

海外企業引受의 戰略的 意義 및 株價에 미치는 影響*

丁 炯 瓚**

〈요 약〉

연구에서는 해외기업 인수에 대한 생존戰略假說(Shapiro,1989)을 1986~1991년까지 해외기업을 인수한 30개 국내 인수기업의 주식수익률 자료를 이용하여 검증하였다. 해외기업 인수에 관한 정보의 공시가,全體標本의 경우, 국내 인수기업의 주가가격에 중립적이거나 혹은 부정적인 효과를 가져다 주었다. 또한, 국내 인수기업중에서 외국기업을 인수해야 할 긴박성의 정도에 따라 전체표본을 成長企業과 限界企業으로 분리하여 각 표본을 대상으로 인수에 관한 정보의 공시가 株價에 미치는 효과를 분석하였다. 소표본의 분석 결과에 따르면, 성장기업의 경우는 초과수익률이 통계적으로 0에 가까운 중립적인 반응을 보였으며, 한계기업의 경우는 통계적으로 유의한 마이너스 초과수익률을 나타내어 생존전략 가설을 확인시켜 주었다.

따라서, 국내기업에 의한 해외기업 인수는 국제화를 통해 초과수익을 추구하기 위한 전략이라기 보다는, 국내 및 국제시장에서 살아남기 위한 생존전략의 한 방안으로 추진된다고 결론지을 수 있다.

I. 머리말

우리나라의 海外企業引受는 1986년 대우중공업이 미국의 반도체 설계회사인 자이모스(Zymos)社를 인수한 것을 효시로, 매년 꾸준히 증가하고 있으며, 거래규모도 건당 500만 달러 이하의 소규모 투자에서 평균 1,500만 달러로 대형화되고 있다 (한국경제, 91.4.8).

이러한 해외기업인수는 우리나라 기업에 한정된 것이 아니라, 유럽·일본·홍콩을 기점으로 한 다국적기업들도 80년대 미국과 유럽기업의 합병·매수시장에 적극 참

* 본 논문은 1992년 한국재무관리학회 추계발표회에서 발표된것으로, 한국재무관리학회 참가회원들과 익명의 재무관리연구 편집위원님께서 본 논문을 위한 유익한 조언을 주신 데 대해 감사드립니다. 그리고 자료수집과 원고정리등으로 저자를 도와준 허정향, 강종호, 강석규등의 대학원생들에게도 함께 감사드립니다.

**釜山水產大學校 水產經營學科 助教授

〈표 1〉 外國企業에 의해 引受된 미국기업의 현황 (건수, 1980~1989)

국적/연도	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	합계
영 국	50	80	54	41	48	78	89	78	114	69	701
캐 나 다	57	62	36	28	36	25	64	28	37	50	423
일 본	9	9	4	6	6	9	16	15	35	53	162
독 일	14	14	6	2	4	12	19	15	29	18	133
프 랑 스	20	14	12	7	7	4	6	19	25	17	131
네델란드	6	8	5	7	5	17	9	9	9	14	89
호 주	2	7	2	6	5	10	12	17	10	12	83
스 위 스	7	6	7	7	7	10	6	9	15	8	82
스웨덴	8	7	4	3	8	7	11	9	6	7	70
이태리	1	4	1	5	1	4	5	6	7	6	40
남아공		2				5	5	6	1	6	25
홍콩	2	2	4		1	1	3	3	3	4	23
핀란드	1			5	2	4	1			5	18
멕시코	1	2	3							2	8
한국		1					1				2
기타	9	17	15	8	21	11	17	6	16	14	144
합 계	187	234	154	125	151	197	264	220	307	285	2,124

자료원 : Merrill Lynch, Mergerstat Review, 1989

여하여, 지난 10년간 국제간의 합병·매수거래는 놀라운 속도로 증가하고 있다. 그 한 예로 〈표 1〉은 1980~1989년에 걸쳐 발생한 외국기업에 의한 미국기업의 합병·引受活動을 국가별로 제시한 것이다.

〈표 1〉이 보여 주고 있는 바와 같이, 1980년대 미국기업의 합병·인수는 유럽과 일본에 의해 주도되었으며, 1986년 이후 급격히 증가하고 있다. 이들 선진외국들에 비하면 우리나라 기업들에 의한 미국기업의 인수활동은 극히 미미하다는 것을 위표를 통해 쉽게 알 수 있다.

海外直接投資(foreign direct investments : FDI)에 대한 이전의 여러 연구논문들, 즉 Hymer(1960), Kinderberger(1969), Caves(1982), Dunning과 Rugman(1985), Doukas와 Travlos(1988)에 의하면, 해외직접투자는 다국적기업이 ①국제제품 및 요소시장의 불완전성, ②국가간에 존재하는 상이한 조세제도, ③국제자본시장의 불완전성 등을

그들의 국제적인 이윤극대화 조직을 통해 적극적으로 이용하려는 데서 발생한 경제현상으로 해석되고 있다. 다국적기업이 국제간의 적절한 자원 배분을 통해 국제 제품 및 자본시장에서의 불완전성을 이용할 수 있는 選擇權 (options)을 가진다는 점이 자국내에서만 활동하는 기업들과 다른 점이다. 이러한 옵션은 일반투자자들에게 의해서는 획득되거나 혹은 거래될 수 없으며, 오직 다국적기업에 의해서만 행사될 수 있기 때문에 해외기업인수에 관한 정보의 公示는 해당 인수기업이 국제시장에서 존재하는 불완전성을 적극적으로 이용하겠다는 信號(signal)를 자본시장의 투자자들에게 전달하는 것으로 해석될 수 있다.

그러므로, 해외기업인수에 관한 정보는 다국적기업만이 가지는 이러한 옵션의 가치만큼 인수기업의 주식가치를 증가시키는 효과를 가져올 수 있다. Doukas 와 Travlos(1988)는 이러한 해외기업인수의 價値增殖效果 假說을, 美國을 기점으로 한 多國籍企業 (U.S. based-MNCs)의 자료를 이용하여 직접 검증하였다. 그들의 검증결과에 의하면, 다국적기업이 투자대상국에 처음으로 진출하고, 피인수기업이 종사하는 산업이 다국적기업의 그것과 상이한 경우에는, 해외기업인수에 관한 공시가 인수기업의 주주들에게 통계적으로 유의한 초과수익을 가져다 주었다. 이 검증결과는 해외기업인수의 가치증식효과가설을 지지하는 것이다.¹⁾

그런데, 국내기업에 의한 해외기업인수는 주로 선진국의 기술도입, 무역장벽극복, 현지유통망 및 원료확보 등을 겨냥해 이루어지고 있다. 즉 선진국들의 기술민족주의로 첨단기술의 이전을 점차 기피함에 따라, 아예 해외기업 그 자체를 인수함으로써 그 기업이 보유하고 있는 기술을 단시일 내에 습득하려는 전략을 국내기업들이 활용하고 있으며, 이러한 예는 전자 및 통신업종에서 많이 찾아볼 수 있다. 또한, 국내기업들은 92년 말의 EC통합 및 북미자유무역협정 등으로 대표되는 세계경제블럭화에 대비하여 무역장벽극복 및 현지 유통망 확대를 위한 해외 M&A를 활발히 진행시키고 있다. 이처럼 국내기업에 의한 해외기업인수는, 국내시장의 포화상태 및 과다경쟁, 세계시장의 블럭화와 선진국의 보호무역주의에 따른 국제경쟁심화 등의 극심한 국내외 환경변화에 대응하여 잃어가는 국제경쟁력을 제고시키기 위해 필요불가결한 生存戰略으로 추진되고 있다. 다시 말해서, 우리나라의 인수기업은, Shapiro(1989)가 주장하고 있는 바와 같이 변화와 경쟁에서 살아남기 위한 생존전략으로서 해외기업

1) 한편, 이와는 달리, Doukas 와 Travlos(1988)는 미국 국내기업이 설립이후 해외시장 진출을 위한 첫 시도로서 인수전략을 선택할 경우에(표본의 수가 적어, N=13, 명확한 실증적 결론을 내리기는 힘들지만) 限하여, 해외기업 인수에 관한 정보의 공시가 인수기업 주가에 유의적인 마이너스 초과수익률을 가져와 가치증식효과가설보다는 생존전략가설을 지지한다는 것을 예외적으로 보여주고 있다.

인수를 선택하고 있다고 볼 수 있다.

그래서, 본 연구에서는 우리나라 기업에 의한 해외 M&A가 株主富를 증가시키기 위한 경영전략인지, 아니면 단순한 생존전략인지를 밝히기 위해 해외기업인수에 관한 정보의 공시가 국내주식시장에서 인수기업의 株價에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다.

II. 標本 및 研究方法

1. 資料 및 標本

본 연구에서 사용된 표본은 1986년부터 1991년 말에 걸쳐 외국기업의 경영권을 성공적으로 인수한 30개의 국내인수기업들로 구성된다. 피인수기업 주식의 51% 이상을 인수했을 경우, 그 인수를 성공적이라고 간주한다. 본 표본은 우리나라 두 주요 일간 경제신문인 한국경제, 매일경제신문, 그리고 증권시장지로부터 입수했다. 인수공시일은 본 표본을 입수한 세 일간지에서 해당 인수거래에 관한 정보가 맨 먼저 보도된 날로 정의한다.

본 표본을 구성하는 각각의 인수거래는 다음 조건을 만족시킨다.

- ① 피인수기업은 외국기업이어야 한다.
- ② 거래액이 최소한 10만 달러 이상이어야 한다.
- ③ 인수기업의 일별수익률이 (주)신평 주식수익률 자료에 포함되어 있어야 한다.
- ④ 인수공시일, 거래규모, 인수목적 등에 관한 정보를 여러 공개된 자료원으로부터 구할 수 있어야 한다.

처음은 57건의 해외기업 인수거래로부터 출발했으나, 위에서 제시한 4가지 표본 선정기준을 적용시켰을 때, 최종 표본은 30건의 해외기업 인수거래를 포함하고 있다. 피인수기업의 국적별, 연도별에 따른 외국기업 인수분포는 아래 <표 2>와 같다.

피인수기업을 국적별로 보면, <표 2>가 제시하는 바와 같이, 30건중 60%인 18개사가 미국에 집중되어 있다. 다음으로, 캐나다 3개사, 영국 2개사, 벨기에 2개사, 독일, 이태리, 헝가리, 일본, 스리랑카 각 1개사 등의 순이다. 미국은 첨단기술수준이 세계최고이며, 우리나라의 가장 주요한 수출 시장인데다 기업 경영권을 매매하는 M&A시장이 선진국 가운데서도 가장 발달되어 있어 우리나라의 해외기업 인수의 주요 대상국이 되고

〈표 2〉 피인수기업의 國籍別, 年度別 分布 (건수, 1986~1991)

국 적	86	87	88	89	90	91	합 계
미 국	1	2	2	2	8	3	18(60.0%)
캐 나 다			1	2			3 (10.0)
영 국			1			1	2 (6.67)
벨 기 에	1				1		2 (6.67)
독 일		1					1 (3.33)
이 태 리				1			1 (3.33)
형 가 리						1	1 (3.33)
일 본			1				1 (3.33)
스리랑카				1			1 (3.33)
합 계	2	3	5	6	9	5	30 (100.0)

있다. 유럽의 경우는 총 7건으로 EC통합에 따른 무역마찰 극복을 위해 이 지역에서의 투자가 기업의 인수를 통해 활발히 진행되고 있다는 것을 보여 주고 있다. 한편, 최근에 첨단기술분야에서 세계최고기술을 자랑하는 일본기업을 인수하는 것이 첨단기술의 개발 소요시간 단축과 개발중인 기술의 입수까지도 가능하게 해 준다는 점에서 우리나라 기업에게는 매우 매력적이다. 그러나 일본 기업들의 상호주 보유관행으로, 우수한 미국과 유럽기업들이 경험한 바와 같이, 우리나라의 기업들도 일본 기업을 인수하는 것이 현재로서는 매우 어려운 상황이다.

연도별로 보면 모든 거래가 80년대 후반에 이루어졌으며 90년까지 계속 증가하다 91년에 와서 약간 감소하는 경향을 보이고 있다. 86년에 시작된 국제수지흑자 기조가 국내 기업의 해외기업인수를 촉진시킨 요인이기도 하나, 그 후 국제수지가 적자로 다시 반전된 90년 이후에도 계속 증가세를 보이고 있다. 이것은 해외기업인수가 외환변수만으로 설명될 수 없다는 것을 단적으로 보여 준다.

아래 〈표 3〉은 해외기업인수의 산업별·투자규모별 분포를 제시한 것이다. 2자리수 산업부문 분류코드에 의하면 전체 30건 중 55%인 16건이 금속제품 및 기계(전자·전기·통신기기) 분야에 속한다. 이것은, 외국업체에 지불하는 특허료 가운데 약 40%를 전자업종이 차지하고 있는(기업경영, 91. 12) 점을 보더라도, 국내 전자·전기·통신업계가 선진국의 첨단기술의 도입, 연구개발 능력 및 해외 판매망확보 등을 위해 다른 어떤 분야보다도 더욱 적극적으로 해외기업인수 전략을 추진하고 있는 것은 당연한 시도라고 생각된다. 전자·전기·통신분야 다음으로는 섬유 및 가죽, 석유화학업계가 각각 4건으로 나타나 있다.

〈표 3〉 피인수기업의 産業別, 投資規模別 分布 (건수, 1986~1991)

산업/규모(\$ mil)	0-1	1-5	5-10	10-50	51-100	101-500	합 계
섬유및가죽		1	1	2			4(13.30%)
종이, 인쇄, 출판	1	1					2 (6.67)
석유화학제품		3			1		4 (13.30)
비금속광물				1			1 (3.33)
금속1차제품						1	1 (3.33)
금속제품및기계	3	10	1	2			16 (53.30)
건 설	1						1 (3.33)
운송, 보관, 통신						1	1 (3.33)
합 계	5	15	2	5	1	2	30 (100.0)

거래규모별로는 500만불 미만인 20건(51.72%)으로 집중되어 있는 것을 볼 때 아직도 소규모 투자에 한정되어 있다는 느낌이 든다. 가장 큰 규모의 거래로는 삼미특수강이 캐나다의 아트라스(Atlas) 특수강회사를 인수할 때에 지불한 2억 1천만 달러이며, 그 다음으로는 〈표 4〉에 나타난 바와 같이 대한항공이 1억 7천만 달러로 미국 Hilton 호텔(L.A.)을 인수한 거래를 들 수 있다.

마지막으로 위의 〈표 4〉는 30건의 전체표본을 거래규모별로 정리한 것으로, 각 거래별로 인수기업, 피인수기업 및 국적, 거래규모, 수출비중, 및 전략적 동기 등을 보여 주고 있다. 〈표 4〉에서 보여 주고 있는 바와 같이 우리나라 기업들이 해외기업인수를 적극 추진하는 전략적인 동기는 크게 다음과 같이 나타나고 있다.

- ① 선진기술의 도입 및 연구개발(R&D) 능력의 확보
- ② 해외 유명상표의 활용 및 현지 판매망 확보
- ③ 노동력 및 원재료의 현지 확보
- ④ 사업 다각화

30건의 해외기업인수 중 83%인 25건이 선진 기술도입과 연구개발 능력확보 및 마케팅기술 습득을 그 인수목적으로 하고 있다.

〈표 4〉 海外企業引受의 戰略的 動機

인수기업	피인수기업	국적	거래규모(mil\$)	수출비중	전략적 동기
삼미특수강	Atlas Steel	US	210.00	31%	기술, 마케팅
대한항공	Hilton L.A.	US	170.00		다각화
서통	ATC	US	60.00	32	다각화, 마케팅
쌍용양회	Riverside Cm.	US	35.00	4	현지생산판매
한국종합기계	UBI	US	25.00	10	마케팅
진도	Fur Vault	US	17.00	75	마케팅
코오롱	IGG	UK	14.00	75	마케팅
대우중공업	Zymos	US	13.40	71	기술, 마케팅
맥슨전자	Maxcom	US	7.20	74	기술, 마케팅
갑을방직	Tuhilia	SR	7.15	84	노동력확보
한양화학	Union food	US	5.00	19	마케팅
태일정밀	NMI	US	4.20	91	기술도입
삼성전자	S.E.H	Hg	3.33	58	마케팅
영창악기	Kurzweil	US	3.00	28	기술, 마케팅
동양나이론	Bransd Tech.	US	2.50	64	기술, 마케팅
일진전기	ASPE Inc.	US	2.40	0	연구개발
삼성물산	Skydata	US	2.16	61	연구개발
(주)대우	Nynas	BG	2.14	71	마케팅
동신제지	Kakabeka Timber	CN	2.05	15	
대우전자	Leading Edge	US	2.00	6	마케팅
인켈	ITI	US	1.84	28	다각화
삼성전자	Norpak	CN	1.52	58	기술, 마케팅
대우중공업	CBM	BG	1.50	15	기술, 마케팅
쌍용	Pander Car Co.	UK	1.35	79	기술, 마케팅
삼성전자	Micro Five Cor.	US	1.29	61	기술, 마케팅
삼성전기	Jelco	JP	0.81	71	기술, 마케팅
삼성출판사	Gotzky	GR	0.28	1	기술, 마케팅
삼성전자	Videl Co.	IT	0.14	58	마케팅
풍림산업	Yamashima	US	0.10	0	마케팅
삼미기업	Acoustic	US		57	기술, 마케팅

2. 研究方法

(1) 標本의 分類와 檢證假說

많은 국내기업들이 임금상승, 수요창출의 한계 및 과다경쟁 등으로 국내시장에서 더 이상 정상수익을 유지하는 것이 어려워 이를 해결하기 위해 해외진출이 불가피하나, 국제시장 또한 블럭화와 보호무역주의, 급속한 첨단기술의 발달과 선진국의 對韓 기술이전의 기피 등으로, 더 이상 이런 상태로 선진국 라이벌 기업들과 경쟁하는 것은 불가능하다고 판단하고 있다. 이런 기업들 중에는 국내외 환경변화에 적응하여 국제경쟁력을 강화시키기 위해 해외직접투자를, 그중에서도 해외기업인수를 필요불가결한 生存戰略의 일환으로 적극 추진하고 있다.

국내기업에 의한 해외기업 인수는 초과이익을 추구하기 위한 경영전략이라기 보다는, 오히려 正常收益을 유지하기 위한 생존전략의 하나이기 때문에, 인수기업은 주요 외부 경영자원을 빠른 시일 내에 습득하기 위해서는 외국기업 인수로 발생하게 될 시너지(synergy)의 전부 혹은 그 이상을 피인수기업에게 프리미엄으로 지불하고서라도 피인수기업을 인수하려 할 것이다. 따라서, 국내기업이 외국기업을 인수할 것이라는 시장정보는 인수기업 주가에 아무런 영향을 미치지 않거나 혹은 부정적인 효과를 가져다 줄 것이다. 그러므로, 본 연구에서는 “국내기업의 해외기업인수에 관한 公示가 국내 주식시장에서 해당 인수기업의 주가를 비정상적으로 상승시키지는 못할 것이다”라는 귀무가설을 설정하여 검증하고자 한다.

그러나, 본 연구에서 표본으로 사용된 30개 해외기업 인수기업들중에는, 급변하는 세계경제의 새로운 구조하에서 생존을 위해, 현대화된 생산, 마케팅 및 관리 기술을 보유하고 있는 외국기업을 인수해야 하는 긴박성의 정도에 따라 동일 표본으로 취급하기는 힘들다. 예를 들어, 해외기업을 인수한 국내 인수기업들중에는 R&D 부서에 대한 꾸준한 투자로 자체내에서 새로운 제조기술을 개발해 낼 수 있을 뿐만 아니라, 국내외의 특허권을 적절히 이용하고 있어, 내수 및 수출시장에서의 경쟁력 유지를 위해 외국기업을 반드시 인수해야 할 필요성은 별로 느끼지 못하고 있는 인수기업들이 있는데 반하여, 한편으로는 자체내의 R&D 개발능력이 경쟁기업들의 첨단기술을 이끌어 낼만한 수준에 이르지 못했을 뿐만 아니라, 국내외의 특허권을 사용하는 데에도 비용과 획득가능성 측면에서 어려움을 겪고 있어, 현대화된 제조기술 말 마케팅 노하우를 가지고 있는 외국기업을 인수하지 않고서는 생존자체가 위협 받을 수 있다고 인식하는 기업들도 존재한다.

이처럼, 외국기업의 인수가 해당 인수기업의 국내외 시장에서의 성장 및 생존 여부에

얼마나 긴박하게 요구되는 경영전략인가에 따라서 전체 국내 인수기업들을 다음의 2개의 그룹으로 분리할 수 있을 것이다: 成長企業 과 限界企業. 전자의 成長引受企業들은 앞으로의 성장과 생존에 요구되는 주요 경영자원을 이미 자체 내에서 개발 보유하고 있는 기업들로 정의하며, 이들은 외국기업 인수를 생존전략의 차원에서가 아니라, +NPV를 가진 새로운 투자안을 추구하는 투자정책의 일환으로 추진한다고 본다. 이와 대조적으로, 限界引受企業들은 내부의 인적·물적자원만으로는 단일 세계시장으로 발전하고 있는 국내의 시장에서의 경쟁력과 적응력을 향상시킬 수 없는 기업으로 정의하며, 이들은, 생존과 성장에 긴요하다고 생각되는 특정자산을 보유하고 있는 외국기업이라면 과도한 인수 프리미엄을 지불하더라도 인수하려고 하는, 즉 마이너스 NPV를 가지는 引受案이라도 이를 적극적으로 추진할 수밖에 없을 것이라고 가정한다.

따라서, 해외기업인수에 관한 정보의 公示가 국내자본시장에서 인수기업 주식이격에 어떠한 영향을 미치는가에 관한 최종적인 결론을 도출하기 위해서는, 국내 인수기업들을, 외국기업을 인수해야 할 긴박성에 따라 2개의 인수기업 그룹—成長企業과 限界企業—으로 나누어 본 연구의 귀무가설인 생존전략가설을 검증해야 한다.

이를 위해, 成長企業과 限界企業을 구체적으로 어떠한 기준을 이용하여 분류할 것인가를 결정해야 한다. 본 연구에서는 이 두 그룹의 분류기준으로 인수기업의 토빈의 q (Tobin's q)를 이용하며, 인수기업의 토빈의 q 가 1보다 크면 성장기업으로, 토빈의 q 가 1보다 작으면 한계기업으로 분류한다. 토빈의 q 는 해당기업의 市場價値(market value)를 그 기업자산의 代替原價(replacement cost)로 나눈 비율로 정의되며, 이것은 해당기업의 현 보유자산이나 혹은 미래투자안의 現價基準 收益性指標(the present value profitability index)를 나타내는 변수로서 일반적으로 사용된다.

그런데, 인수기업의 현 보유자산의 q 와 새로운 투자인 해외기업인수안의 q 가 반드시 어떤 일정한 관계를 가지는 것은 아니다. 왜냐하면 현재 높은 q 를 가진 기업들은 이미 수익성 높은 투자기회들을 모두 소진해 버렸을 가능성이 있는데 반하여, 현재 비효율적이고 낙후된 자산을 보유하고 있는 기업은 생산설비를 보다 현대화하거나 새로운 제품을 개발하는 등의 수익성이 높은, 미래의 투자기회를 가질 수도 있기 때문이다. 그러나, Barclay와 Litzenberger(1988)에 의하면 만약 해당기업의 현재의 평균 q 와 새로운 투자안의 한계 q 가 正의 상관 관계를 가진다고 가정할때, 현재의 평균 q 는 새로운 투자안의 한계 q 에 대한 정보를 제공해 줄 수 있다고 한다. 본 연구에서도 이러한 논리를 이용하여, 전체 인수기업을 해당기업의 현재의 평균 q 를 기준으로 성장기업과 한계기업 2개의 소표본으로 분류한 다음, 각 소표본별로 새로운 투자안인 해외기업인수의 수익성이 어떻게 주식이격에 반영되는가를 검증한다.

인수기업의 토빈의 q를 실제로 추정하기란 결코 쉬운 일이 아니다. 왜냐하면, 실물시장에서 결정되는 보유자산의 대체원가와 증권시장에서 결정되는 유동성이 거의 없는 장기부채의 시장가치 등에 관한 객관적인 자료를 얻는다는 것이 매우 어렵기 때문이다. 그래서 본 연구에서는 인수공시일의 바로 전년도 年末을 기준으로 하여 산출한 自己資本의 市場價格 대 帳簿價額比率(market price to book value of equity : P/B ratio)을 토빈의 q의 대용변수로 사용한다.

$$P/B \text{ ratio} = \frac{\text{주가} \times \text{발행주식수}}{\text{자기자본의 장부가액}} \quad (1)$$

(2) 超過收益率 推定

본고에서는 인수공시일을 중심으로 인수기업의 累積超過收益率(cumulative abnormal returns)은 Dodd와 Warner(1983), 그리고 Travlos(1987)가 사용한 표준사건연구방법(event-study methodology)을 이용하여 추정한다.

정상수익률 예측을 위해선 다음과 같은 시장모델을 이용한다.

$$\hat{R}_j = \alpha_j + \beta_j \hat{R}_m + \varepsilon_j \quad (2)$$

여기서 α_j , β_j = 주식 j의 절편과 기울기

\hat{R}_j = 주식 j의 t일의 수익률

\hat{R}_m = t일의 가중평균시장수익률

ε_j = 주식 j의 t일의 잔차

초과수익률은 아래 식에 의해 추정된다.

$$\hat{\varepsilon}_j = R_j - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_m) \quad (3)$$

여기서 $\hat{\alpha}_j$ 와 $\hat{\beta}_j$ 는 주식 j의 α_j , β_j OLS 추정치이다.

이러한 회귀계수들은 인수공시일(t=0)을 기준으로 t=-150에서부터 t=-31까지의 기간동안의 주식수익률을 가지고 계산된다. 인수기업 j의 일별초과수익률은 事件期間(event periods)인 t=-24에서부터 t=+6까지 기간동안 계산된다. N개의 인수기업 표본에 대해 日別平均超過收益率(daily average residuals)은 아래 식(4)에 의해 산출된다.

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N [R_{jt} - \hat{\alpha}_j - \hat{\beta}_j R_{mt}] \quad (4)$$

t_1 에서부터 t_2 까지의 累積平均超過收益率(cumulative average residuals)은 아래 식 (5)에서 처럼 해당기간 동안의 일별평균수익률을 합하여 계산된다.

$$CAR_{t_1, t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \quad (5)$$

기업인수에 관한 공시가 주식시장에서 인수기업 주식에 아무런 영향을 끼치지 않는다면, 일별평균초과수익률(AR)과 누적평균초과수익률(CAR)의 기대치는 0이다. 일별평균수익률(AR)과 누적평균초과수익률(CAR)의 통계적 유의성을 검증하기 위해, 개별 인수기업 주식 j 의 추정표준편차인 S_{jt} 로 표준화시킨 표준평균초과수익률(ASAR)과 표준누적평균초과수익률(ASCAR)을 통계치로 사용하며, 이들의 정의는 각각 아래 식 (6), (7) 및 (8)과 같다.

$$ASAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \frac{R_{jt} + \hat{\alpha}_j - \hat{\beta}_j R_{mt}}{S_{jt}} \quad (6)$$

$$ASCAR_{t_1, t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} ASAR_t \quad (7)$$

$$S_{jt} = S_j \left[1 + \frac{1}{L} + \frac{(R_{mt} - R_m)^2}{\sum_{\tau=1}^L (R_{m\tau} - R_m)^2} \right]^{1/2} \quad (8)$$

여기서 S_j = 계수추정기간동안 인수기업 j 의 초과수익률 $\hat{\epsilon}_{jt}$ 의 표준편차

L = 계수추정기간의 일수($L=120$)

$R_{m\tau}$ = 계수추정기간에서의 τ 일의 시장수익률

R_{mt} = 사건시간에서의 t 일의 시장수익률

R_m = 계수추정기간동안의 평균수익률

개별 인수기업 주식의 초과수익률이 일정기간과 주식에 관계없이 정규분포를 이루고 또한 독립적이라는 가정하에서, 아래 식 (9)과 (10)에서 정의된 통계량 Z_t 와 Z_{t_1, t_2} 는 표준평균초과수익률(ASAR _{t})과 표준누적평균수익률(ASCAR _{t_1, t_2})이 각각 0이라는 가설을 검증하기 위해 사용되며, 이들의 분포는 표준정규분포를 따른다.

$$Z_t = \sqrt{N} ASAR_t \quad (9)$$

$$Z_{t_1, t_2} = \sqrt{\frac{N}{t_2 - t_1 + 1}} \sum_{t=t_1}^{t_2} ASAR \quad (10)$$

III. 실증분석결과

1. 全體標本

여기서는 먼저 외국기업을 인수한 국내 인수기업의 전체표본(N=30)을 대상으로 하여, 본 연구의 귀무가설인 해외기업인수의 생존戰略假說을 주식수익률 자료를 이용하여 실증적으로 검증한다. 즉 국내 인수기업의 전체표본을 대상으로 하여, 국내 기업의 외국기업 인수에 관한 시장정보가 인수기업의 주식가치에 미치는 효과를 분석하여, 본 연구의 가설인 생존전략가설을 실증적으로 검증하고자 한다. 아래 <표 5>은 전체표본에 있어서, 공시일을 기점으로 사건기간(event period)인 $t = -24$ 에서부터 $t = +6$ 까지 동안, 일별 평균초과수익률(AR) 및 z 값, 그리고 비모수검정인 Sign 검정을 위한 양수의 초과수익률의 비율 및 z 값을 제시하고 있다. <표 5>가 보여주고 있는 바와 같이, 전체 인수기업들로 구성된 전체표본에서는, 해외기업인수에 관한 공시가 평균적으로 국내 인수기업의 주식가격에 중립적이거나 혹은 부정적인 효과를 가져다 준다. 예를 들어, 인수공시일($t=0$)의 평균초과수익률은 -0.065% ($z = -0.71$)이며, 일반적으로 사용되고 있는 유의수준에서는 통계적 유의성이 없다. 게다가, 공시일을 전후로 하여, 公示日前 2주($t = -12$)에서부터 公示日後 1주($t = +6$)까지 동안, 국내인수기업의 주식가격은 통계적으로 거의 0에 가까운 일별 초과수익률을 나타냈다. 즉 이 기간동안 인수기업의 주주들은 초과수익률을 향유하기 보다는, 단지 정상수익률을 얻었을 뿐이다. 도리어 $t = -13$ 과 $t = -24$ 에는 각각 -0.4% 와 -0.5% 의 초과수익률을 실현하여, 5%의 유의수준에서 통계적 유의성을 보이고 있다.

그리고 비모수검정인 Sign 검정에 의하면, $t = -20, -13, -2$ 에서 양의 초과수익률의 비율이 각각 30.43% ($z = -2.09$), 30.43% ($z = -2.09$), 34.78% ($z = -1.67$)를 나타내고 있어, 0 이나 음의 초과수익률보다 현저히 낮으며, 0 이나 음의 초과수익률의 비율이 적어도 10%의 유의수준에서 50% 이상 차지한다는 것을 통계적으로 잘 보여주고 있다.

아래 <표 6>은 전체표본에 있어서 5가지의 상이한 기간별 누적초과수익률과 각각의 z 값을 나타낸다.

〈표 5〉 외국기업 引受 公示日 前後의 引受企業 超過收益率(AR) :
전체표본 (N=30)

일자	AR	AR의 Z값	+AR의 비율	+AR비율의 Z값
-24	-.00446	-1.9806**	39.13	-1.2511
-23	.00322	1.0827	60.87	.8341
-22	-.00251	-.3531	43.48	-.8341
-21	.00288	.5008	60.87	.8341
-20	-.00342	-1.5831	30.43	-2.0851**
-19	.00212	-.3484	47.83	-.4170
-18	-.00193	-1.1960	43.48	-.8341
-17	.00013	-.4467	47.83	-.4170
-16	-.00152	-.6135	43.48	-.8341
-15	.00005	.7108	52.17	.0000
-14	.00282	.4949	43.48	-.8341
-13	-.00547	-1.9831**	30.43	-2.0851**
-12	-.00250	-.4919	47.83	-.4170
-11	-.00039	.2109	43.48	-.8341
-10	.00137	.2056	60.87	.8341
-9	.00377	1.2343	52.17	.0000
-8	-.00099	-.4095	43.48	-.8341
-7	-.00091	-.7113	43.48	-.8341
-6	-.00433	-1.1402	39.13	-1.2511
-5	.00063	.7598	56.52	.4170
-4	.00041	.1249	56.52	.4170
-3	-.00028	.1192	39.13	-1.2511
-2	.00196	.0774	34.78	-1.6681*
-1	-.00437	-.6030	39.13	-1.2511
0	-.00065	-.7089	43.48	-.8341
1	-.00238	-1.1877	39.13	-1.2511
2	-.00072	-.3069	56.52	.4170
3	.00430	1.3706	43.48	-.8341
4	-.00291	-1.1617	43.48	-.8341
5	-.00224	-.7793	39.13	-1.2511
6	.00025	.1079	47.83	-.4170

* 10% 유의수준에서 유의적임(양측검정)

** 5% 유의수준에서 유의적임(양측검정)

〈표 6〉 외국기업 引受 公示日 前後의 引受企業 累積超過收益率(CAR) :
전체표본 (N=30)

누적기간		CAR(A,B)	Z-VALUE OF CAR
START(A)	END(B)		
-24	+1	-.01675	-1.5124
-12	+1	-.00866	-.9224
-6	+1	-.00469	-.7532
-1	1	-.00740	-1.4432
-1	0	-.00503	-.9277

* 10% 유의수준에서 유의적임(양측검정)

** 5% 유의수준에서 유의적임(양측검정)

〈표 6〉이 보여주고 있는 바와 같이, 기간에 관계없이 누적초과수익률은 마이너스 값을 가지나, 일반적으로 이용되고 있는 유의수준에서 유의적이지는 못하다. 이것은, 해외기업 인수의 공시일을 전후로 하여, 인수기업의 주가가 비정상적인 움직임을 보이고 있지는 않다는 것을 의미한다.

그러므로, 위의 〈표 5〉와 〈표 6〉에서 나타난 전체표본을 대상으로 한 실증분석 결과가 가지는 경제적 의미는, 해외기업 인수에 관한 정보가 국내인수기업 주가를 변화시키지 못하거나 혹은 주가에 부정적인 영향을 미친다는 것이다. 이러한 결과는 본 연구의 귀무가설인 생존전략가설을 지지한다고 볼 수 있다.

그러나, 제II장 표본 및 연구방법에서 언급한 바와 같이, 본 연구에서 해외기업을 인수한 전체 인수기업들 중에는, 국내외시장에서 경쟁력 제고를 위해 우수한 경영 자원을 보유하고 있는 외국기업들을 인수해야 할 긴박성의 정도에 따라 限界企業과 成長企業 그룹 등 2개의 소표본으로 분리할 필요가 있다. 특히 인수기업이 성장기업으로 분류될 경우, 이들은 자체내에서 현재 보유하고 있는 유형·무형자산의 수익성이 한계기업 그룹보다는 높기 때문에, 이들이 외국기업 인수를 정상수익률을 유지하기 위한 생존전략으로 보다는, 초과수익률을 추구하기 위한 投資戰略으로 활용할 개연성도 무시할 수 없다. 따라서, 국내기업에 의한 해외기업 인수를 어떠한 경영전략으로 이해하느냐에 관해 최종적인 결론을 내리기 전에, 전체인수기업을 상이한 인수동기를 가진 2개의 소집단으로 분리하여 분석해 보는 것도 매우 가치있는 시도라고 생각된다.

2. 限界企業과 成長企業 표本

아래 <표 7>과 <표 8>는 토빈의 q 가 1보다 작은 인수기업들로 구성된 한계기업의 표본($N=13$)과 토빈의 q 가 1보다 큰 인수기업들로 구성된 성장기업 표본($N=17$)에 대해서, 사건기간인 $t=-24$ 에서 $t=+6$ 까지 동안의 일별평균초과수익률(AR) 및 z 값, 그리고 4개의 상이한 기간별 누적평균초과수익률(CAR)과 z 값을 Panel A와 B에서 각각 제시하고 있다. 두 표본으로 산출한 초과수익률의 비교를 통해 우리가 전체표본의 분석으로부터 도출한 결론인 해외기업 인수의 생존전략가설을 재확인할 수 있으며, 또한 인수기업의 토빈의 q 가 외국의 피인수기업에게 지불하는 인수 프리미엄에 미치는 영향도 고찰할 수 있게 된다.

먼저, <표 7>과 <표 8>의 Panel A는, 인수기업이 限界企業의 특성을 가질 경우 해외기업 인수에 관한 공시가 인수기업의 株價에 부정적인 효과를 가져다 준다는 것을 잘 보여주고 있다. 구체적으로, <표 7>의 Panel A가 보여 주는 바와 같이, 인수공시일 하루전인 $t=-1$ 에 -1.2% 의 초과수익률을 나타내고 있으며, z 값이 -1.97 로 5% 유의수준에서 유의적이다. 또한 $t=-16$ 에 이미 -0.6% ($z=-1.75$)로 유의적인 마이너스 초과수익률을 보이고 있으며, 특히 공시일 일주일 전인 $t=-7$ 부터 공시일까지($t=-5$ 는 예외) 마이너스 초과수익률을 나타내고 있다.

<표 8>의 Panel A는 5가지의 상이한 기간별 누적초과수익률과 각각의 z 값을 나타낸다. 만약 우리가 인수공시일 한달전부터($t=-24$) 공시일 다음날까지 ($t=+1$) 한계기업의 표본을 포트폴리오로 보유하고 있었다고 하면, 그 포트폴리오의 한달 동안의 누적초과수익률은 약 -4.6% ($z=-2.38$)로 나타냈으며, 이것은 유의수준 5%에서 유의하다. 또한 이 포트폴리오를 단기간, 즉 $t=-6$ 에서 $t=+1$ 까지 혹은 $t=-1$ 에서 $t=+1$ 까지 보유한 경우도 각각 -2.3% ($z=-1.79$), -2.1% ($z=-2.41$) 등 매우 유의적인 마이너스 누적초과수익률을 실현한 것으로 나타났다.

한계기업 표본에 관한 이러한 실증분석 결과는, 국내인수기업들이 한계기업의 특성을 가지고 있을 경우, 이들에 의한 외국기업인수에 관한 정보는 국내 자본시장에서 해당 인수기업의 주가에 부정적인 반응을 가져다 주는 惡材로 해석될 수 있다는 것을 잘 보여 주고 있다. 그러므로 한계기업의 표본은 본 연구의 귀무가설인 Shapiro의 생존전략가설을 지지한다고 볼 수 있다.

한편, <표 7>과 <표 8>의 Panel B는 인수기업이 성장기업에 속할 경우 해외기업 인수에 관한 시장정보가 공시일 전후의 인수기업 주가에 中立的인 효과를 가져다 준다는 것을 실증적으로 보여주고 있다.

〈표 7〉 引受公示日 前後의 引受企業 超過收益率 (AR) :
한계기업과 성장기업의 소표본

일자	Panel A : 한계기업 표본(N=13)		Panel B : 성장기업 표본(N=17)	
	AR	AR의 z값	AR	AR의 z값
-24	.00138	.0530	-.00736	-2.3733**
-23	.00467	.5790	.00233	1.1009
-22	-.00811	-1.0014	.00232	.6853
-21	.00666	.7077	-.00099	-.4184
-20	-.00365	-.9476	-.00364	-1.4632
-19	.00394	.0008	-.00049	-.8633
-18	-.00270	-.8842	-.00189	-1.0199
-17	-.00106	-.8465	-.00046	-.4317
-16	-.00620	-1.7454*	.00060	.1832
-15	-.00681	-.7458	.00474	1.5587
-14	-.00301	-1.0092	.00596	1.3071
-13	-.00431	-.9718	-.00604	-1.8982*
-12	-.00614	-1.1659	-.00003	.1979
-11	.00194	1.0784	-.00194	-.6214
-10	.00463	.9092	-.00053	-.3285
-9	.00269	.8729	.00511	1.3399
-8	-.00079	-.2937	-.00176	-.5919
-7	-.00551	-1.6418*	.00050	-.2194
-6	-.00843	-1.6993*	.00158	.8491
-5	.00514	1.7237*	-.00239	-.4689
-4	-.00042	-.0994	.00054	.2167
-3	-.00334	-.4489	.00087	.1659
-2	.00454	-.3834	.00073	.5446
-1	-.01237	-1.9740**	.00161	.8935
0	-.00585	-1.2125	.00284	.0450
+1	-.00249	-.9826	-.00209	-.7854
+2	-.00916	-2.3011**	.00447	1.1790
+3	-.00019	.4347	.00633	1.2108
+4	-.00106	-.4038	-.00444	-1.4004
+5	-.00311	-.5649	-.00163	-.5780
+6	-.00159	-.2545	.00091	.2071

* 10% 유의수준에서 유의적임(양측검정)

** 5% 유의수준에서 유의적임(양측검정)

〈표 8〉 引受公示日 前後의 引受企業 累積超過收益率(CAR) :
한계기업과 성장기업의 소표본

누적기간(A,B)		Panel A :		Panel B :	
		한계기업 표본(N=13)		성장기업 표본(N=17)	
A	B	CAR(A,B)	CAR의 z값	CAR(A,B)	CAR의 z값
-24	+1	-.04560	-.2786**	.00012	.4699
-12	+1	-.02640	-1.4211	.00504	.3306
-6	+1	-.02323	-1.7948*	.00368	.5164
-1	+1	-.02072	-2.4070**	.00236	.0884
-1	0	-.01823	-2.2532**	.00445	.6636

* 10% 유의수준에서 유의적임(양측검정)

** 5% 유의수준에서 유의적임(양측검정)

〈표 7〉의 Panel B에서 보면, 성장기업으로 분류되는 인수기업은 인수공시일 한 달전인 $t = -24$ 에 -0.7% ($z = -2.37$), 그리고 약 2주전인 $t = -13$ 에 -0.6% ($z = -1.90$)의 유의적인 초과수익률을 실현한 것으로 나타났다. 그러나, 인수공시일 전후 1주일 간에는 ($t = -6$ 에서부터 $t = +6$ 사이) 일별 초과수익률이 통계적으로 0에 가까운 중립적인 반응을 보여 주고 있다. 게다가, 성장 인수기업의 누적초과수익률(CAR)을 나타내는 〈표 8〉의 Panel B에서도, 전기간의 누적초과수익률이 일반적으로 사용되는 유의수준에서 유의적이지 못하다는 것을 보여 주고 있다.

이러한 성장기업의 표본에 관한 실증분석 결과는, 다국적기업이 해외기업 인수를 통해 형성할 수 있는 국제적인 자원 배분조직을 이용하여 초과수익률을 획득하기 위해 외국기업 인수한다는 가치증식효과가설이 성장기업 표본에 의해서도 설명될 수 없음을 잘 보여 주고 있다. 따라서, 인수기업이 성장기업에 속할 경우 한계기업과는 달리 해외기업 인수에 관한 정보와 주가가 통계적으로 유의적인 관계를 보여 주고 있지는 않지만, 성장기업에 의한 해외기업 인수도 초과수익률을 추구하기 위한 것이 아니라 정상적인 수익률을 유지하기 위한 경영전략의 한 방편으로 활용되고 있다는 것으로 해석될 수 있다. 즉 성장기업 표본의 분석결과도, 한계기업의 표본과 마찬가지로 해외기업 인수의 생존전략가설을 지지한다고 볼 수 있다.

그러므로, 전체표본이나 토빈의 q 가 1보다 큰 인수기업으로 구성된 성장기업 표본에 관한 실증분석 결과는 해외기업 인수에 관한 정보의 공시가 국내 주식시장에서 인수기업 주가를 正常收益率 이상으로 변화시키지 못한다는 것을 보여 주고 있으며, 또한 한계기업에 의한 외국기업 인수에 관한 시장정보는 인수기업 주가에 통계적으로

유의한 부정적인 영향을 미친다는 것을 잘 보여 주고 있다. 이러한 결과는, 표본에 관계 없이, 본 연구의 귀무가설인 생존전략가설을 지지한다고 볼 수 있다. 즉 국내 인수기업이 국내시장의 포화상태와 과당경쟁 등으로 더이상 국내시장에서 정상수익을 유지하기 힘들기 때문에 해외시장으로 적극적으로 진출하기 위해서, 혹은 인수기업이 현재 보유하고 있는 技術水準(technology)이나 마케팅 技術(marketing skill) 등으로는 국제시장의 격심한 경쟁을 이겨내지 못하기 때문에 이러한 경영자원을 외부에서 습득하기 위해서 해외기업 인수를 활용할 가능성이 높으므로(Lall & Siddharthan, 1982), 국내 주식시장에서 해외기업 인수에 관한 정보는 인수기업의 株價에 中立的인 혹은 否定的인 반응을 가져다 준다는 사실을 본 연구결과가 실증적으로 보여주고 있다.

이와는 반대로, 본 연구결과는 해외기업 인수전략이 국제간 기업자원의 효율적 배분 및 확대를 통해 국제 제품 및 자본시장에서 존재하는 시장불완전성을 적극적으로 이용하여 인수기업의 주주들에게 초과수익률을 가져다 줄 수 있다는 해외기업인수의 價値增殖效果假說을 기각한다. 따라서, 국내기업이 해외기업을 인수하는 동기는 인수기업의 특성과는 관계없이 국제화를 통해 초과수익을 추구하기 위한 전략이라기 보다는, 국내 및 국제시장에서 살아남기 위한 생존전략의 한 방안으로 추진된다고 결론지을 수 있다.

한편, 아래 <표 9>는 본 연구의 결과(전체표본)와, 국내기업간 합병시 인수기업의 주가에 미치는 영향에 관한 先行 研究結果를 비교한 것이다. 김희석(1990)의 연구에서는, 국내기업간 합병에서 합병제의기업의 주주는 공시전 약 5주전부터($t = -30$) 공시일까지의 기간동안 약 2.7%의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 장영광(1985)의 연구는 월별수익률을 이용한 것으로, 공시전 11개월부터 公示月까지의 약 1년간 합병제의기업의 주주는 17.2%의 매우 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

이처럼 해외기업 인수시에 국내 인수기업의 주주들은 -1.5%의 누적초과수익률을 얻는 반면에, 국내 기업간 합병에서 합병제의기업의 주주들은 이보다 상대적으로 높은

<표 9> 合併 및 引受가 引受企業 株價에 미치는 영향

구 분	누적초과수익률 : CAR(A,B)		
	A	B	CAR(%)
본 연구	-24일	+1	-1.5
김희석(1990)	-30일	0	2.7
장영광(1985)	-11월	0	17.2

초과수익률을 얻는다는 것을 관찰할 수 있다. 이것은 국내합병 및 인수시장은 제의 기업이 대개 1개 기업이고 비경쟁적, 타율적으로 합병이 이루어지며 동일 계열기업간 합병이 많으므로 합병협상의 주도권을 합병제의기업이 가지는 매수자 중심의 시장인데 비해, 미국과 유럽의 합병 및 인수시장은 제의기업간 경쟁과 경매형태의 提議過程 (bidding process) 등의 요인으로 인해 매수대상 기업중심의 시장이기 때문이다. 다시 말해서, 우리나라 기업이 매수대상 기업중심인 미국이나 유럽시장에서 현지기업을 매수할 경우, 합병 혹은 인수로부터 발생하리라고 기대되는 거의 모든 시너지(synergy)는 피인수기업의 주주들에게 귀속되어 인수기업의 주주들은 초과수익률을 거의 얻지 못한다는 의미이다.

더우기, 우리나라의 인수기업들처럼 해외기업 인수를 생존전략의 차원에서 추진해 갈 때, 피인수기업이 결합시너지 이상을 인수 프리미엄으로 요구하더라도 어쩔 수 없이 이에 응할 경우가 많다고 가상한다면, 인수기업의 주주들이 마이너스의 초과 수익률을 얻게될 가능성이 충분히 예견된다.

IV. 맺음말

우리나라의 해외기업인수는 1986년 대우중공업이 미국의 반도체 설계회사인 자 이모스社를 인수한 것을 시작으로 하여 매년 증가세를 보이고 있으며 거래규모도 대형화되고 있다. 피인수기업을 국적별로 보면 미국이 총 30건의 표본 중에서 60%인 18건을 차지하고 유럽이 7건, 캐나다 3건, 일본 1건 등의 순이다. 산업별로는 첨단 기술의 도입과 해외유통망의 확보가 가장 시급한 전자·전기·통신기기 분야가 다른 어떤 분야보다도 적극적으로 해외기업 인수전략을 활용하고 있다. 투자규모를 보면 500만불 이하의 인수거래가 주종을 이루고 있어, 미국·유럽·일본기업에 의한 해외기업 인수거래와 비교해 볼 때 아직도 소규모 거래에 한정되어 있다는 것을 알 수 있다.

다국적기업은 국제적인 이윤극대화 조직을 통해 국제제품 및 자본시장에서의 시장불완전성을 이용할 수 있는 옵션을 가질 수 있다는 점이 자국내에서만 활동하는 기업들과 다른 점이다. 그러므로 해외기업 인수에 관한 정보는 다국적기업만이 가지는 이러한 옵션의 가치만큼 인수제의기업의 주식가치를 증가시키는 효과를 가질 수 있을 것이다. Doukas와 Travlos(1988)는 인수기업이 투자대상국에 처음으로 진출하며, 종 사업종이 피인수기업과 다를 경우, 이러한 인수기업들로 이루어진 포트폴리오는 인

수공시일을 전후로 하여 통계적으로 유의적인 초과수익률을 나타낸다는 것을 밝힘으로써 해외기업 인수의 價値增殖效果假說을 실증적으로 증명하였다.

그런데, 이러한 선진국의 다국적기업에 의한 해외기업 인수거래와는 달리 국내기업에 의한 해외기업 인수는 국내시장의 포화상태, 과다경쟁 및 기술개발 능력의 한계, 그리고 선진국의 기술이전 회피, 세계시장의 불확화와 선진국의 보호무역주의의 강화 등의 국내외 환경변화에 대응하여 잃어가는 국제경쟁력을 제고시키기 위해 필요불가결한 生存戰略의 일환으로 추진되고 있다. 즉, 우리나라의 인수기업은 초과수익을 추구하기 위해서가 아니라 단지-Shapiro(1989)가 주장하는 바와 같이-국내·국제시장에서의 환경변화에서 살아 남기 위한 經營戰略으로서 海外企業 引受를 선택한다고 볼 수 있다. 해외기업 인수가 生存戰略의 한 방안으로 추진될 경우, 외국기업 인수에 관한 정보 그 자체가, 해당 인수기업이 세계시장 속에서 생존과 성장에 필요한 첨단 제조기술 및 마케팅 기술 등의 주요 경영자원을 충분히 보유하고 있지 않다는 것을 시사해 주고 있을 뿐만 아니라, 인수기업이 이들 주요 경영자원을 외부에서 빠른 시일 내에 습득하기 위해서 두 기업의 결합으로 발생하게 될 시너지의 전부 혹은 그 이상을 프리미엄으로 피인수기업에게 지불하고서라도 피인수기업을 인수하려 할 가능성도 무시할 수 없다.

따라서, 이러한 生存戰略假說에 의하면, 국내기업의 해외기업 인수에 관한 시장 정보가 국내 인수기업의 주가에 긍정적인 반응(+초과수익률)보다는 오히려 中立的인 혹은 否定的인 反應(0 혹은 마이너스 초과수익률)을 가져다 줄 것이다.

본 연구에서는 해외기업 인수의 생존전략가설을 1986~1991년까지 해외기업을 인수한 30개 국내 인수기업의 주식수익률 자료를 이용하여 검증하였다. 해외기업인수에 관한 공시가 평균적으로, 국내 인수기업의 주식가격에 中立的이거나 혹은 否定的인 效果를 가져다 주었다. 인수공시일($t=0$)의 평균초과수익률은 -0.065% ($z=-0.71$)이며, 일반적으로 사용되고 있는 유의수준에서는 통계적 유의성이 없다. 공시일을 전후로 하여, 公示日前 2주($t=-12$)에서부터 公示日後 1주($t=+6$)까지 동안, 국내 인수기업의 주식가격은 통계적으로 거의 0에 가까운 일별 초과수익률을 나타냈다.

또한, 국내 인수기업 중에서 외국기업을 인수해야 할 긴박성의 정도에 따라 전체 표본을 成長企業과 限界企業으로 분리하여 각 표본을 대상으로 인수에 관한 정보의 공시가 株價에 미치는 效果를 분석하였다. 소표본의 분석 결과에 따르면, 성장기업의 경우는 초과수익률이 통계적으로 0에 가까운 중립적인 반응을 보였으며, 한계기업의 경우는 통계적으로 유의한 마이너스 초과수익률을 나타내어 생존전략가설을 재확인시켜 주었다.

따라서, 국내기업에 의한 해외기업 인수는 국제화를 통해 초과수익을 추구하기 위한

전략이라기 보다는, 국내 및 국제시장에서 살아남기 위한 생존전략의 한 방안으로 추진된다고 결론지을 수 있다.

참 고 문 헌

- 김희석, “기업합병 및 인수가 주주부에 미치는 영향,” 박사학위논문, 서울대학교 대학원, 1990. 5.
- 서영주, “새로운 경쟁전략으로 급부상하는 M & A,” 기업경영, 1991. 12.
- 서준석, “국제화전략으로서의 한국기업의 해외기업 인수에 관한 연구,” 경영연구 25권 1호, 고려대학교, 1991, 5-27.
- Barclay, M. and R. Litzenberger, “Announcement Effects of New Equity Issues and the Use of Intraday Price Data,” *Journal of Financial Economics* 21 (May 1988), 71-100.
- BenDaniel, D. and A. Rosenbloom, *The Handbook of International Mergers and Acquisitions*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1990.
- Bradley, M., A. Desai, and E. Kim, “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms,” *Journal of Financial Economics* 21 (1988), 3-40.
- Caves, R., *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge, MA : Cambridge University Press, 1982.
- Caves, R. and S. Mehra, “Entry of Foreign Multinationals into U. S. Manufacturing Industries” in *Competition in Global Industries*, M. Porter (ed.), Boston, Mass. : Harvard Business School Press, 1986, 449-481.
- Dodd, P. and J. Warner, “On Corporate Governance : A Study of Proxy Contests,” *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 401-438.
- Doukas, J. and N. Travlos, “The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders Wealth : Evidence from International Acquisitions,” *Journal of Finance* 43 (Dec. 1988), 1161-1175.
- Dunning, J. and A. Rugman, “The Influence of Hymer’s Dissertation on the Theory of Foreign Direct Investment,” *American Economic Review* (May 1985), 228-232.
- Hymer, S., “The International Operations of National Firms : A Study of Direct Foreign Investment,” Doctoral Dissertation, M. I. T., 1960.
- Jarrell, G., J. Brickley, and J. Netter, “The Market for Corporate Control : Empirical

Evidence Since 1980,” *Journal of Economic Perspectives* 2 (Winter 1988), 49-68.

Kindleberger, C., *American Business Abroad : Six Lectures on Direct Investment*, New Haven and London : Yale University Press, 1969.

Lall, S. and N. Siddarthan, “The Monopolistic Advantages of Multinationals : Lessons from Foreign Investment in the U. S.,” *The Economic Journal* (Sept. 1982), 668-683.

Shapiro, A., *Multinational Financial Management*, Allyn and Bacon, Needham Heights, Mass., 1989.

Travlos, N., “Corporate Takeover Bids, Method of Payment and Bidding Firm’s Returns,” *Journal of Finance* 42 (1987), 943-963.