

온라인 벤처기업의 전략적 제휴에 대한 공시가 기업가치에 미치는 영향*

이 선 로**, 김 문 주***

The Impact of Strategic Alliance Announcements of On-line Venture Firms on their Market Value

Sunro Lee, Moon-joo Kim

Recently, many internet firms have opted the strategic alliances with other on/off-line firms in order to gain and sustain their competitive advantages. Previous research on market reaction to such alliances, however, shows mixed results. Therefore, the purpose of this thesis is to analyze the announcement effects of the alliances among internet firms in the stock market. Focusing on on-line firms that have been outside the scope of previous research, this study applied the event study methodology and examined the cumulative abnormal returns (CAR) for 245 alliance announcements between October 1998 and May 2002. Further, this study conducted a survey to categorize various types of announcements and 40 usable returns has been analyzed. The notable results from this study include: 1) The strategic alliances announcements do not have statistically positive effects on stock prices of the announcing firms. 2) Contrary to the results of the previous research, the CARs associated with marketing alliances are higher than those with technology alliances. 3) The degree of fitness among firms' disposition, their alliance purpose, and alliance type chosen influences the performance of their alliances

Keywords : 인터넷기업, 전략적 제휴, 제휴형태, 제휴목적, 사전연구

* 본 연구는 연세대학교 매지학술연구비로 수행되었음.

** 연세대학교 경영정보학과

*** (주)POSDATA

I. 서론

신경제의 근간을 이루고 있는 정보통신 산업은 국내에서도 IMF 사태 이후에도 급성장을 하면서 고용안정에 많은 기여를 해왔다. 그러나 최근 정보통신 관련 벤처기업이 위기에 처하면서 신경제에 대한 회의론이 대두되고 있으며, 특히 온라인 기업의 수익성 여부에 관한 논란이 지속되면서 온라인 기업의 자생력에 관한 비관적인 시각이 팽배해지고 있다.

2001년 1월 IT 전문가 100명에게 실시한 설문 응답에 의하면 온라인 기업의 위기인식에 대해 전체 87.6%가 심각하다고 인식하고 있으며, 해결방안으로는 수익부재 문제해결이 전체 70% 이상 응답하였고, 신뢰회복과 자본유치를 다음 순위로 선택하였다. 또한, 수익부재 문제 해결을 위한 세부사항으로는 기술개발(52%), 수익모델 다각화(29%), 광고 및 마케팅(2%)순으로 나타나고 있다[경영과컴퓨터, 2001].

한편, Webmergers 통계에 따르면 인터넷 거품 붕괴 이후 미국의 인터넷 기업들 중 862개 이상이 문을 닫았으며, 이 중 전자상거래 부문이 43%, 콘텐츠제공 부문이 25%를 차지하여 초기 B2C(기업과 소비자간 전자상거래)기업들이 집중적으로 몰락하고, 최근에는 인터넷 인프라, 인터넷 접속 및 컨설팅 서비스 제공 업체들이 심각한 위기에 처해 있는 것으로 나타났다[<http://www.webmergers.com>].

최근 여러 사례를 종합해 보면, 순수한 온라인 기업의 두 가지 커다란 문제점으로 1) 비즈니스 모델의 부재 또는 모방가능성과 2) 비즈니스 프로세스의 수행능력 부족을 들 수 있다[Brown, 1999; Subramani and Walden, 1999]. 온라인 기업의 비즈니스 모델의 진화과정을 보면 초기 온라인 벤처기업은 콘텐츠 개발을 통한 접속 커뮤니티를 구축하고, 형성된 커뮤니티를 대상으로 한 수익모형을 -예를 들면 온라인 광고, 판매 수수료, 등 - 수립하는 과정을 밟고 있다. 그러나

콘텐츠와 커뮤니티 형성에 소요되는 비용이 수익을 초과하면서 기업의 존재가치를 상실해가고 있으며, 이를 극복하기 위하여 수익모형의 다변화를 시도하고 있다. 또한 온라인 기업의 비즈니스 모델은 정보기술력에 근거한 특성을 갖고 있으며 상대적으로 오프라인 기업이 갖고 있는 효율적인 프로세스(예를 들면, 물류 및 마케팅) 수행 능력 면에서는 취약한 구조를 갖고 있다. 아마존의 경우 매출의 증가는 물류비용의 기하급수적 증가를 초래하였고 이러한 물류시스템의 획기적인 변화 없이는 아마존의 적자 상태를 극복하기 어려운 것으로 나타나고 있다.

따라서 이러한 수익모형의 취약함과 프로세스의 비효율성을 극복하기 위하여 Syndication [Werbach, 2000] 또는 Clicks-and-Motars[Gulati and Garino, 2000] 형태의 온라인 기업간 또는 온라인과 오프라인 기업간 전략적 제휴의 필요성이 대두되고 있다. 신디케이션의 형태는 전통적으로 신문, 방송, 또는 영화제작시 콘텐츠를 제공하는 독립적인 실체의 집합으로 인터넷상에서 디지털 상품이 독립적으로 수많은 유통 경로를 통하여 불특정 다수에게 공급되는 인터넷 비즈니스의 특성을 최대한 살릴 수 있는 형태로 제안되고 있다. 또한 온라인 기업과 오프라인 기업의 결합은 피할 수 없는 길로써 다만 어떠한 형태로 결합하는가하는 선택만이 남았다고 보고 있다. Gulati and Garino[2000]은 인터넷 기반 사업을 전통적인 오프라인 프로세스와 어느 정도까지 통합할 것인가에 따라 완전 분리(spin-off), 전략적 제휴(strategic partnership), 합작투자(joint venture), 내부조직화(in-house division)로 구분하고 집중화의 필요성, 유연성 확보, 자금조달, 브랜드 설정, 정보공유, 구매 레버리지, 유통의 효율성 등에 따라 선택할 것을 권하고 있다.

이러한 전략적 제휴는 B2C보다는 B2B 형태, 특히 e-Marketplace에서 보다 명확하게 나타나고 있다. 전자상거래의 중심이 B2C에서 B2B로

옮겨가고 있고, B2C 기업들이 B2B 시장으로 진출하는 추세를 보여주고 있으며, 과거 1 대 N 거래모델에서 현재 N 대 N 거래모델(e-Marketplace)로 급속하게 전환되는 추세에 따라 온라인 기업뿐만 아니라 오프라인 기업들도 기업간 전략적 제휴, 파트너십 형성 및 M&A 등을 통하여 B2B 시장에 신속하게 진입하고, B2B 시장 경쟁에서 우위를 확보하려는 전략 수행은 여러 사례를 통하여 찾아볼 수 있다[Kaplan and Sawhney, 2000]. 따라서 국내에서도 온라인 기업과 오프라인 기업의 융합은 합작투자의 형태로 나타나고 있으며, 업종별로 특화되는 e-Marketplace (Vortal)의 주도권 경쟁이 치열해지고 있다[www.mocie.go.kr; www.i-biznet.com]. 예를 들면, 삼성물산과 엘지칼텍스 중심의 ChemCross.com와 현대종합상사, 엘지상사, SK 중심의 ChemRound.com의 경쟁을 비롯하여 국내에서도 철강, 건설, 섬유, 산업기자재 등 다양한 업종에서 e-Marketplace를 형성해 나가고 있는 것을 볼 수 있다. 그러나 아직 초기 단계의 B2B 마켓이라고 하지만 대한상회가 조사한 결과에 의하면 국내 353개 B2B업체 가운데 흑자를 내고 있는 업체는 5%미만이고 40%정도가 전혀 매출이 없는 것으로 나타났다. 문제는 시스템 구축 등 초기투자에 많은 비용이 들어간 반면에 B2C의 경우와 유사하게 수익모델 개발에는 실패했다는 데 있다[조선일보, 5/22/2001].

요약해 보면, B2C와 B2B 온라인 기업이 당면하고 있는 과제로 수익모델의 재정립과 효율적인 유통 프로세스의 개발을 들 수 있으며, 이는 오프라인 기업과의 전략적 제휴를 통하여 극복할 수 있고, 오프라인 기업은 온라인 기업의 정보기술력의 확보차원에서 전략적 제휴 또는 합작투자의 선택이 불가피하다고 볼 수 있다.

따라서 본 연구는 온라인 기업¹⁾과 오프라인

기업의 전략적 제휴는 각각의 당면과제를 해결할 수 있는 대안으로 간주하고, 제휴업체 성향 및 제휴의 목적과 형태별로 기업가치에 미치는 영향을 조사함으로써 비용 효과적인 제휴의 형태를 선택할 수 있는 지침을 마련하는데 그 목적을 두었다. 이를 위하여 본 연구에서는 1) 사건 연구(event study)를 통하여 인터넷 기업의 전략적 제휴가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고, 2) 횡단면 회기분석을 통하여 제휴 목적, 제휴 형태, 제휴 참여업체의 성향과 같은 요인이 기업간 전략적 제휴를 할 경우 그들 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 온라인 기업의 상황요인적 전략적 제휴 모형을 제시하고자 한다.

II. 선행 연구

전략적 제휴에 관한 선행연구를 연구 주제별로 정리해 보면 첫째: 제휴 파트너 선정에 관한 연구[Brouthers, 1995], 둘째: 전략적 제휴 체결을 위한 교섭력에 관한 연구[Inkpen and Beamish, 1997], 셋째: 전략적 제휴의 성공 요인 분석에 관한 연구[Kanter, 1994], 넷째: 전략적 제휴의 성과 측정 방법 및 성과 측정에 관한 연구[Yan and Zeng, 1999; Das et al., 1998] 등을 들 수 있다. 이러한 연구 주제에 접근하는 관점은 두 가지로 이분법적(dyadic)과 네트워크(network) 관점을 들 수 있으며, 이분법적 관점은 제휴 당시 해당 두 기업을 중심으로 해당 제휴의 타당성 및 추진 경위를 분석하는 접근 방식인 반면, 네트워크 관점은 과거로부터 유지해 오던 제휴

예정이다. 그들은 e-business 기업을 네 개의 계층(인프라스트럭처 계층(infrastructure layer), 애플리케이션 계층(application layer), 인터미디어리 계층(intermediary layer), 커머스 계층(commerce layer))으로 구분하고 있다. 본 연구에서는 인터넷에서 구매자와 판매자 간의 연결을 중계하는 인터미디어리 계층에 속하는 기업과 인터넷을 통하여 제품이나 서비스를 직접 소비자에게 판매하는 커머스 계층에 속하는 기업을 중심으로 분석할 예정이다.

1) 본 연구에서는 온라인 기업의 분류를 미국 텍사스 대학과 시스코사가 공동으로 제시한 e-business 기업 분류체계를(www.internetindicator.com) 사용할

에 참가한 모든 기업 가운데 연구 대상 기업의 영향력 또는 경쟁력을 분석하는 접근 방식이다 [Gulati, 1998]. 예를 들면, 제휴의 성과를 측정하는 경우 이분법적 접근 방식은 사건연구를 통하여 제휴 공시가 주가에 미치는 영향을 측정 [Das et al., 1998; Chan et al., 1997; Anand and Khanna, 1997]하는 반면, 네트워크 관점은 전체 제휴의 네트워크 안에서의 영향력 또는 상대적 위치를 조사하는 방법을 사용하고 있다 [Baum et al., 2000; Dyer, 1996].

본 연구에서 사용된 사건연구 방법(event study methodology)은 전략적 제휴의 성과분석과 정보기술투자 공시효과 분석에 적용된 바 있다. 예를 들면, Dos Santos et al.[1993]은 정보기술 투자에 관한 공시 효과를 제조업과 금융업을 중심으로 조사하였으며, 혁신적인(innovative) 정보기술 투자인 경우 해당 기업의 주가에 긍정적으로 작용하지만 비혁신적인(non-innovative) 투자는 주가에 영향이 없다고 보고하고 있다. 최근 Im et al.[2001]은 Dos Santos et al.[1993]의 연구 모형에 산업구분, 기업 규모 및 시간 변수를 추가하여 조사한 바 있다. 그 결과 기업 규모가 작을수록 공시효과는 높게 나타났으며, 1991~1996년도 공시 효과는 제조업보다는 금융업에서 보다 크게 나타났다고 보고하고 있다.

전략적 제휴의 공시효과 분석에 있어서는 오프라인 기업을 대상으로 제한적인 수준에서 진행되어 왔다(<표 1> 참조). Koh and Venkatraman [1991]은 정보기술 산업에 대한 합작투자의 동기를 상품개발과 시장확대로 구분하여 기업가치의 변화를 조사한 바 있으며, Chan et al.[1997]은 제휴공시는 기업규모 및 제휴형태(수평적 vs 비수평적)에 따라 상이하게 나타난다고 주장하였다. Das et al.[1998]은 기업 규모와 제휴 형태간의 상호 관련성을 조사한 결과, 투자자들은 기술적 제휴에 있어서 규모가 작은 파트너를 선택한 경우 가장 긍정적인 이익을 얻는다고 주장하였

다. 하지만 Neill et al.[2001]은 기업간 IT R&D 제휴공시를 분석한 결과 기업규모의 비대칭적 효과(asymmetric gain)는 제휴 성과에 영향을 미치지 못하며, 제휴를 통한 학습 능력이나 경험이 더 중요한 변수임을 강조하였다. 국내에서는 김원기[1998]의 재무 이론적 관점에 근거하여 오프라인 기업의 제휴공시에 대하여 장기, 단기적으로 정(+)의 반응을 보인다고 강조하였다. 조명현과 오대혁[1999]의 연구에서는 한국기업이 외국기업과의 제휴 체결 시 주가에 미치는 영향을 제휴동기와 투자유무별로 구분하여 분석하였다.

요약해 보면 전통적인 오프라인 기업의 전략적 제휴에 관한 연구는 앞서 정리한바 대로 상당히 진전이 있었던 반면, 온라인 기업의 전략적 제휴에 관한 연구는 현재까지 간헐적으로 사례를 소개하는데 그치고 있으며[Werbach, 2000; Gulati and Garino, 2000], 특히 온라인 기업의 전략적 제휴에 관한 성공요인 또는 성과측정에 관한 연구는 극히 미진한 상태이다. 예를 들면, 최근 Subramani and Walden[1999]은 미국 기업들이 e-commerce 사업 관련 공시를 발표했을 때 주가에 미치는 영향을 분석하였다. 그들의 연구 결과에 의하면 1) 기업의 e-commerce 사업 관련공시는 시장에서 평균 수익률보다 높은 수익률을 보이고 있고, 2) e-commerce 사업관련 공시 효과는 오프라인 기업보다 온라인 기업이 약간 크게 나타났으며, 3) e-commerce 사업 관련 공시 효과는 B2C 기업이 B2B 기업보다 크게 나타났다. 그러나 상기 연구는 온라인 기업의 전략적 제휴에 초점을 맞추기보다는 일반적으로 오프라인 기업이 온라인 비즈니스로 사업 영역을 확장하는 시점에 기업가치의 변화를 조사하였다. 또한 국내에서는 관련된 연구로 Subramani and Walden[1999]의 연구를 국내에 적용하여 비교한 바 있으나[이호근 외, 2001], 제휴의 형태, 제휴 기업의 특성 및 제휴의 목적에 따른 성과 측정이 구분되지 않았기 때문에 전략적 제휴의 상황요인적 모형을 제시하는데 제한적이었다.

<표 1> 제휴의 성공요인 및 성과측정에 관한 선행연구

구분	연구명	표본 특성	성과변수
사건 연구 (주가반응)	Neill et al.[2001], "Technology R&D alliances and firm value"	IT분야의 R&D제휴	5.68% (CAR)
	Das et al.[1998], "Impact of strategic alli on firm valuation"	오프라인 기업	1.6% (CAR)
	Chan et al.[1997], "Do Strategic alliances create value?"	오프라인 기업	0.64% (AAR)
	Koh and Venkatraman[1991], "Joint venture formations and stock market reactions"	정보기술 산업	0.88% (AAR)
	이호근 외[2001], "e-business 가 기업의 시장 가치에 미치는 영향에 대한 분석"	코스닥 등록 기업	6.43% (CAR)
	조명현, 오대혁[1999], "국제 전략적 제휴가 한국기업의 가치에 미치는 영향"	국제간 제휴공시	1.97% (CAR)
	김원기[1998], "전략적 제휴가 기업가치에 미치는 영향"	오프라인 기업	1.46% (CAR)
특정 성과지표	박종훈, 김광수[2002], "전략적 제휴와 기업 생산성간의 관계"	국제항공 산업	생산성
	차태훈, 정지범[2002], "전략적 제휴의 선택: 영향요인, 그리고 기대성과"	무선인터넷 산업	시장지배력 기술지배력
	노형봉 외[2001], "국내기업간 전략적 제휴의 핵심성공요인에 관한 연구: 상호호혜적 조정전략 중심"	오프라인 기업	거래비용 관계지속성
	Hoffmann and Schlosser[2001] "Success Factors of Strategic Alliances in Small and Medium-sized Enterprises"	오스트리아 중소기업	생산성 거래비용

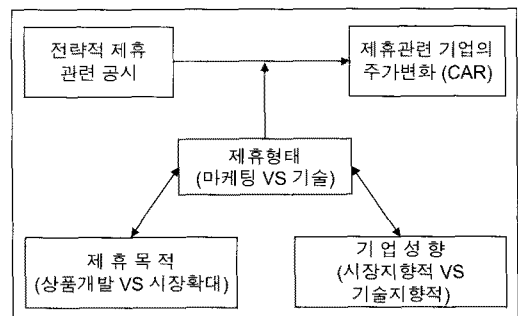
III. 연구모형 및 가설

3.1 연구모형

인터넷 기업의 전략적 제휴에 관한 공시가 기업가치에 미치는 영향을 상황요인적 관점에서 알아보기 위해 본 연구에서 사용될 연구 모형을 도식으로 나타내면 <그림 1>과 같이 나타낼 수 있다.

본 연구의 모형은 인터넷 기업의 전략적 제휴와 관련된 공시가 제휴 기업의 가치 변화에 영향을 미치는 과정에 제휴의 형태, 제휴의 목적, 제휴 기업의 성향과 같은 상황요인 변수가 독립

적으로 또는 상호작용(interaction)을 통한 조정(moderating)변수로 작용할 것이라는 것을 나타내 주고 있다.



<그림 1> 연구 모형

3.2 연구가설

3.2.1 인터넷 기업의 전략적 제휴 공시와 시장 가치와의 관계

전략적 제휴는 한 기업이 자신의 경쟁적 우위를 창출하기 위하여 자기의 약점을 보완하고 상대방의 강점을 이용하지만 궁극적으로는 기업 가치를 높이기 위한 것이다[조명현과 오대혁, 1999]. 선행연구를 통해보면 Jensen and Meckling[1991]은 기업의 전략적 제휴가 개인 투자자들의 의사결정에 긍정적인 효과를 제공한다고 하였으며, Koh and Venkatraman[1991]의 연구와 Chan et al.[1997]의 연구에서 전략적 제휴에 대한 공시효과는 주식시장에서 긍정적인 반응을 보인다는 것을 실증연구를 통해 증명하였다. 또한 Das et al.[1998]은 제휴 공시일의 기업 가치에 대하여 비정상수익률이 증가한다고 주장하였다. 국내문헌을 살펴보면 김원기[1998]는 국내 기업간 전략적 제휴에 대한 공시가 주가에 장/단기적으로 정(+)의 영향을 미친다고 하였으며, 조명현과 오대혁[1999]의 연구에서는 국제 전략적 제휴에 대한 공시가 6일전과 3일전 그리고 2일전에 유의한 초과수익률을 발생시키며, 공시 당일과 다음날도 유의한 초과수익률을 보여주고 있음을 실증 분석하였다. Subramani and Walden[1999]의 연구에서 그들은 오프라인 기업의 e-business 진출 공시는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석하였으며, 선행연구의 제휴관련 공시에 대한 CAR값은 <표 1>과 같이 긍정적으로 나타나고 있다.

기업의 보완적 자원을 획득하거나 공유함으로써 경쟁우위를 달성할 수 있다는 자원기반이론을 적용하면 인터넷 기업의 전략적 제휴도 오프라인 기업의 전략적 제휴에 관한 기존연구 결과와 유사할 것으로 예상할 수 있다. 따라서 인터넷 기업의 전략적 제휴에 대한 공시는 주식시장에서 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것

이라는 가설을 도출하였다.

가설 1: 인터넷 기업의 제휴 공시에 기인하는 비정상 수익(Abnormal Return)은 정(positive)일 것이다.

3.2.2 제휴형태(마케팅 vs. 기술제휴)

전략적 제휴의 형태는 제휴 대상의 범위와 특성, 기업 상호간의 의존도, 그리고 제휴 내용 등 분류 기준이 매우 다양하고, 또한 연구결과들마다 연구범위가 다르기 때문에 매우 복잡한 양상을 띠고 있다[차태훈과 정지범, 2002].

Lorange and Roos[1992]는 제휴기업간의 상호 의존도의 관점에서 제휴형태를 설명하였으며, 竹田[1992]은 제휴의 형태를 합병기업(자본참가), 거래관계, 계약설정으로 분류하였다. 또한 조명현과 오대혁[1999]은 제휴형태를 라이선싱 제휴에 의한 임시연합, 공동 R&D를 통한 컨소시엄, 그리고 합작투자로 구분하여 실증 분석하였다. 차태훈과 정지범[2002]의 연구에서는 제휴 형태를 시장지향형과 기술지향형으로 구분하여 제휴의 기대성과를 분석하였다.

본 연구에서는 Das et al.[1998]의 연구와 유사하게 전략적 제휴의 형태를 두 가지(마케팅제휴와 기술제휴)로 구분하여 그에 따른 성과 변수를 측정하고자 하였다. 기술제휴는 기술의 변화 속도가 빠르고 상품의 개발과정이 복잡하며 비용이 많이 들어가는 하이테크 산업에서 요구되는 제휴형태이다. 이러한 기술제휴가 성공적으로 지속될 경우 제휴에 참여한 기업간 거래 비용을 감소시킬 수 있으며, 지식의 유출을 방지할 수 있고 묵시적 지식을 공유할 수 있게 한다. 또한 공동 프로젝트를 수행하는데 필요한 고정비용이 독자적으로 수행할 때보다 규모의 경제 및 범위의 경제를 실현할 수 있으므로 비용을 절감할 수 있다고 보고 있다[Aaker, 1995].

마케팅 제휴는 교차판매와 브랜드, 광고, 물류

채널, 판매 요원 및 시설 공유를 통하여 새로운 시장을 개척하고 수요를 진작 시키는데 그 목적이 있다. 기술제휴는 급성장을 보이는 산업에서 많이 발견될 수 있고, 상품생명주기(product life cycle)상에 초기 단계에 있는 상품을 갖고 있는 기업이 취하는 제휴 형태인 반면, 마케팅 제휴는 비교적 성숙된 산업(mature industries)에서 많이 수행되고 있으며, 새로운 상품이 파생되기 어려운 상품을 갖고 있는 기업이 취하는 제휴형태로 보고 있다[Hagedoorn, 1993]. 비록 인터넷 기업의 특성을 반영하고 있지 못하지만 Das et al.[1998]의 연구는 기술 제휴가 마케팅 제휴보다 제휴효과가 크다는 결과를 보여준 바 있다.

따라서 제휴형태(마케팅제휴와 기술제휴)에 따라 인터넷 기업의 전략적 제휴에 대한 공시는 효과가 다르게 나타날 것이라는 가설이 아래와 같이 도출될 수 있다.

가설 2: 인터넷 기업의 제휴 공시에 기인하는 비정상수익(Abnormal Return)은 제휴형태(마케팅제휴 vs 기술제휴)에 따라 상이 할 것이다.

3.2.3 제휴 목적(제품확대 vs 시장확대)

Koh and Venkatraman[1991]은 합작투자(joint venture)의 동기를 제품확대(product expansion)와 시장확대(market expansion)으로 구분한 바 있고, 본 연구 또한 기존 연구와 유사하게 전략적 제휴 목적으로 신상품개발과 같은 제품확대와 새로운 고객 확보와 같은 시장확대로 구분하여 제휴목적의 달성이 제휴형태와 제휴기업의 성향에 따라 달라질 수 있는가를 밝히고자 하는데 그 목적이 있다.

제휴목적은 제휴 파트너의 선정에 영향을 줄 수 있으며, 파트너 선정은 해당 기업의 성향(시

장지향성과 기술지향성)에 따라 결정될 수 있고, 이는 제휴기업간 제휴형태를 결정할 것으로 예상할 수 있다. 제휴에 참여한 기업의 시장지향적 성향이 높은 기업간 마케팅 제휴는 시장확대에 긍정적인 영향을 미칠 것이고, 기술지향적 성향이 높은 기업간의 기술제휴는 신상품개발에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 이러한 유사한 기업 특성을 갖은 기업간 제휴의 경우는 합작 투자 시 유사한 상품으로 유사한 시장에 참여하고 있는 기업간에 합작 투자는 그 반대의 경우 보다 투자의 성과가 높다는 연구결과에 근거하고 있다[Koh and Venkatraman, 1991]. 또한 자원기반 이론에 의하면 보완적 자산을 획득한다는 측면에서, 조직의 적합성이론에 의하면 적합한 자원의 결합의 측면에서 기술지향적 성향이 강한 기업이 시장지향적 성향이 높은 기업과 마케팅

ket orientation)을 “현재와 미래의 고객 니즈와 기호에 관련된 정보를 창출하고, 기업 내에 전파시키며, 그러한 니즈와 기호에 반응하는 것”으로 정의하고 있으며, 그러한 시장지향을 고객지향(customer orientation), 경쟁자지향(competitor orientation) 및 기능 간 조정(interfunctional coordination)으로 구분하고 있다. 고객지향은 잠재 구매자에게 지속적으로 가치 있는 상품을 제공하기 위한 고객에 대한 충분한 이해를 의미하고, 경쟁자지향은 현재와 잠재적 경쟁 기업의 전략 및 전략수행 능력과 강점 및 약점을 이해하는 것을 의미한다. 기능 간 조정은 목표 고객을 위해 가치를 창출하기 위한 기업 내 자원공유 및 활용을 의미하고 있다. 이러한 시장지향성은 기업의 성과(ROA)에 긍정적인 영향을 미치고 있다고 보고하고 있다. 기술지향성은 새로운 기술에 대한 수용반응으로 1) 신상품 개발을 위한 새로운 기술의 수용정도[Van de Ven, 1986]와 2) R&D 투자 수준[Szaknoyi 1986]으로 특정 지워 질 수 있으며, 높은 기술지향성은 보다 파격적 혁신(radical innovation)을 수행할 수 있도록 지원함으로써 기업의 성과를 높일 수 있다고 보고 있다[Tushman and Anderson, 1986]. 따라서 본 연구에서는 고객지향 요소와 경쟁자지향 요소를 시장지향성 개념으로 사용하고, 신기술 수용도와 R&D 투자 수준을 기술지향성 개념으로 사용하여 제휴 참여업체의 성향을 구분하고 있다.

2) Narver and Slater[1990]는 기업의 시장지향성(mar-

제휴를 체결할 경우 시장확대에는 긍정적인 영향을 미칠 수 있으나 신상품개발에는 영향이 없을 것으로 판단된다.

따라서 기업성향, 제휴목적 및 제휴 형태의 적합성이 제휴성과에 영향을 미칠 것이라는 다음과 같은 가설이 도출 되었다.

가설 3: 인터넷 기업의 제휴 공시에 기인하는 비정상수익(Abnormal Return)은 제휴목적과 제휴형태가 적합한 경우가 부적합한 경우 보다 높게 나타날 것이다.

가설 4: 인터넷 기업의 제휴 공시에 기인하는 비정상수익(Abnormal Return)은 기업성향, 제휴목적 및 제휴형태가 적합한 경우가 부적합한 경우보다 높게 나타날 것이다.

IV. 연구 방법 및 자료수집

4.1 연구방법

본 연구에서는 인터넷 기업의 전략적 제휴에 대한 공시가 시장에서 기업의 가치에 미치는 영향을 알아보기 위해서 상장된 기업을 대상으로 사건연구방법(event study methodology)을 사용하였다. 사건연구방법은 자본 시장이 기업에 관한 정보를 처리하는 효율적 메커니즘이라는 효율적 시장 가설(EMH; Efficient Market Hypothesis)에 기반하고 있다. 효율적 시장 가설의 논리는 자본 시장의 투자자들은 기업 행위의 이용 가능한 공개 정보를 처리하여 기업의 현재성과 뿐만 아니라 미래의 예상되는 성과에 대한 기업 행위의 영향을 평가한다는 것이다[Fama et al., 1969]. 기업의 현재 수입 및 미래의 수입에 영향을 미칠 수 있는 기업 행위에 관한 부가적인 정보를 대중이 접하게 되면, 주가는 기업 가치의 현재 평가를 반영하도록 빠르게 변화한다

는 것이 사건 연구방법의 기본 가정이다. 이 방법의 강점은 다수의 투자자들이 개별 사건에 기인하는 현재의 기업 성과 및 미래의 기업 성과의 추정 가치를 전체적으로 평가한다는 것이며, 이러한 가치는 기업의 시장 가치 즉, 주가에 반영된다는 것이다[McWilliams and Siegal, 1997].

비정상 수익은 자본 시장에서 투자자들이 전략적 제휴 발표와 관련하여 예상되는 기업의 미래 효익에 관한 의견이 집결된 측정치를 의미하는 것이며, 기존의 재무, 회계 및 정보시스템분야의 실증연구[Lane and Jacobson, 1995; Mackinlay, 1997; Subramani and Walden, 1999; 이호근 외, 2001]에서 효과적으로 사용된 바 있다. 따라서 본 연구에서도 미래 효익 흐름에 대한 기업행위의 영향을 측정하기 위해 비정상 수익(abnormal return: AR)과 누적비정상 수익(cumulative abnormal return: CAR)³⁾을 분석하였다.

4.2 표본 추출 및 변수의 구성

공시 사건에 대한 정의는 “인터넷 기업이 발표한 공시(public Announcement)중 매체에 기업의 전략적 제휴를 공개적으로 발표한 것”으로 하였다. 2001년 상장기업분석 가을호(<http://www3.nice.co.kr/2001autumn/analy.htm>)에 상장된 기업 중 인터넷 기업을 대상으로 1998년 10월부터 2002년 5월까지 대표적인 매체인 3대 신문사(매일경제, 한국경제, 전자신문)를 통하여 공식적으로 발표된 제휴 공시자료를 분석하였다. 본 연구의 수행을 위하여 다음의 제약조건에 따라 자료를 추출하였다.

- (1) 공시일 기준을 정확히 하기 위하여 대상 기업에 대한 98년 10월부터 2002년 5월까지 제휴공시 기사 중 가장 먼저 게재된 기

3) 상기 사건연구방법은 이미 표준화되었고 이론적으로 검증된 방법으로 본 논문에서는 자세한 설명을 생략함.

- 사를 공시자료로 사용하였다.
- (2) 수집된 공시기사 자료 가운데 주가 데이터가 없는 경우는 제거하였다.
 - (3) 공시일 기준 전후 5일 동안 주가에 영향을 미치는 다른 공시가 있었던 자료는 외생변수를 통제하기 위해 제거하였다.
 - (4) 공시일 기준 전후 5일 동안 제휴가 겹치는 공시자료를 제거하였다.

이와 같은 과정을 거친 후 최종 분석 자료는 245개로 압축되었으며, 전체 245건의 공시자료에 대한 주가 데이터는 연세주가 DB와 네이버증권(<http://stock.naver.com>) 정보를 참고하여 수집하였다.

상황요인 변수인 기업성향, 제휴목적, 제휴형태는 우선순위 및 7점 리커트 척도를 이용한 설

문을 통하여 93개 인터넷 기업을 대상으로 자료를 수집하였다. <표 2>는 각 요인별 변수항목의 구성개념 및 측정방법을 보여주고 있다. 즉, 제휴형태에서 마케팅제휴는 “제휴를 통한 공동마케팅, 프로모션을 진행하거나, 고객서비스 개선, 판매확대를 위한 형태”인 경우를 말하며, 기술제휴는 “제휴를 통한 R&D, 기술이전 및 라이선싱, 기술협력을 통한 공동제조를 위한 형태”로 분류하였다. 제휴목적은 크게 시장확대와 제품확대로 구분하여 각 항목 당 3개의 질문항목을 통해 리커트 7점 척도를 사용하여 측정하였다. 시장확대는 제휴를 통하여 시장점유율 확보, 시장의 선도적 위치 확보, 교섭력 증대를 위한 경우를 의미하며, 제품확대의 경우는 기술적 우월성 구축, 기술혁신, 기술의 활용성 증대에 대한 질문을 통해 측정하였다. 제휴 업체 성향은 시장

<표 2> 변수항목의 구성개념 및 측정방법

변수	구분	변수 내용	비고
제휴형태	마케팅제휴	제휴를 통하여 공동마케팅, 광고협력, 고객서비스 개선, 판매촉진, 인력교환을 위한 형태	설문을 통하여 우선순위 측정
	기술제휴	제휴를 통하여 R&D, 기술교환 및 라이선싱, 기술협력을 통한 공동제조를 위한 형태	
기업성향	시장지향성	기업 성향이 고객가치 창출, 고객서비스 강화, 경쟁업체 대응력 강화, 경쟁우위 확보에 대한 성향 정도를 4개 항목으로 측정	리커트 7점 척도
	기술지향성	기업 성향이 신기술 확보, 신기술 개발기간단축, 상품의 선도적 위치 확보, R&D투자 확대에 대한 성향의 정도를 4개 항목으로 측정	
제휴목적	시장확대	제휴를 통하여 시장점유율 확보, 시장 선도적 위치 확보, 거래 교섭력 증대를 확보하고자 하는 정도를 3개 항목으로 측정	리커트 7점 척도
	상품확대	제휴를 통하여 기술적 우월성 구축, 기술혁신, 기술활용성 증대를 확보하고자 하는 정도를 3개 항목으로 측정	
제휴업체 구분	온라인기업	인터넷을 통하여 제품이나 서비스를 직접 판매하거나 중계를 통한 수수료를 받는 순수 닷컴기업	Layer 3, 4
	오프라인기업	인터넷 기업-IP기반의 네트워크 인프라 서비스를 제공하거나 응용프로그램이나 컨설팅 서비스 제공하는 기업 전통기업 - Conventional Brick & Mortar Firm	Layer 1, 2 전통기업

지향형과 기술지향형으로 구분하여 각 항목 당 4개의 질문항목을 통해 리커트 7점 척도로 측정하였다. 시장지향형은 고객가치창출, 고객서비스강화, 경쟁업체 대응력 강화, 경쟁우위 확보에 관한 4개의 질문을 통해 측정하였으며, 기술지향형은 신기술확보, 신기술 개발기간단축, 상품의 선도적 위치확보, R&D 투자확대에 관하여 측정하였다.

최종 확보된 93개 인터넷 기업의 245건의 공시자료를 토대로 설문문을 의뢰하여 39개 기업의 총 45건의 설문문을 회수하였다. 이 중 설문자료로 적절하지 못한 5건을 제외하고 35개 기업의 40건의 설문문을 사용하였다. 설문방법은 각 업체의 제휴관련 부서에 전화 문의를 통하여 관련 담당자와 이메일과 팩스를 통하여 설문문을 진행하였다. 다음의 <표 3>은 전체 245건의 제휴공시자료에 대한 가설별로 분석에 사용된 최종자료를 나타내고 있다.

<표 3> 상황요인분석을 위한 공시분류

가설	변수	유형	분석에 사용된 공시개수
가설 1	인터넷 기업 제휴 공시	전체공시	245
가설 2	제휴형태(마케팅 vs 기술)	마케팅제휴	25
		기술제휴	15
가설 3	제휴형태 vs 제휴 목적	일치	21
		상이	19
가설 4	제휴형태 vs 목적 vs 성향	일치	14
		상이	26

4.3 척도의 신뢰성 검증

본 연구에서 사용된 변수 중 제휴목적, 기업성향에 대한 설문자료는 신뢰성 분석을 위하여 SPSS 10.0 통계패키지를 이용하였다. 본 연구에서 사용하는 측정도구의 신뢰성을 측정한 Cron-

bach's Alpha 계수는 다음의 <표 4>과 같다.

기업성향은 제휴 주관기업과 파트너 기업의 성향을 모두 고려하였으며, 단 파트너 기업의 성향에 대한 질문에 답하지 않은 경우는 신뢰성 검증 자료에서 제외되었다. 또한 제휴목적 가운데 신뢰성 계수 0.6이상을 확보하기 위하여 거래교섭력증대와 기술활용성증대 항목은 제거되고 시장확대 2항목과 제품확대 2항목만 분석에 사용되었다. 결과적으로 각 변수에 대한 신뢰성 계수로 모두 0.8을 상회하고 있으며, 이에 따라 제휴목적과 기업성향을 분류하였다.

<표 4> 기업성향과 제휴목적에 대한 신뢰도 계수

요인	항목	세부항목	Cronbach's alpha
기업성향	시장지향성	고객가치 창출	0.8981
		고객서비스 강화	
		경쟁업체 대응력 강화	
		경쟁우위 확보	
	기술지향성	신기술 확보	0.8786
		신기술 개발기간 단축	
		상품의 선도적 위치 확보	
		R&D 투자 확대	
제휴목적	시장확대	시장점유율 확보	0.8615
		시장 선도적 위치 확보	
	상품확대	기술적 우월성 구축	0.8950
		기술 혁신 이륙	

V. 분석결과

5.1 전체 제휴공시에 대한 분석(가설 1)

인터넷 기업의 전략적 제휴 공시에 대한 효과를 검증하기 위하여 1998년 10월부터 2002년 5월까지의 증권거래소와 코스닥 시장에 상장된

93개 인터넷 기업의 전체 245건의 공시를 표본으로 분석하였다. <표 5>는 인터넷 기업의 전략적 제휴 공시에 대한 245건의 표본에 대하여 공시전후 5일간 (-5, 5)의 비정상수익률(Abnormal Return)과 누적비정상수익률(Cumulative Abnormal Return)을 분석한 결과이다. 전체 245건의 제휴 공시에 대한 AR(비정상수익률), CAR(누적비정상 수익률)은 선행연구와 달리 부(-)의 값을 나타내고 있다.

AR(비정상 수익률)의 경우 미미하지만 공시 당일과 공시 후 4일과 5일에 정(+)의 값을 나타내고 있으나, CAR(누적비정상수익률)의 경우는 공시전후 5일의 전 구간에 걸쳐 부(-)의 값을 나타내고 있다. 유의성 검증을 위하여 각 거래일에 대한 one sample t-test를 실시하였으며, AR(비정상 수익률)의 경우 공시 전 (-2)일과 공시 후 (+3)일, (+5)일에 유의수준 10%에서 유의하게 나타났으며, CAR(누적비정상수익률)은 (-2)일째 유의수준 5%에서 유의한 -0.01659의 CAR값을 나타내고 있으며, (-1)일과 (+3)일에도 유의수준 10%에서의 유의한 값을 나타내고 있다.

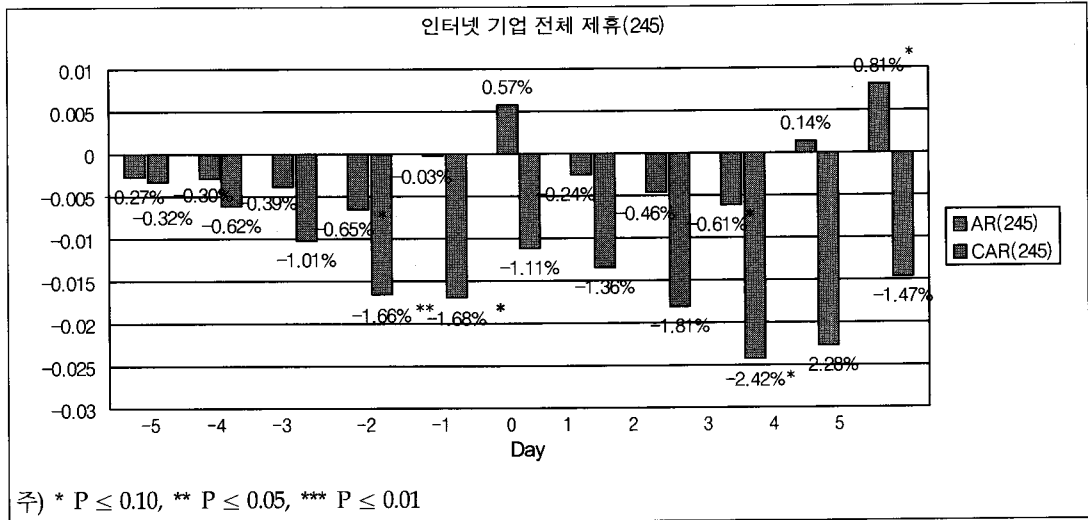
<그림 2>에서 막대그래프는 모두 245개의 사건(제휴공시)에 대한 AR(빗금친 막대), CAR를 나타내는 것이며, 유의수준에 대한 값은 AR과 CAR에 대하여 *표를 표시하여 나타내었다.

<그림 2>를 통해 볼 때 (가설 1)은 기각되며, 인터넷 기업의 전략적 제휴에 기인하는 비정상수익(AR)은 오히려 부(-)의 영향을 나타내고 있으며, 공시일 (0일)에는 비정상수익률이 정(+)의 값을 나타내어 다소 감소하는 수준이 줄어들었으나, 유의성 검증결과 통계적으로 유의하지 못하였다. 국내 선행연구 중 이호근 외[2001]의 연구는 오프라인 기업의 온라인 사업 진출 효과에 대한 분석결과 CAR값이 4.74% 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 전략적 제휴, 사업확장 및 투자에 관한 공시효과는 긍정적인 것으로 나타났지만 통계적으로 유의한 수준은 아니었다. 이에 반해 본 연구는 대부분 온라인 기업이 오프라인 기업 및 온라인 기업과의 제휴에 따른 공시자료로 그 효과에 있어서 부(-)의 영향을 미치고 있다. 따라서 이는 선행연구와 효과의 방향

<표 5> 인터넷 기업 전체 공시에 대한 AR과 CAR t-test 분석표

거래일	표본수	AR	t-value(AR)	CAR	t-value(CAR)
-5	245	-0.002745293	-0.809	-0.00322282	-0.955
-4	245	-0.002976167	-0.818	-0.006198987	-1.240
-3	245	-0.003922222	-1.177	-0.010121209	-1.577
-2	245	-0.116468308	-1.951*	-0.016589517	-2.008**
-1	245	-0.000250061	-0.090	-0.016839578	-1.704*
0	245	0.005734026	1.557	-0.011105552	-0.956
1	245	-0.002446139	-0.907	-0.013551692	-1.187
2	245	-0.004559505	-1.080	-0.018111197	-1.349
3	245	-0.006101286	-1.87*	-0.024212483	-1.651*
4	245	0.001439338	0.419	-0.022773145	-1.463
5	245	0.008116221	2.234**	-0.014656924	-0.942

주) * P ≤ 0.10, ** P ≤ 0.05, *** P ≤ 0.01



<그림 2> 인터넷 기업 전체 제휴 공시효과

(긍정적 vs 부정적)면에서 차이점으로 보이고는 있지만 통계적으로 유의한 수준은 아닌 것으로 나타났으며, 인터넷 기업의 제휴 공시는 주식시장에서 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 없다는 것을 의미한다.

5.2 제휴형태에 따른 차이분석(가설 2)

“인터넷 기업의 전략적 제휴에 기인하는 비정상수익(AR)은 제휴형태에 따라 상이할 것이다”라는 (가설 2)를 검증하기 위해 설문을 통해 수

<표 6> 마케팅 제휴 vs 기술 제휴에 따른 AR과 CAR t-test 분석표

거래일	표본 수 (마케팅제휴)	AR	t-value (AR)	CAR	t-value (AR)	표본 수 (기술제휴)	AR	t-value (AR)	CAR	t-value (AR)
-5	25	-0.000011	-0.001	-0.000011	-0.001	15	-0.009541	-0.716	-0.009541	-0.716
-4	25	-0.014806	1.171	0.014795	0.838	15	-0.020329	-1.734	-0.029870	-1.857*
-3	25	-0.005369	-0.444	0.009426	0.473	15	-0.004490	-0.343	-0.034360	-1.692
-2	25	-0.016205	1.441	0.25631	0.952	15	-0.005163	-0.528	-0.039523	-1.521
-1	25	-0.013179	1.124	0.038810	1.085	15	-0.000674	-0.051	-0.040197	-1.222
0	25	-0.021463	1.907*	0.060272	1.504	15	-0.011913	1.231	-0.028283	-0.744
1	25	-0.013199	-1.107	0.047073	1.110	15	-0.001349	-0.128	-0.029633	-0.765
2	25	-0.011262	-0.944	0.035811	0.889	15	-0.003675	-0.435	-0.033308	-0.796
3	25	-0.001321	-0.106	0.034491	0.872	15	-0.006825	-0.566	-0.040132	-0.880
4	25	-0.027531	1.626	0.062022	1.351	15	-0.005683	-0.422	-0.045816	-0.817
5	25	-0.004623	0.386	0.066644	1.428	15	-0.016924	0.953	-0.028891	-0.450

주) * $P \leq 0.10$, ** $P \leq 0.05$, *** $P \leq 0.01$

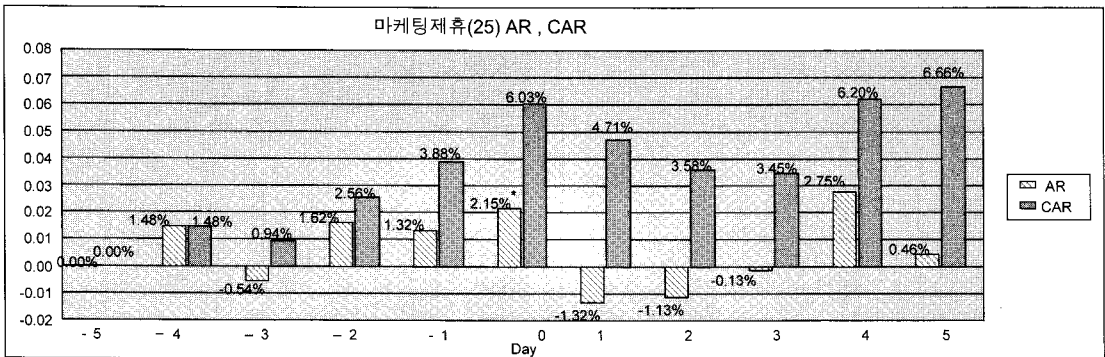
집한 총 40개 표본 중 마케팅제휴(25)와 기술제휴(15)의 비정상수익률(AR)과 CAR(누적비정상수익률)의 차이를 비교해 보았다.

<표 6>는 인터넷 기업의 전략적 제휴 공시에 대한 제휴형태별 공시 전후 5일간 (-5, 5)의 비정상수익률(Abnormal Return)과 누적비정상수익률(Cumulative Abnormal Return)을 분석한 결과로써, 전체 40건의 제휴 공시에 대한 비정상수익률과 누적비정상 수익률은 제휴형태에 따라 상이한 영향을 받고 있는 것으로 나타났다.

마케팅제휴 공시는 공시 전 4일부터 공시 당일까지 비정상 수익률이 정(+)의 값을 나타내며, 공시 후 1일과 2일에 다소 감소하다 공시 3일부

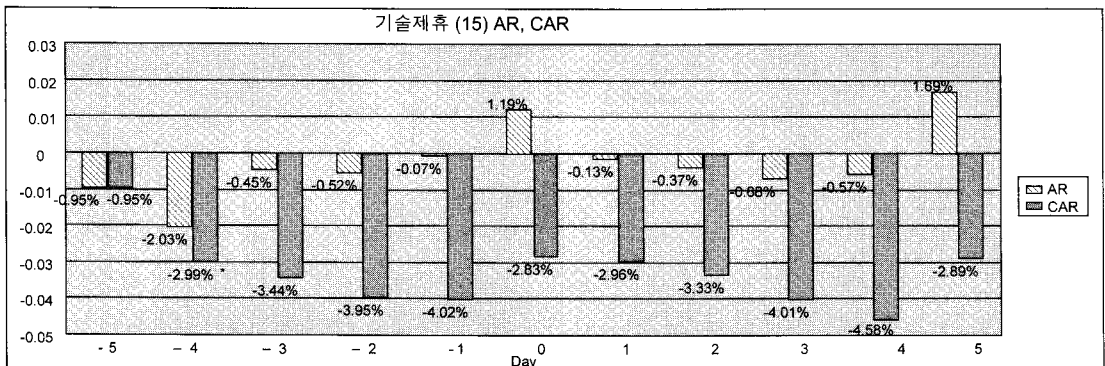
터 다시 정(+)의 값을 나타내고 있다. 기술제휴의 경우는 전 구간에 음의 값은 나타내며 공시 당일에는 다소 AR(비정상 수익률)이 정(+)의 영향을 주나 통계적으로 유의하지 못하였다. <그림 3>에서는 마케팅제휴 경우 CAR 값은 정(+)의 값을 유지하고 있다는 것을 나타내 주고 있는 반면, <그림 4>에서는 기술제휴 경우 CAR 값은 부(-)의 값을 나타내는 것을 보여주고 있다.

<표 7>과 <그림 5>는 마케팅제휴와 기술제휴의 차이분석에 대한 AR과 CAR에 대한 결과로써 공시전후 5일 전반적으로 정(+)의 CAR 값을 유지하고 있는 것을 보여주고 있다. AR(비정상 수익률)의 경우 공시 전 4일($p < .05$)과 공시 후 4



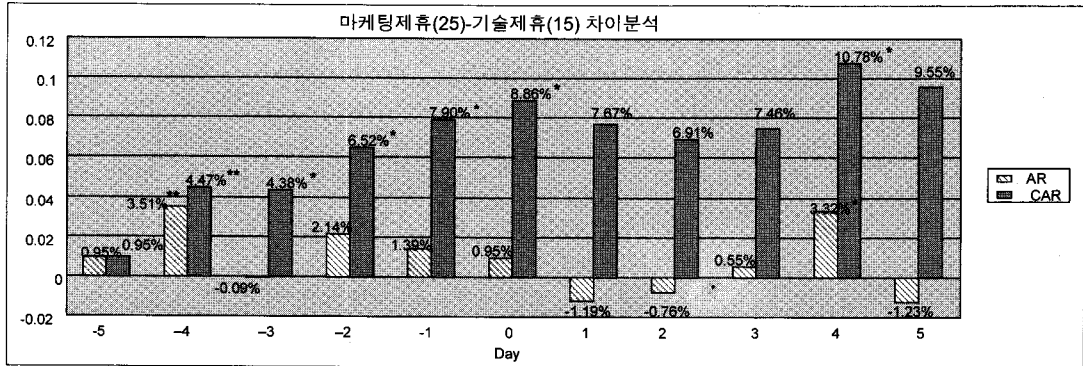
주) * $P \leq 0.10$, ** $P \leq 0.05$, *** $P \leq 0.01$

<그림 3> 인터넷 기업의 마케팅 제휴에 대한 AR과 CAR



주) * $P \leq 0.10$, ** $P \leq 0.05$, *** $P \leq 0.01$

<그림 4> 인터넷 기업의 기술 제휴에 대한 AR과 CAR



주) * $P \leq 0.10$, ** $P \leq 0.05$, *** $P \leq 0.01$

<그림 5> 제휴형태에 따른 마케팅제휴와 기술제휴 차이분석(AR과 CAR)

일($p < .10$) 수준에서의 유의한 차이를 나타내고 있으며, CAR(누적비정상수익률)의 경우 공시 전 4일부터 공시(0)당일까지와 공시 후 4일에 $p < .10$ 수준에서 유의한 차이를 나타내고 있다.

<표 7> 제휴형태에 따른 차이분석 AR과 CAR t-test 분석표

거래일	표본수	AR	t-value (AR)	CAR	t-value (AR)
-5	40	0.009529	0.547	0.009529	0.547
-4	40	0.35135	1.877**	0.044665	1.716**
-3	40	-0.000879	-0.147	0.043786	1.449*
-2	40	0.021368	1.302	0.065154	1.619*
-1	40	0.013852	0.758	0.079006	1.495*
0	40	0.009549	0.583	0.088556	1.485*
1	40	-0.011850	-0.679	0.076706	1.226
2	40	-0.007587	-0.452	0.069119	1.126
3	40	0.005504	0.296	0.074623	1.201
4	40	0.033214	1.534*	0.107837	1.467
5	40	-0.012302	-0.595	0.095535	1.224*

주) * $P \leq 0.10$, ** $P \leq 0.05$, *** $P \leq 0.01$

따라서 제휴형태에 따른 차이분석 결과 인터넷 기업의 제휴공시는 마케팅제휴가 기술제휴에 비해서 공시 전 4일부터 공시당일에 유의한 차

이가 발생하였으며, 오프라인 기업을 분석한 선행연구4)와 달리 마케팅 제휴가 기술제휴 보다 더 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

이러한 결과는 인터넷 기업의 특성상 투자자들은 마케팅 제휴의 필요성을 중요하게 인식하고 있으며, 기술 개발의 불확실성과 장기 투자보다는 마케팅의 단기간 효과에 더 비중을 두고 있다는 측면에서 더 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있다. 또한, 2001년 [경영과컴퓨터]에서 조사한 설문자료에 의하면 국내 벤처 기업 종사자들은 마케팅 부문에 대해 가장 시급한 해결과제로 들고 있으며, 이는 온라인 기업이 직면한 수익부재 문제 해결을 위해 마케팅 업무에 대한 중요성을 나타낸다고 할 수 있다.

5.3 제휴목적과 제휴형태에 대한 분석 (가설 3)

“인터넷 기업의 제휴 공시에 기인하는 비정상수익(Abnormal Return)은 제휴목적과 제휴형태가 일치하는 경우가 상이한 경우 보다 높게 나타날 것이다”라는 (가설 3) 검증결과는 다음

4) Das, et al.(1998)의 연구에서는 오프라인 기업의 경우 기술제휴가 더 긍정적인 것으로 나타났다.

과 같다.

제휴목적과 형태가 일치하는 경우로는 시장 확대의 목적을 가지고 있는 경우에 마케팅제휴의 형태를 취하거나, 제품확대의 목적을 가지고 기술제휴를 맺은 경우를 일치하는 것으로 보았다. 제휴목적과 형태가 일치하는 21개의 자료와 상이한 19개 자료에 대한 차이를 분석한 결과가 <표 8>에 나타나 있다. 비정상수익률(AR)은 공

<표 8> 형태 vs 목적 일치(21)-상이(19) 차이 분석 AR과 CAR t-test

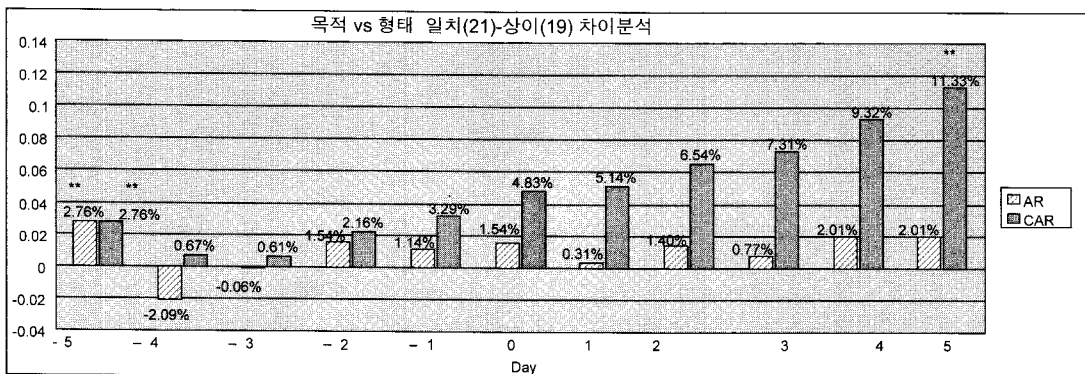
거래일	표본수	AR	t-value (AR)	CAR	t-value (CAR)
-5	40	0.027644	1.745**	0.027644	1.745**
-4	40	-0.020919	-1.120	0.006725	0.257
-3	40	-0.000580	-0.032	0.006145	0.204
-2	40	0.015412	0.986	0.021557	0.537
-1	40	0.011352	0.640	0.032910	0.628
0	40	0.015423	0.979	0.048332	0.820
1	40	0.003078	0.181	0.051410	0.839
2	40	0.014023	0.868	0.065433	1.099
3	40	0.007653	0.425	0.073086	1.214
4	40	0.020097	0.841	0.093183	1.300
5	40	0.020113	1.012	0.113296	1.552**

주) * $P \leq 0.10$, ** $P \leq 0.05$, *** $P \leq 0.01$

시 전 4일을 제외한 전 구간에서 정(+)의 값을 나타내고 있으며, 공시 전 5일에 .05수준의 유의한 값을 나타내고 있다. 누적비정상수익률(CAR)은 전 구간에 걸쳐 정(+)의 값을 나타내지만 유의성 검증결과 공시 전 5일과 공시 후 5일에서만 유의하게 나타났다. <그림 6>에서 보는 바와 같이 제휴목적과 제휴형태가 일치하는 경우와 상이한 경우의 차이분석 결과 일치하는 경우가 더 긍정적인 비정상수익률을 나타낸다는 것을 알 수 있었다. 하지만, 자료의 표준편차가 크게 나타나 통계적으로 유의하지 못하였다. 따라서 (가설 3)은 기각되고 향후 표본수를 보다 크게 하여 연구할 필요성이 있다고 보여 진다.

5.4 제휴업체 성향, 제휴목적 및 제휴형태에 대한 분석(가설 4)

(가설 4)를 검증하기 위하여 기업성향이 시장 지향적이며 제휴목적이 시장확대인 경우 마케팅제휴를 맺을 경우와, 기술지향적인 성향을 가지면서 제휴목적이 상품확대인 경우 기술제휴를 맺는 경우를 모두 일치하는 경우로 보았으며, 그 이외의 경우는 상이한 것으로 보았다. 따라서 일치하는 14개의 자료와 상이한 경우의 26개 자료를 통해 두 그룹의 평균을 비교하였다. T-test



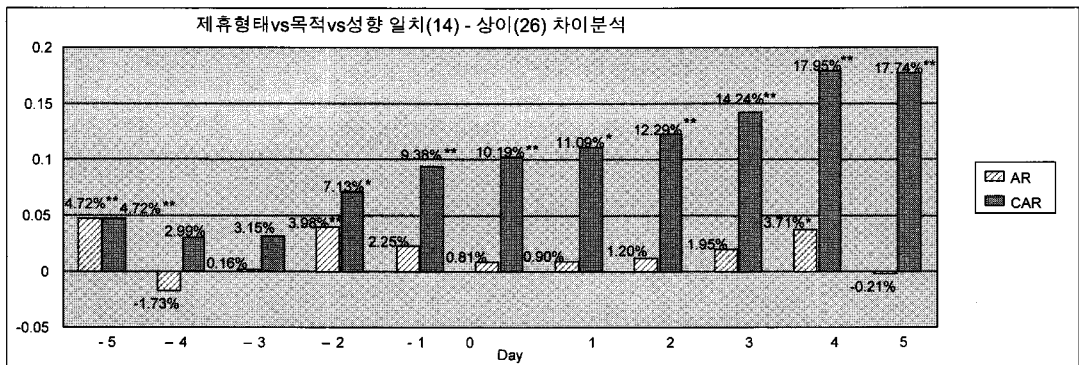
주) * $P \leq 0.10$, ** $P \leq 0.05$, *** $P \leq 0.01$

<그림 6> 형태 vs 목적 일치(21)-상이(19) 차이분석 AR과 CAR

<표 9> 형태 vs 목적 vs 성향 일치(14)-상이(26) 차이분석 AR과 CAR t-test

거래일	표본수	AR	t-value (AR)	CAR	t-value (CAR)
-5	40	0.030999	2.444**	0.030999	2.444**
-4	40	-0.009036	-0.879	0.021963	1.014
-3	40	0.004341	0.087	0.026303	0.920
-2	40	0.037758	2.136**	0.064061	1.473*
-1	40	0.014643	1.226	0.078703	1.768**
0	40	-0.020552	0.489	0.058151	1.698**
1	40	0.034391	0.504	0.092542	1.782*
2	40	-0.008505	0.708	0.084038	1.736**
3	40	0.016095	1.045	0.100132	2.040**
4	40	0.029442	1.512*	0.129574	2.153**
5	40	-0.015086	-0.099	0.114489	1.988**

주) * $P \leq 0.10$, ** $P \leq 0.05$, *** $P \leq 0.01$



주) * $P \leq 0.10$, ** $P \leq 0.05$, *** $P \leq 0.01$

<그림 7> 형태 vs 목적 vs 성향 일치(14)- 상이(26) 차이분석 AR과 CAR

분석결과 <표 9>에 나타나 있듯이 비정상수익률은 공시 전 5일과 2일 그리고 공시 후 4일에 .05수준의 유의한 정(+)의 값을 나타내고 있으며, <그림 7>의 분석 결과 기업성향과 목적이 형태를 결정하는 경우가 그렇지 못한 경우에 비해 CAR값이 정(+)의 차이를 나타내는 것을 볼 수 있다. 공시 전 4일과 3일을 제외한 모든 구간에서 $p < 0.1$ 수준의 유의한 차이를 나타내고 있으며, 이는 (가설 4)을 채택하게 한다.

즉, 인터넷 기업의 전략적 제휴에 대한 공시는 제휴업체의 성향과 제휴목적이 적합한 제휴 형태를 결정하는 경우가 그렇지 않은 경우 보다 더 긍정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다. (가설 1)의 전체공시에 대한 결과가 음(-)의 영향을 미치는 것을 고려할 때 많은 인터넷 기업들은 그들의 기업성향과 제휴목적에 따라 적합한 제휴형태를 결정하지 못하고 있다고 유추해 볼 수 있겠다.

VI. 결 론

본 연구는 인터넷 기업의 전략적 제휴에 대한 공시가 기업의 가치에 미치는 영향을 사건연구 방법을 적용하여 분석하였다. 이러한 연구 분석을 통한 검증 결과는 다음과 같다.

첫째, 전체 제휴공시 245건의 분석결과 인터넷 기업의 제휴공시에 대하여 주식시장은 부(-)의 비정상수익률을 나타내고 있다. 공시 당일 미미한 정(+)의 영향을 미치지만 공시 후 또 다시 부(-)의 반응을 보이고 있으며 이는 주식시장에서 인터넷 기업의 제휴에 대하여 긍정적인 영향을 미친다고 보기 어렵다.

둘째, 제휴형태를 마케팅 제휴와 기술 제휴로 분류하여 분석한 결과 예상과 달리 마케팅 제휴가 기술제휴에 비해 더 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 초기 인터넷 기업들이 시장에 진출할 때 기술력을 확보한 상태로 사업을 시작하며, 인터넷 기업의 특성상 온라인 기업의 경우 초기 마케팅 비용으로 많은 투자가 진행되고 있는 것으로 미루어 볼 때 마케팅 제휴에 대하여 주식시장은 더 긍정적인 반응을 하는 것으로 이해 할 수 있다.

셋째, 본 연구의 가장 의미 있는 발견은 제휴 주관 업체의 기업성향과 제휴목적에 적합한 제휴형태를 선택하는 경우 그렇지 않은 경우에 비해 시장에서 더 긍정적인 평가를 받는다는 것이다. 즉, 기업성향이 시장지향적이면서 시장확대의 목적을 가지고 있는 경우 마케팅제휴를 체결하는 경우와 기술지향적이면서 제품확대의 목적을 가지고 기술제휴를 체결하는 것이 그렇지 않은 경우보다 기업의 시장가치에 더 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 이러한 결과는 사건연구 방법의 단점인 해석의 한계를 극복한 의미 있는 결과이며, 현업의 실무자들은 실제 제휴협력을 진행할 때 기업의 성향과 제휴목적에 따라 적절한 제휴형태를 결정해야 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 인식할 필요가 있다는

것을 보여주고 있다.

따라서 본 연구의 결과를 요약하면, 국내 인터넷 기업의 전략적 제휴는 오프라인 기업을 대상으로 분석하였던 선행연구와 달리 부(-)의 비정상 수익률을 나타내고 있다. 이는 대부분의 인터넷 기업은 전략적 제휴를 진행하면서 자사의 성향과 목적에 적합한 제휴형태를 결정하지 못하고 있는 것으로 인식할 수 있으며, 상대적으로 기업 성향과 목적에 적합한 전략적 제휴 형태를 결정하는 것이 필요하다는 것을 본 논문에서 실증적으로 보여주고 있다. 따라서 본 연구는 인터넷 기업의 전략적 제휴에 대한 주식시장의 반응을 통해 상황요인적 변수를 적용하여 실무 기업 경영자에게 제휴 체결시 파트너 선정 및 제휴 분야를 기업 특성에 맞게 선택할 수 있는 근거를 제공하였다는데 시사하는 바가 크다고 하겠다.

그러나 사건연구방법을 통한 분석에서 나타나는 제한요소와 자료수집의 제한은 본 연구에서도 한계점으로 나타나고 있다. 첫째, 종속변수인 누적초과수익률(CAR)에 영향을 미치는 외생변수의 통제에 한계가 있었다. 표본 수집에서 사건기간(공시 전후 5일)동안 제휴공시 이외의 주가에 영향을 미치는 공시가 발생했을 경우 표본에서 제외하였다. 하지만 시장모형에서 사용하는 베타 값 추정시 -45일에서 -5일을 사용할 때 이 기간 동안에 발생하는 외생변수의 통제에는 한계가 있었다. 둘째, 표본의 문제로 분석에 사용된 표본 중 설문문을 통한 자료는 40개로 각 변수에 따른 구분 시 표본 수의 부족으로 인하여 연구가 제한적이었다. 국내 경영환경의 특이성과 자사의 이익보호 차원에서 제휴관련 설문조사를 기피하는 경향이 있었으며, 전략적 제휴에 대한 의사결정 권한이 제한적이기 때문에 관련 담당자와 설문을 진행하기에 어려움이 있었다. 따라서 표본부족으로 인하여 상황요인 변수에 대한 결과를 해석하는데 주의가 필요하다고 판단된다.

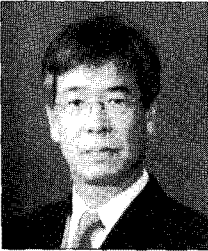
〈참 고 문 헌〉

- [1] 경영과컴퓨터, "전문가 100인이 말하는 벤처 위기 해법," 2001(1월호).
- [2] 김원기, "전략적 제휴가 기업가치에 미치는 영향," 한국증권학회 발표논문집, 1998.
- [3] 노형봉, 서윤주, 정주훈, "국내기업간 전략적 제휴의 핵심성공요인에 관한 연구: 상호호혜적 조정전략을 중심으로," *경영학연구*, 30(1), 2001, pp. 75-108.
- [4] 박종훈, 김광수, "전략적 제휴와 기업 생산성간의 관계," *경영학연구*, 31(1), 2002, pp. 165-189.
- [5] 이호근, 조동환, 전지현, "e-business가 기업의 시장가치에 미치는 영향에 대한 분석," *경영정보학연구*, 11(3), 2001, pp. 185-208.
- [6] 조명현, 오대혁, "국제 전략적 제휴가 한국 기업가치에 미치는 영향," 동계학술발표논문집, *한국경영학회*, 1999, pp. 277-297.
- [7] 차태훈, 정지범, "전략적 제휴의 선택: 영향요인, 그리고 기대성과," 한국경영학회 동계 학술 연구 발표회, 2002, pp. 611-630.
- [8] 竹田, "International Business Alliances," *日本經濟新聞*, 1992.
- [9] Aaker, D.A., *Strategic Market Management*(4th ed.), New York: Wiley, 1995.
- [10] Anand, B. and T. Khanna, "On the market valuation of inter-firm agreements: Evidence from computers and telecommunications, 1990~1993," working paper: Harvard Business School : 1997.
- [11] Baum, J.A.C., Calabrese, T. and Silverman, B.S., "Don't go it alone: alliance network composition and startups' performance in Canadian biotechnology," *Strategic Management Journal*, 21(3), 2000, pp. 267-294.
- [12] Brouthers, K.D., Brouthers, L.E. & Wikinson, T.J., "Strategic alliances: Choose issues in organizational combinations," *Academy of Management Review*, 28(3), 1995, pp. 18-25.
- [13] Brown, E., "Big Business Meets the e-World," www.fortune.com/fortune/1999/11/08/eco.
- [14] Chan, S.H., Kensinger, J.W., Kewon, A.J. and Martin, J.D., "Do strategic alliance create value?," *Journal of Financial Economics*, 46, 1997, pp. 199-221.
- [15] Das, S., Sen, P.K and Sengupta, S., "Impact of Strategic Alliances on firm valuation," *Academy of Management Journal*, 41(1), 1998, pp. 27-41.
- [16] Dos Santos, B.L., Peffers, K. and Mauer, D.C., "The impact of information technology investment announcements on the market value of the firm," *Information Systems Research*, 4(1), 1993, pp. 1-23.
- [17] Dyer, J.H., "Specialized supplier networks as a source of competitive advantage: Evidence from the auto industry," *Strategic Management Journal*, 17(4), 1996, pp. 271-291.
- [18] Fama, F. and Jensen R., "The adjustment of stock prices to new information," *International Economic Review*, 10(1), 1969, pp. 1-21.
- [19] Gulati, R., "Alliance and Networks," *Strategic Management Journal*, 19(4), 1998, pp. 293-317.
- [20] Gulati, R. and Garino, J., "Get the Right Mix of bricks & clicks," *Harvard Business Review*, 76(4), 1998, pp. 78-92.

- ness Review, May-June, 2000, pp. 107-114.
- [21] Hagedoorn, J., "Understanding the rationale of strategic technology partnering: interorganizational modes of cooperation and sectoral difference," *Strategic Management Journal*, 14, 1993, pp. 371-385.
- [22] Hoffmann, W. and Schlosser, R., "Success factors of strategic alliances in small and medium-sized enterprises," *Long Range Planning*, 34, 2001, pp. 357-381.
- [23] Inkpen, A.C. and Beamish, P.W., "Knowledge, Bargaining power, and the instability of international joint ventures," *Academy of Management Review*, 22(1), 1997, pp. 177-202.
- [24] Jensen, M. and Meckling, W., "Specific and general knowledge and organizational structure," oxford: Blackwell Publishers, 1991.
- [25] Kanter, R.M., "Collaborative Advantage: The Art of Alliances," *Harvard Business Review*, Jul.-Aug. 1994, pp. 96-108.
- [26] Kaplan, S. and Sawhney, M., "E-hubs: The New B2B Marketplaces," *Harvard Business Review*, May-June, 2000, pp. 97-103.
- [27] Koh, J. and Venkatraman, N., "Joint Venture formations and stock market reactions: An assessment in the information technology sector" *Academy of management Journal*, 34(4), 1991, pp. 869-892.
- [28] Lane, V. & Jacobson, "Stock market reactions to brand extension announcements: The effects of brand attitude and familiarity," *Journal of Marketing*, 59(1), 1995, pp. 63-77.
- [29] Lorange, P. and Roos. J., "Strategic Alliances: Formation, Implementation and Evolution, Basil Blackwell," Oxford, 1992.
- [30] Mackinlay, C.A., "Event studies in Economics and Finance," *Journal of Economics Literature*, 35, 1997, pp. 13-39.
- [31] MCWilliams, A. and Siegal, D., "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues," *Academy of Management Journal*, 40(3), 1997, pp. 626-657.
- [32] Narver, J. and Slater, S., "The effect of a market orientation on business profitability," *Journal of marketing*, October 1990, pp. 20-35.
- [33] Neill, J.D., Pfeiffer, G.M. and Young-Ybarra, C., "Technology R&D alliances and firm value," *Journal of High Technology Management Research*, 12, 2001, pp. 227-237.
- [34] Park, J. and Kim, K., "International alliance formation and stock market responses: Industry globalization as an environmental contingency," *Journal of International Management*, 5, 1999, pp. 267-284.
- [35] Subramani, M. and Walden, E., "The DOT COM Effect: The Impact of E-Commerce announcements on the market value of firms," *Proceedings of International Conference on Information Systems*, 1999, pp. 193-207.
- [36] Szakonoyi, R., "Don't concentrate on traditional R&D management," *Research Technology Management*, 29, September/October 1986, pp. 6-7.
- [37] Tushman, M. and Anderson, P., "Technological discontinuities and organizat-

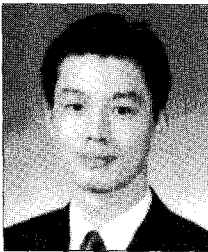
- ional environments," *Administrative Science Quarterly*, 31, September 1986, pp. 439-465.
- [38] Van de Ven, A., "Central problems in the management of innovation," *Management Science*, 32(5), 1986, pp. 590-608.
- [39] Werbach, K., "Syndication: The Emerging Model for Business in the Internet Era," *Harvard Business Review*, May-June. 2000, pp. 87-93.
- [40] Yan, A. and Zeng, M., "International Joint Venture Instability: A Critique of Previous Research, A Reconceptualization, and Directions for Future Research," *Journal of International Business Studies*, 30(2), 1999, pp. 397-414.

◆ 저자소개 ◆



이선로 (Lee, Sunro)

Rensselaer Polytechnic Institute(RPI)에서 경영정보학 박사학위를 취득하고 홍콩과학기술대학에서 조교수로 재직한 바 있으며 현재 연세대학교 경영정보학과 책임교수로 재직하고 있다. 주요 연구분야는 웹 디자인 방법론 개발 및 평가, 정보시스템 통합, 시스템 개발 생산성 측정, 정보자원관리 등에 있으며 관련 논문을 국내외 주요 학술지에 발표해 오고 있다.



김문주 (Kim, Moon-joo)

연세대학교에서 경영정보학 석사 학위를 받고, 현재 POSDATA(주) TSS팀에서 근무중이며, 주요 관심분야로는 기업간 전략적 제휴, 인터넷 비즈니스 모델 및 마케팅 전략, 정보기술수용이론 등이다.

◆ 이 논문은 2003년 1월 14일 접수하여 1차 수정을 거쳐 2003년 8월 8일 게재 확정되었습니다.