위가 안정기에 돌입하기까지의 물리적 시간에 따른 부담이 존재한다는 약점에도 불구하고, 기본적으로 모회사의 경쟁력 활용을 기반으로 한다는 점에서 자회사의 가시적 성과 측면에서는 유리한 면이 있다고도 할 수 있다. 특히 현지국 내에서의 정상적인 궤도에 안착하는 기간이 인수합병의 경우 보다 오래 걸린다는 점을 감안할 경우, 때로는 현지 자회사의 적응력 향상과 현지에서의 절대적 생존기간을 늘려주는 대안이 될 수도 있다(김현규, 2015). 따라서 해외 자회사가 그린필드 방식으로 진출한 경우, 기본적인 기업공개 조건인 경영성과 및 안전성 측면에서 유리한 지점을 점할 수도 있을 것이다.

이에 더하여, 시장에서의 안정적 위치를 차지하기까지 상대적으로 장기적인 현지 활동기간을 통해 현지 소비자 관점에서의 높은 가시성(visibility)을 획득함과 동시에 잠재적 이해관계자들에게 호의적인 인상을 심어줄 수도 있다는 점에서, 현지의 다양한 이해관계자들을 통한 재무적 자원동원을 목적으로 하는 기업공개를 성공적으로 수행할 가능성이 높아질 수 있다는 것을 추론해 볼 수 있다. 이러한 관점에서 아래와 같은 가설을 제시한다.

가설 1a: 해외 자회사의 진입방식이 그린필드 방식일 경우 해외 자회사의 기업공개 가능성이 높을 것이다.

기본적으로 기업조직은 그 지속성을 위해 외부환경으로부터 꾸준히 자원을 확보해야 하는 존재이며(Hannan et al., 2007), 다국적 기업 해외 자회사에게 있어 이러한 자원의 획득은 모회사에 의존하거나 혹은 현지에서 자체 획득하는 방법을 취할 수 있다. 모회사에 의존하게 되는 자원획득 방식은 모

회사로부터의 투자형태가 일반적이며, 이때 투자는 증자 내지 공여의 형태로 나타난다. 일반적으로 자회사를 향한 모회사의 투자는 그들 간의 전략적 판단에 따라 그 규모와 빈도수가 결정된다. 본 연구에서는 모회사의 해외 자회사에 대한 이러한 투자행위적 특성에 초점을 두고, 구체적으로 최초투자 이후 추가적으로 이루어지는 후속투자에 주안점을 두고자 한다.

Johanson and Vahlne(1977)는 모회사의 반복 투자를 해외 자회사에 대한 개입 증대와 자회사를 통한 현지국의 루틴과 시장 정보를 확보하는 과정이라고 주장하며, 재정 지원 빈도가 높을수록 자회사에 대한 통제력 증대와 함께 현지 정보 체득의 수월함이라는 장점을 얻을 수 있다고 강조하였다. 한편, Newbould et al.(1978)은 최초투자가 해당 투자 기업 입장에서 경험 요소로 작용되어 향후 후속투자를 수월하게 유발할 수 있다고 하였다. 따라서 최초 투자 이후 계속되는 반복적 투자행위는 재무적 측면에서 현지 자회사의 지속적인 자본 유입현상을 유발할 수 있을 것이며, 이는 기업공개 조건인 규모 요건(자기자본 요건)과 안정성 및 건전성 요건의 향상에 도움을 줄 수 있을 것이다.

한편, 현지 자회사에 대한 반복투자 행위 자체는 해당 국가 시장에 대한 장기적 몰입도를 의미하는 신호 효과(signal effect)를 유발할 가능성이 존재한다. 다시 말하면, 현지 자회사에 대한 지속적인 반복 투자는 해당 현지 시장이 다국적기업 수준에서 전략적 중요도가 있음을 상기시킬 수 있다는 것이다. 또한 반복투자를 통한 투자규모의 확대는 향후 해당 시장에서의 퇴출장벽으로써도 작동한다는 점에서 이 역시 해당 국가 시장에 대한 장기적 몰입도의 상승을 함의한다. 이러한 논의를 따르자면, 반복투자는 해당 국가 시장에서의 장기(long term) 경영을 염두에 두고 있다는 것을 의미하며, 이 경우 본사로부터의

투자 유입 이외에 현지에서의 지속적이고 안정적인 재무적 자원조달은 중요한 전략적 의미를 지닌다. 따라서 현지 자회사 입장에서는 기업공개를 통한 지속적인 자원확보의 기제를 갖출 동기가 강할 것이다. 이러한 논의에 따라 아래와 같은 가설을 설정한다.

가설 1b: 해외 자회사에 대한 반복투자가 발생할 경우 해외 자회사의 기업공개 가능성이 높을 것이다.

3.2.2 자회사의 최대주주 특성

현행 증권거래법에 의하면 최대주주란 최대주주 1인과 그를 둘러싼 특수관계인을 포함하고 있다. 이러한 최대주주의 가장 큰 특징은 해당 기업의 투자자로서 상당량의 지분을 보유하고 있고, 경영활동을 감시하며 이사회를 보완해 주는 기능을 가지고 있다는 점이다(Lin, 1996). 또한 자신의 이익 극대화를 위해 투자 및 자본조달 의사결정에서 주도권을 행사하기도 한다(구맹희 · 김병곤, 1999). 특히, 해외 자회사와 같은 조직에 있어서 최대주주의 존재는 재무 안정성을 확보해 주는 기반이 되는 동시에 최고경영자의 교체와 후임자 선임 등 해당 기업의 핵심 의사결정에 있어 중대한 역할을 수행하기도 한다(박지현 · 김양민, 2010). 최대주주의 이러한 기능과 역할은 전체 이사회 구성원들의 신뢰를 바탕으로 하기 때문에(Frederickson et al., 1988), 때로는 자신 스스로 최고경영자의 위치를 점하기도 하며, 자신의 영향력으로 최고경영자를 선임하려는 성향을 지니고 있다. 최대주주가 교체되는 시점에서 최고경영자 또한 교체될 가능성이 높다는 논의는 이러한 주장을 뒷받침하고 있다(박지현 · 김양민, 2010).

한편, 국적(nationality)은 개인의 가치관과 인지

체계, 그리고 언어와 관련된 지점에서 상당한 영향력을 행사 한다(Hambrick et al., 1998). 기존 국제경영 연구분야에서는 최대주주 혹은 최고경영자의 국적이 해외 자회사의 경영활동에 매우 중요한 영향을 준다고 보고하고 있다(Gong, 2003; Paik and Sohn, 2004; Belderbos and Heijltjes, 2005). 이러한 주장은 본국과 상이한 해외 시장에서 효율적인 적응을 위한 전략적 선택, 즉 현지화 전략에 그 근거를 두고 있다(Harzing, 2000). 현지화 영역 중 특히 인적자원의 현지화는 투자대상국의 인적자원들이 지니는 잠재적 장점들을 통합하여 조직을 발전시키고 운영을 통제해 나갈 수 있기 때문에 해당 기업의 제반 활동에 커다란 영향력을 행사한다(Lam and Yeung, 2010). 본 연구에서 여러 인적자원 요소 중 최대주주에 초점을 맞춘 이유는, 해외 자회사의 최대주주는 해당 기업의 실질적 주인으로서 전략적 의사결정 및 성과에 대한 모니터링 과정에서 주요 영향력을 행사하며(Hambrick and Mason, 1984), 다국적 기업의 모회사와 자회사를 연결시켜 주는 핵심고리의 역할을 수행하기 때문에 기업공개와 같은 중요한 전략적 이슈에 대해서도 그 특성이 반영될 것이라고 판단했기 때문이다.

일반적으로 최대주주와 그를 둘러싼 인적 구조가 현지 지향적이라면 해외 현지국에서 원활한 경영활동을 수행하기 위한 강력한 비즈니스 네트워크를 구축하는데 있어 큰 도움이 될 수도 있다(Wall, 1990). 특히 본 연구의 실증분석 대상이 되는 한국 시장은 첫째, 기업의 최고 영향력을 행사하는 지위에 외국인이 위치할수록 상대적으로 불이익을 받는 경향이 존재하며 이에 따른 높은 비용을 지불한다는 특수성이 존재한다는 점(권세진, 2009; Miller and Parkhe, 2002, Mitchell et al., 1994), 둘째, 전통적으로 정부의 시장개입 성향이 강하고 재벌기업 등과 같은

강력한 시장지배력을 지닌 자국의 특수한 기업형태가 존재한다는 점(Kim, 1997), 셋째, 법적인 측면에 있어 국내기업과는 달리 외국기업에 대한 유무형의 규제가 존재한다는 점(박영렬 · 최순규 · 이재은, 2009)과 같은 특성을 지니고 있다. 따라서 해외 자회사의 최대주주가 외국인인 경우 제반 경영활동에 있어 내국인이 가질 수 있는 잠재적 강점을 활용할 기회가 떨어질 수밖에 없을 것이며, 이는 기업공개라는 상황에도 적용 가능할 것이다. 다시 말하면, 복잡하고 까다로운 기업공개에 대한 행정상의 절차에 따른 제반 문제에서 최대주주 차원에서 구축된 현지 네트워크를 이용할 가능성이 높은 현지인 최대주주에 비해 외국인 최대주주의 경우 이러한 이점을 향유할 가능성이 적다는 것이다.

또한 현지 시장에서 해외 자회사가 기업공개를 한다는 것은 현지에 특화된 경영활동을 통해 보다 높은 수준의 독립성과 자율성을 지니고 있다는 것을 그 전제로 한다. 그러나 한국의 외국인 투자자들에게서 현지에 특화된 지식에의 접근 가능성이 높은 현지인 최고경영자를 선호하는 경향을 특별히 발견할 수 없다는 점을 고려해 볼 때(박영렬 외, 2007), 외국인 최대주주의 입장에서는 굳이 현지에서 기업공개를 선호할 동인이 없을 수도 있음을 유추할 수 있다.

한편, 본 연구에서는 최대주주의 인격(personality) 또한 기업공개와 관련하여 설명력을 지닌다고 주장한다. 인격이란 민법, 상법을 기준으로한 권리능력의 주체 지위를 의미하며 일반적으로 개인인 자연인(natural person)과 법인(corporate body entity)으로 구분할 수 있다. 기업공개는 경우 최대주주가 법인인 경우와 개인인 경우에 따라 기대수익이 달라질 수도 있다. 이는 최대주주가 기업공개를 시도할 때 소유권(cash flow rights)을 먼저 매각하여 자신의 사적이익을 추구할 것이라는 기존 논의가(강형철

외, 2007) 최대주주의 인격에 따라 달라질 수 있기 때문이다. 구체적으로 최대주주가 법인이 아닌 개인이라면 지분이전 시 의사결정이 비교적 용이하고, 사회적 노출 및 비난 등에서 보다 자유로울 수 있다는 점에서(Mello and Parsons, 1998; Pagano, 1993), 다른 조건이 동일하다면 최대주주가 개인일 경우 이처럼 상대적으로 유리한 상황을 적극 활용할 동인이 존재한다는 것이다. 이에 더하여, 상황에 따라서는 개인이 보유하고 있는 재원의 한계를 극복하기 위해 기업공개에 보다 적극적일 가능성도 있을 것이다. 반면 최대주주가 법인일 경우 지분이전 과정에서의 복잡성과 더불어 다양한 이해관계자들 간의 사회적 수준에서의 불확실성에 기인한 이익현실화의 위험 때문에 기업공개에 굳이 적극적이지 않을 수도 있을 것이다.

이러한 논의들을 종합하여 다국적 기업 해외 자회사의 최대주주 특성과 기업공개 가능성의 관계에 대해 아래와 같은 가설을 각각 제시한다.

가설 2a: 해외 자회사의 최대주주 국적이 외국인일 경우 해외 자회사의 기업공개 가능성이 낮을 것이다.

가설 2b: 해외 자회사의 최대주주가 법인일 경우 해외 자회사의 기업공개 가능성이 낮을 것이다.

IV. 연구방법

4.1 자료수집 및 표본

본 연구에 사용된 실증분석 자료는 2008년부터

2011년 기간 중 한국에 투자를 실시한 외국인직접투자기업 7,190개를 기초로 다음의 표본 선택 과정을 통해 수집되었다. 우선 금융, 지주, 도소매, 유통 등의 업체는 제외하고, 외부감사법인 규모 이상 468개 제조업체를 1차적 표적기업으로 선정하였다. 이들 업종을 제외한 것은 Ghoshal and Bartlett(1986), 그리고 Taggart(1998)의 논의에 근거하여 자회사의 영위활동에 따라 모회사의 통제 방식이나 자회사의 현지 활동이 다를 수 있기 때문이다. 한편 외부감사법인 규모 이상을 선택한 것은 자료 구축의 용이성을 고려한 상태에서 연구의 일반화에 도움을 주기 위해서이다. 다음으로 관측기간 이전에 이미 기업공개를 수행한 기업 32개를 제거한 후, 최종 436개 기업을 최종 분석대상 기업으로 설정하였다. 기업공개 관측기간은 2009년부터 2015년까지이며, 설명변수의 추출은 2006년부터 2015년까지 총 10년간의 기업 연도별 자료를 사용하였다. 한편 기업공개라는 사건이 발생한 경우 다음 관측 기간부터는 표본에서 제외하였다. 이러한 과정을 통해 분석에 활용된 기업 연도별 쌍(dyad)의 총 개체 수는 3,736이다. 한편 한국에 진출하여 관측기간 중 기업공개를 실시한 외국인직접투자기업은 463개 중 20개 기업으로써 기업공개 비율은 4.6% 수준이다.

4.2 변수의 정의 및 측정

4.2.1 종속변수

본 연구의 종속변수인 기업공개는 국내 주식시장인 코스피, 코스닥, 코넥스 시장에 상장한 사건을 기준으로 판단하였다. 기초자료는 KIS-VALUE 상장일을 기준으로 하였고, 한국증권거래소에서 상장여부를 추가로 확인하였다. 코딩은 표본별 관측년도에

기업공개가 이루어진 경우라면 1로, 그렇지 않은 경우라면 0으로 더미 처리하였다.

4.2.2 독립변수

본 연구는 가설 부분에서 제시한 바와 같이 총 4개의 독립변수를 설정하였다. 개별 독립변수는 투자 방식, 반복투자, 최대주주의 국적, 최대주주의 인격이다.

우선, 투자방식은 산업통상자원부의 자료를 바탕으로 전봉걸(2012)의 논의를 참고하여 측정하였다. 외국인직접투자기업이 국내에서 경영활동을 수행하려면 외국인투자촉진법에 근거하여 신고 및 등록의무를 지게된다. 이를 바탕으로, KIS-VALUE, 한국기업데이터, 산업통상자원부 자료를 검색하여 기업의 최초 설립일과 외국인투자기업 최초 등록일을 비교하여 차이가 3년 미만인 외국인직접투자기업은 그린필드로 3년 이상일 경우 인수합병으로 분류하였다. 최초 설립일과 등록일이 3년 이상의 차이가 나는 경우는 설립 당시 일반기업이었지만 일정기간 경과 후 인수합병을 통해 외국인직접투자기업으로 전환된 경우를 말한다. 이의 적합성을 확인하기 위해 금융감독원 사업보고서와 산업통상자원부에서 제공하는 연락처를 기반으로 표본기업에 대한 유선 확인을 통해 검증과정을 거친 후 모형에 투입하였다. 코딩은 그린필드 기업의 경우라면 1로, 그렇지 않은 경우라면 0으로 더미 처리하였다.

반복투자의 측정은 증자 또는 장기차관의 도입을 기준으로 하였다. 표본 기업의 관측기간 내 보통주 발행주식수, 장기차관 중 어느 하나가 증가되는 값을 보일 경우 반복투자로 간주하였고(박종필·윤우진, 2017), 대상기업의 관측기간 개별 연도 중 발생된 최초투자는 반복투자에 포함하지 않았다. 기초자료

는 KIS-VALUE를 사용하였으며 표본별 관측년도에 반복투자가 이루어진 경우라면 1로, 이루어지지 않은 경우라면 0으로 더미 처리하였다.

최대주주의 국적과 인격을 측정하기 위한 자료는 KIS-VALUE와 한국기업데이터, 금융감독원 전자공시시스템의 공시자료를 포괄적으로 활용하였다. 최대주주의 국적은, 최대주주가 개인일 경우에는 수집된 최대주주의 이름이 한국인인가 아닌가의 여부로 판단하였다. 이 방법은 기존 국적과 관련된 연구에서 흔히 사용되는 방법으로(Gong, 2003; Harzing, 2001) 한국인과 외국인의 이름이 명확히 구분되는 편이므로 대체적으로 신뢰성이 있다고 판단된다. 다만 성(family name)은 한국식이지만 이름(first name)이 외국적인 경우 외국인으로 분류하였다. 한편 한자(Chinese)를 사용하는 국가의 경우 그 표기 방법이 한국과 유사하여 구분이 모호한 상황이 있을 수 있다. 이 경우 해당 기업의 홈페이지와 유선 통화를 통해 최대주주의 국적을 확인하였다. 이러한 과정을 통해 자회사의 최대주주가 외국인이라면 1로, 한국인이라면 0으로 코딩하여 분석모형에 투입하였다. 자회사의 최대주주 인격 역시 상기 자료를 활용하여 자회사의 최대주주가 법인이라면 1로, 그렇지 않은 경우라면 0으로 더미 변수화하였다.

4.2.3 통제변수

본 연구에서는 독립변수 이외에도 해외 자회사의 기업공개에 영향을 줄 것으로 판단되는 요인들을 적극 통제하였다. 비상장기업과 비교하여 상장기업이 누리는 가시적이고 가장 직접적인 효익은 투자 소요 자금을 주식시장을 이용하여 조달하는 것이며(Pagano et al., 1998), 기업이 이러한 효익을 누리기 위해 상장을 시도한다면 일정액의 수익성과 안전성, 규모

가 필수적 요건이다. 또한 이의 저변에는 각종 제도적인 장치도 한 몫을 하게 된다. 따라서 본 연구에서는 기업공개 요건과 비교적 관련성이 높으며, 기업공개 결정요인 선행연구의 설명변수로 빈번하게 등장하는 변수들인(Brau et al., 2003; 김종일·김은혜, 2006) 대륙, 투자보장협정, 인센티브, 매출액, ROA, 부채비율 그리고 기업규모를 통제하였다.

이들 변수들의 측정방법은 다음과 같다. 먼저 소속된 대륙을 통제하기 위하여 산업통상자원부에 공개된 정보를 이용하여 표본기업이 속한 투자국의 대륙을 아시아권, 유럽권, 영미권, 중남미권의 4개 지역으로 구분한 후 더미 처리하였다. 투자제도 특성인 투자보장협정은 한국과 투자보장협정을 체결한 각국의 목록과 체결일이 자세히 수록되어 있는 외교부 자료를 바탕으로 표본에 포함된 외국인직접투자 기업의 모국이 한국과 투자보장협정을 체결한 국가에 속한 기업인 경우라면 1로, 그렇지 않은 경우 0으로 더미 변수화하였으며 1년간의 시차를 두었다. 인센티브의 측정은, 이시욱·전봉걸(2011)의 연구와 박봉규·김용덕(2004)의 연구를 참고하여 입지를 중심으로 조작화하였다. 외국인투자지역은 외국인투자를 유치하기 위한 목적으로 특화된 지역을 의미하며, 한국에서는 단지형 외국인투자지역(complex-type foreign investment zone), 개별형 외국인투자지역(individual-type foreign investment zone), 자유무역지구(free trade zone), 경제자유구역(free economic zone)으로 구분된다(외국인투자촉진법, 자유무역지역 지정 및 운영에 관한 법률, 경제자유구역 지정 및 운영에 관한 법률). 이들 지역에 대해서는 국가적으로 각종 조세감면 및 임대료 감면, 그리고 행정규제의 적용 완화 등의 인센티브를 부여하고 있다. 따라서 본 연구에서는 산업통상자원부와 한국산업단지공단에서 제공하는 표본기업

의 주 사업장 입지를 기준으로 국립지리정보원 위치추적시스템을 이용하여 인센티브 입지 여부를 파악하였다. 인센티브 지역에 위치하는 경우라면 1로, 그렇지 않은 경우라면 0으로 더미 처리하였다. 기업공개 관련 연구 설명변수로 널리 활용되는 매출액(Pagano et al., 1998)은 자회사의 연도별 매출액을 측정하였으며, KIS-VALUE 자료를 활용하여 1년간의 시차(time lag)를 두고 로그 형태로 변환하여 모형에 투입하였다. 한편 본 연구에서는 Chang(1996)과 Zuckerman(2000)의 논의에 의거하여 기업성과를 나타내는 지표로써 ROA(총자산이익률)를 채택하였다. ROA는 당기순이익을 총자산으로 나눈 비율로써 기업이 수익 창출에 있어서 총자산을 얼마나 효율적으로 이용하였는지 평가할 수 있는 수익성 판단 지표 중의 하나이다(Gomes and Ramaswamy, 1999). 자료는 KIS-VALUE를 활용하여 산출 적용하였으며 현행 상장 요건에서는 실질적 사업활동 기간을 통상 3년 이상으로 보기 때문에 3개년도 표준편차를 적용하여 모형에 투입하였다(김태훈, 2016; Goranova et al., 2007). 부채비율은 동 비율이 작을수록 상장가능성이 높다는 기존연구의 논의와 재무적 위험이 작은 우량기업일수록 상장 가능성이 높다는 논의(Rajan, 1992; 강형철·박형서, 2011; 김희석·조경식, 2001)에 근거하여 모형에 투입하였다. 구체적인 자료는 KIS-VALUE통해 획득하였으며, 1년간의 시차를 두었다. 마지막으로 기업규모 또한 통제하였는데, 이는 기업규모가 클수록 기업공개 실행이 용이(Pagano et al., 1998; 김희석·조경식(2001)하다는 기존 연구에 근거해서다. 구체적인 측정은 KIS-VALUE에서 분류된 기준으로 중소기업일 경우 1, 대기업일 경우 0으로 코딩하여 분석 모형에 투입하였다.

4.3 통계분석 모형

본 연구의 종속변수는 기업공개라는 사건의 발생 여부이므로 종속변수가 대기 기간(duration) 혹은 사건의 발생률일 경우를 추정할 때 주로 사용하는 생존분석(survival analysis)을 활용하여 가설을 검증하였다. 생존분석은 표본기업이 기업공개를 실시할 확률처럼 종단연구의 측정 시점마다 특정 사건이 발생될 순간 확률, 즉 전이율(hazard rate)을 통해 예측하게 된다. 이처럼 생존분석은 각 기업이 경험하는 매 시점에서의 상태의 변화여부(기업공개 여부)를 이산변수(discrete)로 측정한 다음, 이를 연속변수(continuous)인 변화율(기업공개율)로 전환시켜 종속변수를 생성 후, 그 변화율을 독립변수를 통해 예측하는 특성을 가지고 있다(Allison, 1984; Blossfeld and Rohwer, 1995). 본 연구에서는 생존분석의 다양한 모형 중 가장 대표적인 모델인 콕스 비례위험 모형(Cox Proportional Hazards Model)을 사용하였다(김성훈 외, 2010; 김선혁·신동엽, 2009). 이 모델은 한 집단에서 연구대상 사건이 발생할 위험률이 다른 비교 집단에서 발생할 위험률, 즉 상대적 위험률이 시간의 흐름에 상관없이 일정하게 비례할 것이라는 것을 기본 가정으로 하고 있으며, 대기 기간의 분포에 대해 어떤 가정도 하지 않는다는 특성을 지니고 있다. 콕스 비례위험 모형의 통계분석을 위해서는 Stata 13 버전을 사용하였다.

V. 실증분석 결과

5.1 변수의 기술통계량과 상관관계

〈표 1〉은 분석에 사용된 변수들의 평균과 표준편

차 그리고 상관계수값에 대한 결과이다. 결과를 살펴보면 표본에 속한 외국인직접투자기업은 관측기간 동안 한 해 평균 0.005건의 기업공개를 실시한 것을 알 수 있다. 각 변수들간 피어슨 상관계수는 그 값이 전반적으로 낮게 나타나고 있어 분석상 무리가 없다고 판단하였다. 추가로 다중공선성 문제를 테스트하기 위해 변량증폭요인(Variance Inflation Factor: VIF)값을 추정한 결과 최대값은 대륙더미 중 하나가 1.68로 나타났고, 모든 변수들의 평균은 1.3으로 나타나 분석 대상 변수들의 다중공선성 문제는 없는 것으로 판명되었다. 일반적으로 VIF가 10을 넘는다면 심각한 다중공선성 문제를 의심할 수 있다(Neter et al., 1996; Chatterjee et al., 2000).

5.2 표본의 강건성 검정

〈표 2〉는 표본 및 데이터의 강건성 확보를 위해 실시한 두 집단, 즉 기업공개를 한 집단과 그렇지 않은 집단간 변수별 평균 차이에 관한 검정 결과이다. 결과를 보면 두 집단간 평균 차이가 대체로 뚜렷한 편이며, 특히, 독립변수들에 대한 t검증 결과값은 유의수준 $p < .05$, $p < .01$ 에서 귀무가설을 모두 기각하였으므로 집단의 차이가 유의한 것으로 나타났다.

5.3 비례성 가정 및 모형 적합성 검정

〈그림 2〉는 본 연구의 가설검정 통계분석 방법인 콕스 비례위험 모형을 본격 적용하기에 앞서 각 변수의 비례성 가정 충족여부를 사전적으로 검정한 결과이다. 본 연구에서는 기업공개라는 사건 여부로 두 집단의 위험률을 비교하게 된다. 〈그림 2〉Kaplan-Meier곡선이 보여주는 바와 같이 독립변수

〈표 1〉 기술통계와 상관관계 분석 결과

변수	M	S. D.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
기업공개	0.005	0.073	1.000										
투자방식	0.419	0.493	0.034**	1.000									
반복투자	0.368	0.482	0.066***	-0.161***	1.000								
최대주주 국적	0.590	0.492	-0.076***	-0.304***	0.089***	1.000							
최대주주 인력	0.796	0.403	-0.075***	-0.240***	0.107***	0.535***	1.000						
투자보장 협정	0.685	0.465	-0.053***	-0.076***	0.030*	0.078***	0.110***	1.000					
인센티브	0.239	0.427	-0.024	-0.042**	0.094***	0.028*	0.138***	0.152***	1.000				
매출액	24.110	1.883	0.037**	-0.274***	0.100***	0.158***	0.179***	0.108***	0.078***	1.000			
ROA	0.085	0.182	0.024	0.015	-0.024	0.035*	0.026	-0.028	-0.003	-0.130***	1.000		
부채비율	745.46	12,708.92	-0.004	-0.004	0.023	0.006	0.006	-0.022	-0.004	-0.020	0.036*	1.000	
기업규모	0.716	0.451	-0.019	0.219***	-0.138***	-0.116***	-0.226***	-0.054***	-0.134***	-0.505***	0.281	0.021	1.000

표본수: 436, 개체수: 3,736

* p < .10, ** p < .05, *** p < .01

〈표 2〉 집단간 평균 차이 검정

변 수		기업공개	평균	표준오차	표준편차	t 값
독립변수	투자방식	No	0.418	0.008	0.493	-2.101**
		Yes	0.650	0.109	0.489	
	반복투자	No	0.367	0.008	0.482	-4.024***
		Yes	0.800	0.092	0.410	
	최대주주 국적	No	0.593	0.008	0.491	4.486***
		Yes	0.100	0.069	0.308	
	최대주주 인격	No	0.799	0.007	0.401	4.424***
		Yes	0.400	0.112	0.503	
통제변수	투자보장협정	No	0.687	0.008	0.464	3.237***
		Yes	0.350	0.109	0.489	
	인센티브	No	0.240	0.007	0.427	1.462*
		Yes	0.100	0.069	0.308	
	매출액	No	24.101	0.034	1.885	-2.065**
		Yes	24.998	0.274	1.196	
	ROA	No	0.085	0.003	0.181	-1.327*
		Yes	0.140	0.054	0.233	
	부채비율	No	749.180	229.103	12,747.8	.208
		Yes	139.604	37.044	161.5	
	기업규모	No	0.716	0.007	0.451	1.151
		Yes	0.600	0.112	0.503	

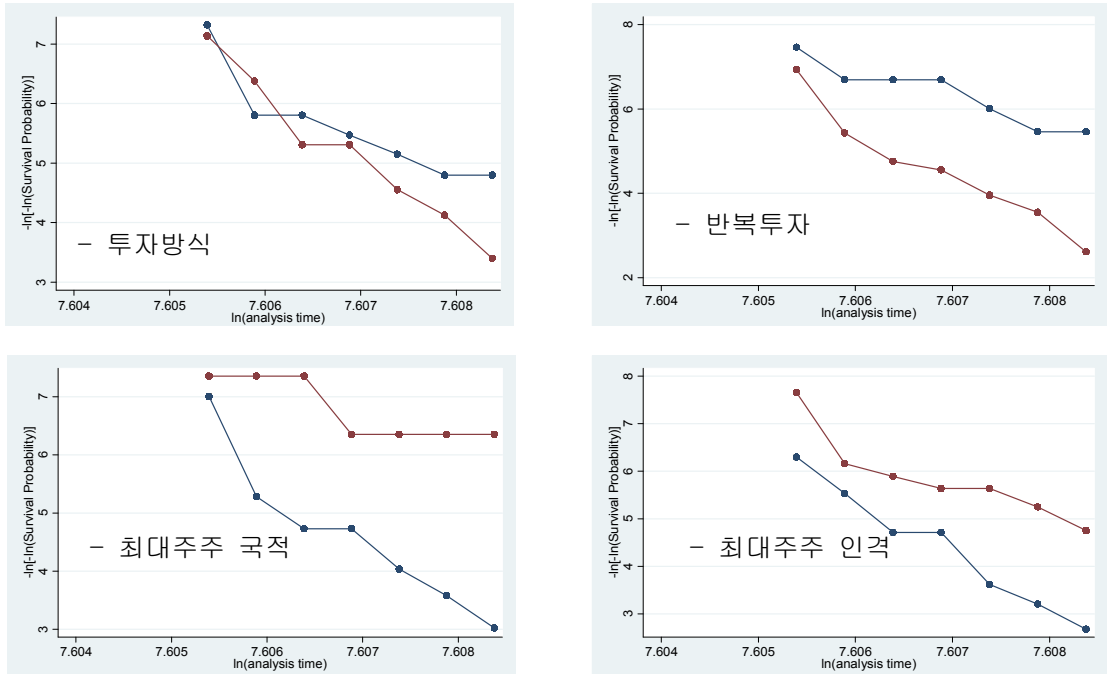
* p < .10, ** p < .05, *** p < .01

중 일부변수가 교차하고 있으나, 비례성 가정을 대체적으로 충족시켜주는 것으로 나타났다. 한편 콕스 모형에 대한 적합성을 추가적으로 확인하기 위해 모형 적합성 테스트(goodness of fit test)를 실시한 결과 모든 변수들이 $p > .05$ 를 만족하고 있으므로 콕스 비례위험 모형에 투입할 수 있었다.¹⁾ 구체적인 분석결과는 〈표 3〉에 제시되어 있다.

5.4 통계분석 결과

〈표 4〉는 현지 자회사의 기업공개를 예측하는 콕스 비례위험 모형 분석 결과를 요약한 것이다. 각 모형은 대륙을 통제한 상태에서의 결과로 통제변수만을 고려한 모형 1과 가설검증을 위해 통제변수와 독립변수를 모두 포함한 모형 2로 구분 하였다. 모형 1에서는 투자보장협정과 ROA가 각각 $p < .01$, $p <$

1) 부채비율 변수의 p값이 기준치인 .05에 근사한 값을 보였지만 전체 모형에 대한 Global Test 결과 $p = .538$ 로 여유있게 귀무가설을 기각하였으므로 모든 변수를 포함해도 모형 적합도에는 무리가 없다고 판단하였다.



〈그림 2〉 Kaplan-Meier 생존곡선

〈표 3〉 모형 적합도 검정

변수		rho	Chi ²	Prob > Chi ²
독립변수	투자방식	.124	.23	.629
	반복투자	.150	.50	.482
	최대주주 국적	-.107	.28	.600
	최대주주 인격	-.237	.90	.342
통제변수	투자보장협정	.291	1.65	.198
	인센티브	.113	.28	.597
	매출액	.229	.79	.374
	ROA	.206	.54	.463
	부채비율	.427	4.03	.05
	기업규모	.230	.91	.339
Global		N/A	10.89	.538

〈표 4〉 생존분석 결과: Cox 비례위험 모형

변 수		기대부호	Model 1 (Base)	Model 2 (Full)
통제변수	대륙		삽입됨	삽입됨
	투자보장협정		-1.652*** (.572)	-1.344** (.625)
	인센티브		-.681 (.777)	-.709 (.807)
	매출액		.305 (.188)	.560*** (.217)
	ROA		.892** (.384)	1.746*** (.461)
	부채비율		-.002 (.002)	-.004* (.002)
	기업규모		.151 (.680)	-.470 (.000)
독립변수	투자방식	(+)		.582 (.565)
	반복투자	(+)		2.445*** (.662)
	최대주주 국적	(-)		-2.280** (.901)
	최대주주 인격	(-)		-1.194* (.642)
Log likelihood			-121.10	-94.33
LR Chi ²			20.90	73.82
Prob > Chi ²			0.007***	0.000***

* p < .10, ** p < .05, *** p < .01

.05 수준에서 통계적으로 유의미하다는 것이 확인되었다. 이는 투자보장협정이 체결된 국가의 소속일 경우 기업공개 가능성이 낮아진다는 것과 ROA가 양호할수록 기업공개 가능성을 높여준다는 것을 의미하고 있다. 한편 독립변수를 포함한 모형 2에서는 통제변수인 매출액과 부채비율이 유의하게 나타나 매출액이 클수록 기업공개 가능성이 높아지며 부채

비율이 높을수록 기업공개 가능성이 낮아진다는 것을 확인할 수 있었다. 모형 2의 독립변수의 추정 값을 살펴보면 반복투자는 정(+)의 방향으로(2.445, p < .01), 최대주주 국적은 부(-)의 방향으로(-2.280, p < .05), 최대주주 인격은 부(-)의 방향으로(-1.194, p < .1) 통계적으로 유의미한 결과를 도출하였다. 반면 투자방식의 경우 방향성은 일치하였으나 통계

적 유의성은 확보하지 못하였다. 이를 기초로 가설에 대한 검증을 종합해보면 다음과 같다. 우선 투자 방식과 기업공개 가능성에서는 유의미한 영향력을 발견할 수 없었다. 따라서 다국적 기업 해외 자회사의 투자행위적 특성과 관련한 가설 1a는 지지되지 않았다. 하지만 가설 1b는 지지됨으로써 모회사로부터의 반복투자는 기업공개에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다. 다국적 기업 현지 자회사의 최대주주 특성 중 하나인 가설 2a는 지지되었다. 따라서 최대주주 국적이 외국인 경우 기업공개 가능성에 부정적 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다. 가설 2b 또한 지지되어 최대주주가 법인일 경우 기업공개 가능성에 부정적 영향을 미친다는 것을 발견할 수 있었다.

VI. 결론 및 논의

본 연구는 국내에 진입한 다국적 기업 해외 자회사들에게 내재되어 있는 어떠한 특성이 현지에서의 기업공개를 유도하는지에 대한 이론적 추론과 검증을 시도해 보는 것을 그 목적으로 하였다. 해외 자회사의 투자행위적 특성과 최대주주의 특성을 바탕으로 한 이론적 추론 끝에 이에 대한 가설을 설정하고 이를 실증하였다. 실증분석을 위해서는 2008년부터 2011년 사이에 한국에 진출한 외국인직접투자기업을 대상으로 3,736개의 기업 연도별 쌍(dyad)을 구성하여, 콕스 비례위험 모형(Cox Proportional Hazards Model)을 활용한 생존 분석(survival analysis)을 실시하였다. 해외 자회사의 기업공개 결정요인을 분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 현지 자회사의 투자방식이 그린필드 방식일

경우, 예측과는 달리 기업공개에는 통계적으로 별다른 영향력을 발견할 수 없었다. 일반적으로 그린필드 방식의 투자가 현지에서의 경영활동이 안정기에 돌입하기까지 어느 정도 시간이 필요하다는 점에서 본 연구의 실증분석 기간이 충분치 못해서 이러한 결과가 나왔을 가능성도 배제할 수 없다.

둘째, 자회사를 향한 모회사의 반복적 투자 행위는 해외 자회사의 기업공개 가능성을 높여주는 것으로 확인되었다. 본문에서 상술했듯이, 반복적 투자는 자회사에 대한 모회사의 적극적 지원 정도를 엿볼 수 있는 행위로서, 이는 기업공개 조건인 규모 요건(자기자본 요건)과 안정성 및 건전성 요건의 향상에 도움을 주어 기업공개 가능성을 높일 수 있다는 해석이 가능하다. 또한 반복투자는 해당 국가에서의 장기적 몰입도의 강화를 의미하며, 이 경우 현지에서의 지속적이고 안정적인 재무적 자원조달을 위해 기업공개를 실시할 가능성이 높다는, 동기 측면에서의 해석 역시 가능하다.

셋째, 최대주주의 국적이 외국인 경우 기업공개 가능성이 낮다는 것을 발견할 수 있었다. 이러한 결과는 가설에서 제시한 대로, 외국인 최대주주의 경우 현지 네트워크의 활용이라는 측면에서 내국인 투자자들에 비해 불리함을 지닌다는 점 혹은 외국인 최대주주의 입장에서는 굳이 현지에서 기업공개를 선호할 동인이 없을 수도 있다는 점을 의미한다. 내국인 투자자들과 비교했을 때 네트워킹 역량이 떨어지기 때문에 기업공개 가능성이 떨어진다는 관점에서의 해석은, 자회사 입장에서 해외시장에서의 성과, 나아가 기업공개와 관련한 사항에 직면했을 때 최대주주가 현지국 소속일 경우에 보다 효과적인 실행을 유도해줄 여지가 있다는 점에서, 해외 자회사를 구성하는 인적 구조가 현지지향적일수록 우수한 성과를 창출해 준다는 기존연구와 그 맥락을 같이한다는

논의도 가능하다(Collings et, al., 2008; Franko, 1973). 한편, 외국인 최대주주의 동기가 떨어진다 는 관점에서 볼 때, 외국인 최대주주는 해외 자회사의 운영 및 전략적 의사결정 사안에 있어 내국인 최대주주에 비해 본사와의 관계 조율 및 본사의 전략 방향과 목적을 동시에 고려할 가능성이 높다는 점을 추론해 볼 수 있다. 이 경우 최대주주의 입장에서는 해외 자회사가 기업공개로 통해 보다 높은 수준의 독립성과 자율성을 지니는 것을 굳이 선호하지 않을 가능성이 있다는 해석도 가능하다.

넷째, 최대주주가 개인이 아닌 법인격 실체일 경우 기업공개에 부정적인 영향력을 주는 것으로 확인되었다. 이는 가설에서 논의한 바와 같이 의사결정 과정에서의 복잡성과 기업공개에 따르는 위험부담에 기인한 동기 측면에서의 적극성 결여로 인한 결과라는 해석이 가능하다.

위와 같은 결과를 종합해 보면, 본 연구에서 주요 논제로 다루고자 했던 다국적 기업 해외 자회사의 기업공개 의사결정에는 자회사 특유의 투자행위적 특성과 최대주주의 특성이 작용하고 있다는 것을 발견할 수 있었다. 결국 이러한 사실은 본 연구의 연구 과제인 국내에 진입한 다국적 기업 해외 자회사들에게 내재되어 있는 어떠한 특성이 현지에서의 기업공개를 유도하는가라는 의문에 대한 이론적 논의와 더불어 이에 대한 거증자료를 제공했다는 점에서 의의를 지닌다고 볼 수 있다. 따라서 본 연구는 다음과 같은 학술적, 실무적 기여를 할 것으로 기대된다. 우선 학술적인 측면에서는 한국 진출 외국인직접투자 기업을 대상으로 기업공개를 종속변수로 다룬 최초의 시도으로써 향후 해외자회사의 진화과정이나, 동기 와 역량 측면에서의 기업공개 선행요인과 같은 관련 연구분야에 참고가 될 수 있다는 점이다. 또한, 기존에 학계에 제시된 적이 없던 기업공개 관련 설명변

수들을 해외 자회사의 특성을 바탕으로 심층 조명해 봄으로써 기업공개와 관련된 연구흐름에 국제경영 분야의 관점을 도입해서 연구분야의 폭을 확장했다는 점이다. 한편, 실무적 측면으로는 다국적 기업 해외 자회사의 입장에서 기업공개 실현 가능성을 사전적으로 점검하는 지표로 활용할 수도 있을 것이다. 또한 기업공개를 주관하는 정부 기관 입장에서도 다국적 기업 해외 자회사의 심사 과정상 요건 충족을 사전적으로 가늠해 볼 수 있는 잣대로 활용할 수 있을 것이다.

이와 같은 학문적, 실무적 공헌에도 불구하고 본 연구는 몇 가지 한계점을 가지고 있다. 우선 본 연구는 전적으로 2차 자료에 의존하여 실증분석을 수행했기 때문에, 최고경영진 수준에서의 의사결정 사항인 기업공개를 진행하는데 있어 중요하게 고려해야 하는 질적 요인을 감안하지 못했다는 한계를 지닌다. 또한 해외 자회사의 기업공개라는 사건이 모회사 수준에서의 전략적 동기(i.e. 자회사를 통한 모회사 자금조달, 모회사 전체의 기업가치 상승, 재무구조 개선 효과)에 기인했을 가능성도 존재하지만, 모회사 수준에서의 자료 접근이 여의치 않아 이를 확인하지 못하였다. 향후 이러한 문제점들을 보완하여 연구가 이루어진다면 흥미로운 연구가 될 수 있을 것이다.

참고문헌

- 강동수 · 황세운 · 남창우 · 구자현 · 김진호 · 전소영 · 김갑래 · 김준석 · 이인형(2014), 코넥스(KONEX) 활성화 방안에 대한 연구, **경제 · 인문사회연구회 미래사회 협동연구총서**, 14-13-01, 한국개발연구원.

- 강형철 · 박경서(2011), “가족기업의 상장의사결정에 관한 연구,” **재무연구**, 24(1), 41-89.
- 강형철 · 박경서 · 엄경식(2007), “기업공개(IPO) 의사결정에 관한 연구: 동태적 분석,” 한국경영학회 통합 학술발표논문집, 2007, 1-28.
- 구맹희 · 김병곤(1999), “우리 나라 주식시장에서 투자지표로서 경제적 부가가치(EVA)의 유용성에 관한 연구,” **재무관리논총**, 4(1), 1-37.
- 권세진(2009), “국내에서 활동하는 외국인 임원: 상위 50대 기업의 총 임원 4370명 중 외국인은 53명(1.2%),” **월간조선**, 30(11), 114-127.
- 김문태 · 마승수(2015), “KONEX 시장의 이익조정에 관한 연구,” 한국회계학회 학술대회 논문집, 2015, 1297-1318.
- 김문태 · 이선화(2016), “KONEX 신규상장 결정요인에 대한 연구,” **국제회계연구**, 66, 335-354.
- 김석태 · 황림(2013), “중국 기업의 해외 IPO에 관한 연구,” **무역연구**, 9(7), 635-654.
- 김선혁 · 신동엽(2009), “환경역동성과 혁신의 위험,” **경영학연구**, 38(4), 935-965.
- 김성훈 · 신동훈 · 박철순(2010), “기업지배구조가 경영유행 도입에 미치는 영향,” **전략경영연구**, 13(1), 51-71.
- 김연미(2014), “외국기업 국내상장에 대한 국내법 적용,” **국제사법연구**, 20(2), 3-27.
- 김은수(2015), “신생기업의 IPO 활성화를 위한 연구,” **상사판례연구**, 28(1), 75-112.
- 김인호(2008), 비상장기업의 IPO, 기업매각, 우회상장의 선택 결정요인에 대한 비교연구, 한국재무학회 학술대회, 958-1008, 한국재무학회.
- 김종일 · 권수영(2007), “기업공개 결정요인에 대한 사후적 실증분석-코스닥시장 상장기업들을 중심으로,” **회계학연구**, 32(3), 89-121.
- 김종일 · 김은혜(2006), “기업공개 결정요인에 대한 실증연구-코스닥시장 상장기업들을 중심으로,” **회계저널**, 15, 123-158.
- 김태훈(2016), 국내 기업공개 제도의 현황과 개선방안에 대한 연구, 201-238, 한국경영법률학회.
- 김현규(2015), “외국인의 국내 직접투자의 생존율과 생존요인에 관한 연구,” **한국산업정보학회논문지**, 20(6), 67-78.
- 김희석 · 조경식(2001), “기업공개 결정요인에 관한 실증연구,” **경영연구**, 16(3), 173-195.
- 박봉규 · 김용덕(2004), “한국의 외국인직접투자 지원정책이 투자 의사 결정에 미치는 영향에 관한 실증분석,” **무역학회지**, 29(6), 125-146.
- 박영렬 · 최순규 · 송윤아 · 이승훈(2007), 한국진출 다국적기업의 CEO 선정요인에 관한 연구, **무역학회지**, 32(1), 17-36.
- 박영렬 · 최순규 · 이재은(2009), “해외자회사 CEO 국적과 경영성과,” **경영학연구**, 38(4), 967-989.
- 박지현 · 김양민(2010), “최고 경영자 교체와 선행요인과 그 선행요인이 후임자 유형선택에 미치는 영향,” **조직과 인사관리연구**, 34(1), 63-89.
- 박종필 · 윤우진(2017), “해외직접투자기업의 후속투자 결정요인에 관한 연구: 한국 진출 다국적기업들을 중심으로,” **국제경영연구**, 28(3), 39-67.
- 이시욱 · 전봉결(2011), “외국인 직접투자기업과 국내기업 간의 차이,” **한국경제연구**, 29(4), 33-63.
- 이왕희 · 김용기(2015), “안정된 기업지배구조와 기업공개(IPO),” **Korea Business Review**, 19(2), 1-26.
- 이장우 · 홍재범 · 정희준(2014), “정보비대칭 해소를 통한 코넥스 활성화 방안,” **한국증권학회지**, 43(1), 305-325.
- 임성준 · 성상용(2005), “공모전 소유구조가 기업공개(IPO)의 성공에 미치는 영향에 관한 연구,” **전략경영연구**, 8(2), 55-79.
- 전봉결(2012), “외국인직접투자의 진입유형별 생산성 격차와 국내기업으로의 생산성 파급효과,” **국제통상연구**, 17(3), 1-33.
- Agarwal, S., and S. N. Ramaswami(1992), “Choice of Foreign Market Entry Mode: Impact of Ownership, Location and Internalization Factors,” *Journal of International Business*

- Studies*, 23(1), 1-27.
- Allison, P. D.(1984), *Event History Analysis. Beverly Hills, Regression for Logitudinal Event Data*, Newbury Park, CA, SAGE Publications, Inc.
- Baker, W. E.(1990), "Market Networks and Corporate Behavior," *American Journal of Sociology*, 96(3), 589-625.
- Beamish, P. W., and J. C. Banks(1987), "Equity Joint Ventures and the Theory of the Multi-national Enterprise," *Journal of International Business Studies*, 18(2), 1-16.
- Belderbos, R. A., and M. G. Heijltjes(2005), "The Determinants of Expatriate Staffing by Japanese Multinationals in Asia: Control, Learning and Vertical Business Groups," *Journal of International Business Studies*, 36(3), 341-354.
- Benninga, S., M. Helmantel, and O. Sarig(2005), "The Timing of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, 75(1), 115-132.
- Birkinshaw, J., and N. Hood(1998), "Multinational Subsidiary Evolution: Capability and Charter Change in Foreign-owned Subsidiary Companies," *Academy of Management Review*, 23(4), 773-795.
- Birkinshaw, J. M., and A. J. Morrison(1995), "Configurations of Strategy and Structure in Subsidiaries of Multinational Corporations," *Journal of International Business Studies*, 26(4), 729-753.
- Blossfeld, H. P., and G. Rohwer(1995), *Techniques of Event History Modelling: New Approaches to Causal Analysis*, Hillsdale, NJ, Lawrence Erlbaum Associates.
- Brau, J. C., B. Francis, and N. Kohers(2003), "The Choice of IPO Versus Takeover: Empirical Evidence," *The Journal of Business*, 76(4), 583-612.
- Campbell, T.(1979), "Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14(5), 913-924.
- Chang, S. J.(1996), "An Evolutionary Perspective on Diversification and Corporate Restructuring: Entry, Exit, and Economic Performance During, 1981-89," *Strategic Management Journal*, 17(8), 587-611.
- Chatterjee, S., A. S. Hadi, and B. Price(2000), *Regression Analysis by Example*, Hoboken, NJ, Wiley.
- Chemmanur, T. J., and P. Fulghieri(1999), "A Theory of the Going-public Decision," *Review of Financial Studies*, 12(2), 249-279.
- Collings, D. G., M. J. Morley, and P. Gunnigle (2008), "Composing the Top Management Team in the International Subsidiary: Qualitative Evidence on International Staffing in US MNCs in the Republic of Ireland." *Journal of World Business*, 43(2), 197-212.
- Delany, E.(2000), "Strategic Development of the Multinational Subsidiary through Subsidiary Initiative-taking," *Long Range Planning*, 33(2), 220-244.
- Domowitz, I., J. Glen, and A. Madhavan(1998), "International Cross-Listing and Order Flow Migration: Evidence from an Emerging Market," *The Journal of Finance*, 53(6), 2001-2027.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control," *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Franko, L. G.(1973), "Who Manages Multinational Enterprises," *Thunderbird International*

- Business Review*, 15(3), 20-21.
- Fredrickson, J. W., D. C. Hambrick, and S. Baumrin (1988), "A Model of CEO Dismissal," *Academy of Management Review*, 13(2), 255-270.
- Gatignon, H., and E. Anderson(1988), "The Multi-national Corporation's Degree of Control over Foreign Subsidiaries: An Empirical Test of a Transaction Cost Explanation," *Journal of Law, Economics, & Organization*, 4(2), 305-336.
- Ghoshal, S., and C. Bartlett(1986), "Tap Your Subsidiaries for Global Reach," *Harvard Business Review*, 64(6), 87-94.
- Gomes, L., and K. Ramaswamy(1999). "An Empirical Examination of the form of the Relationship Between Multinationality and Performance," *Journal of International Business Studies*, 30(1), 173-187.
- Gong, Y.(2003), "Subsidiary Staffing in Multinational Enterprises: Agency, Resources, and Performance," *Academy of Management Journal*, 46(6), 728-739.
- Goranova, M., T. M. Alessandri, P. Brandes, and R. Dharwadkar(2007), "Managerial Ownership and Corporate Diversification: A Longitudinal View," *Strategic Management Journal*, 28(3), 211-225.
- Gupta, A. K., and V. Govindarajan(2000), "Knowledge Flows within Multinational Corporations," *Strategic Management Journal*, 21(4), 473-496.
- Hambrick, D. C., S. C. Davison, S. A. Snell, and C. C. Snow(1998), "When Groups Consist of Multiple Nationalities: Towards a New Understanding of the Implications," *Organization Studies*, 19(2), 181-205.
- Hambrick, D. C., and P. A. Mason(1984), "Upper Echelons: The Organization as a Reflection of its Top Managers," *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Hannan, M. T., L. Pólos, and G. R. Carroll(2007), *Logics of Organization Theory: Audiences, Codes, and Ecologies*, Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Harzing, A. W.(2000), "An Empirical Analysis and Extension of the Bartlett and Ghoshal Typology of Multinational Companies," *Journal of International Business Studies*, 31(1), 101-120.
- Harzing, A. W.(2001), "Of Bears, Bumble-bees, and Spiders: The Role of Expatriates in Controlling Foreign Subsidiaries," *Journal of World Business*, 36(4), 366-379.
- Hedlund, G.(1986), "The Hypermodern MNC—A heterarchy?" *Human Resource Management*, 25(1), 9-35.
- Jain, B. A., and O. Kini(1994), "The Post-issue Operating Performance of IPO Firms," *The Journal of Finance*, 49(5), 1699-1726.
- Johanson, J., and J. E. Vahlne(1977), "The Internationalization Process of the Firm—a Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments," *Journal of International Business Studies*, 8(1), 23-32.
- Johnson, C., T. J. Dowd, and C. L. Ridgeway(2006), "Legitimacy as a Social Process," *Annual Review of Sociology*, 32, 53-78.
- Kim, E. M.(1997), *Big Business, Strong State: Collusion and Conflict in South Korean Development 1960-1990*, Albany, NY, Suny Press.
- King, M. R., and U. R. Mittoo(2007), "What Companies Need to Know About International Cross-Listing," *Journal of Applied Corporate*

- Finance*, 19(4), 60-74.
- Kogut, B., and H. Singh(1988), "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode," *Journal of International Business Studies*, 19(3), 411-432.
- Lam, S. S., and J. C. Yeung(2010), "Staff Llocalization and Environmental Uncertainty on Firm Performance in China," *Asia Pacific Journal of Management*, 27(4), 677-695.
- Lee, S. B., and M. G. Yun(2006), *Does FDI Mode of Entry Matter for Economic Performance?: The Case of Korea*, Korea Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea.
- Lin, T. H.(1996), "The Certification Role of Large Block Shareholders in Iinitial Public Offerings: The Case of Venture Capitalists," *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35(2), 55-65.
- Madhok, A.(1997), "Cost, Value and Foreign Market Entry Mode: The Transaction and the Firm," *Strategic Management Journal*, 18(1), 39-61.
- Mello, A. S., and J. E. Parsons(1998), "Going Public and the Ownership Structure of the Firm," *Journal of Financial Economics*, 49(1), 79-109.
- Miller, S. R., and A. Parkhe(2002), "Is there a Liability of Foreignness in Global Banking? An Empirical Test of Banks' X-efficiency," *Strategic Management Journal*, 23(1), 55-75.
- Mitchell, W., J. M. Shaver, and B. Yeung(1994), "Foreign Entrant Survival and Foreign Market Share: Canadian Companies' Experience in United States Medical Sector Markets," *Strategic Management Journal*, 15(7), 555-567.
- Mittoo, U. R.(2003), "Globalization and the Value of US Listing: Revisiting Canadian Evidence," *Journal of Banking & Finance*, 27(9), 1629-1661.
- Neter, J. M., H. Kutner, C. J. Nachtsheim, and W. Wasserman(1996), *Applied Linear Statistical Models*, Pennsylvania, NY, McGraw-Hill.
- Newbould, G. D., P. J. Buckley, and J. C. Thurwell (1978), *Going International: The Experience of Smaller Companies Overseas*. Hoboken, NJ, Wiley.
- Nocke, V., and S. Yeaple(2007), "Cross-border Mergers and Acquisitions vs. Greenfield Foreign Direct Investment: The Role of Firm Heterogeneity," *Journal of International Economics*, 72(2), 336-365.
- O'Donnell, S. W.(2000), "Managing Foreign Subsidiaries: Agents of Headquarters, or an Interdependent Network?" *Strategic Management Journal*, 21(5), 525-548.
- Pagano, M.(1993), "Financial Markets and Growth: An Overview," *European Economic Review*, 37(2-3), 613-622.
- Pagano, M., F. Panetta, and L. Zingales(1998), "Why do Companies go Public? An Empirical Analysis," *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- Paik, Y., and J. D. Sohn(2004), "Expatriate Managers and MNC's Ability to Control International Subsidiaries: The Case of Japanese MNCs," *Journal of World Business*, 39(1), 61-71.
- Rajan, R. G.(1992), "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-length Debt," *The Journal of Finance*, 47(4), 1367-1400.
- Ritter, J. R.(1987), "The Costs of Going Public," *Journal of Financial Economics*, 19(2), 269-281.
- Salancik, G. R., and J. Pfeffer(1978), "A Social

- Information Processing Approach to Job Attitudes and Task Design," *Administrative Science Quarterly*, 23(2), 224-253.
- Taggart, J. H.(1998), "Strategy Shifts in MNC subsidiaries," *Strategic Management Journal*, 19(7), 663-681.
- Tharenou, P., and M. Harvey(2006), "Examining the Overseas Staffing Options Utilized by Australian Headquartered Multinational Corporations," *The International Journal of Human Resource Management*, 17(6), 1095-1114.
- Wall, J. A.(1990), "Managers in the People's Republic of China," *The Executive*, 4(2), 19-32.
- Yosha, O.(1995), "Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source," *Journal of Financial Intermediation*, 4(1), 3-20.
- Zingales, L.(1995), "Insider Ownership and the Decision to go Public," *The Review of Economic Studies*, 62(3), 425-448.
- Zuckerman, E.(2000), "Focusing the Corporate Product: Security Analysts and De-diversification," *Administrative Science Quarterly*, 45(3), 591-619.

Determinants of Foreign Subsidiaries' IPOs: Focusing on the Investment Behaviors and the Largest Shareholder Characteristics of Foreign Subsidiaries

Jongpil Park* · Woojin Yoon**

Abstract

This study aims to investigate the relationships between the foreign subsidiaries' characteristics and initial public offerings (IPOs) in their host country markets. Based on the investment behaviors and the largest shareholder characteristics of foreign subsidiaries, we hypothesized that foreign subsidiaries' IPOs in their host country markets are related with (1) entry mode and sequential investment decisions and (2) the nationality and personality of the largest shareholders in the subsidiaries. Empirical analysis employing Cox proportional hazards model generally supports our arguments.

Statistical results show that: (1) parent companies' sequential investment decisions affect foreign subsidiaries' IPOs in a positive way. (2) the subsidiaries with foreign largest shareholders do not tend to perform IPOs. (3) when the largest shareholders of the subsidiaries are corporate body entities, the possibilities of IPOs decrease.

Key words: IPO, Foreign subsidiary, Entry mode, Sequential investment, Largest shareholder

* Hanyang University Graduate School, Department of Strategic Management, First Author

** Hanyang University ERICA campus, Division of Business Administration, Corresponding Author

- 저자 박종필은 현재 노루그룹 경영전략본부에 재직 중이며, 한양대학교 대학원 경영학(전략전공) 박사과정에 재학 중이다. 주요연구 분야는 국제경영으로 다국적 기업의 후속투자, 기업공개, 사업철수 등이 있다.
- 저자 윤우진은 연세대학교 경영학과에서 학사와 석사학위를 취득하였고 서울대학교 경영대학에서 경영전략과 국제경영 전공으로 박사 학위를 취득하였다. 현재 한양대학교 ERICA 캠퍼스 경영학부 부교수로 재직 중이다. 주요 연구 분야는 조직학습, 조직정체성과 외부 자원동원, 인수합병, 전략적 제휴, 기업집단 등이 있다.