財務管理硏究 第十四卷 第二號(1997. 10), 181~203

기업의 합작투자 결정이 株價에 미치는 영향에 관한 연구

閔 在 薰*

<요 약>

본 논문은 미국 다국적 기업의 해외 합작투자 발표가 개별 기업의 주식 가격에 미치는 영향에 관하여 분석하였다. 본 연구에서는 개별 기업의 경영능력 및 대리인 비용의 존재 여부에 따라 기업의 투자의사 결정시 증권시장이 차별적으로 반응한다는 점을 가설화하였으며 이를 실증연구를 통하여 입증하였다. 평균적으로 해외 합작투자 발표 당일에 주가 상승으로 인한 평균초과수익율은 0.4%로 기업 인수·합병에서 인수 기업이 실현하는 수익률에 상응하는 수준이었다. 본 논문의 실증연구 결과는 Jensen(1986)이 제시한 "사내잉여자금-과잉투자"(Free Cash Flow - Overinvestment)가설과 대체로 일치하고 있다. 즉, 기업의 관리능력이 뛰어나고 사내에 축적된 잉여자금의 양이 적은 경우 해외 합작투자 결정은 증권시장의 호의적인 반응을 받은 반면 경영이 부진하고 사내에 유보된 잉여자금의 양이 많은 기업의 경우 투자자의 관심을 끌지 못하였음을 알 수 있다.

Ⅰ. 서 론

개별 기업의 투자의사 결정에 관해서 많은 실증적 연구가 이루어진 바 있는데, 이러한 연구들은 주로 새로운 설비투자나 혹은 기업 인수·합병에 관하여 다루고 있다. McConnell과 Muscarella(1985)는 기업의 투자의사 결정이 기업의 가치 또는 주주의 富에 미치는 영향에 관하여 보고한 바 있다. 그들은 기업의 자본 투자 결정의 발표 時에 주식 가격이 상승하였음을 발견하였는데, 이의 원인은 경영자들이 새로운 성장 기회를 탐색하고 이용함으로써 기업의 가치를 극대화시키려고 노력하였기 때문이라고 해석하였다. 그러나 Jensen과 Meckling(1976)과 Jensen(1986, 1988)이 보고한 바에

* 서원대학교 금융보험학과 전임강사

** 본 논문은 1997년 3월 20-22일 기간 동안 미조리州 캔자스市에서 열린 제 46차 미 중서부 재무학회의 국제 자본 수익률(International Equity Returns)토론 부문에서 발표된 논문이다.

*** 본 논문을 위해서 유익한 논평을 해주신 익명의 심사위원들에게 감사드립니다.

따르면 경영자와 기업의 소유주인 株主 사이에서는 상호 간의 이해 관계의 차이에 따른 대리인 비용(Agency Cost)이 발생할 수 있으며, 기업 경영의 수탁자인 경영자는 때로는 경영의 위탁자인 株主의 이익을 극대화하려고 노력하기보다는 자신의 개인적인 목적을 추구하는 경향도 있다는 사실을 밝혀 냈다. 특히 그들의 연구에서는 이러한 대리인 비용이 기업 성장의 라이프 사이클(Life Cycle)상 성숙기에 들어서면서 사내에 축적된 잉여자금(Free Cash Flow)이 과다한 반면, 성장 가능성이 없는 경우에는 경영자들의 과다 투자(Overinvestment)로 인한 기업자산의 낭비 및 이에 따른 株主 이익의 침해의 형태로 극명하게 나타날 수 있다고 보았다.

기업이 국내 투자에 비해 해외 투자를 통해 초과수익(Excess Return)을 달성할 수 있다는 사실은 많은 논문에서 입증된 바 있다. Mikhail과 Shawky(1979)에서는 다국적 기업이 해외 투자로부터 평균시장이윤을 초과하는 수익을 얻을 수 있다고 기록한 바 있다. Errunza와 Senbet(1981, 1984) 역시 국제자본시장을 통한 자금 조달과 관련된 상대적인 비용의 효율성으로 인해 해외투자 참여 정도와 기업의 시장 가치 상승은 체계적으로 正의 관계에 있다고 주장하였다. 또한 Fatemi(1984)는 기업의 多國籍化로 인한 영업의 분산(Diversification)이 기업의 株價 상승을 가져온다고 주장하였다. Caves(1971)는 그의 저명한 논문에서 다국적 기업은 보통 기술 개발이나 마케팅에서 특화된 능력을 가지고 있으며 이 능력으로 差別化된 제품을 생산 판매함으로써 그들 자신의 사업상의 이득을 창출한다고 밝혔다. 같은 맥락에서 Morck과 Yeung(1991, 1992)은 해외 직접 투자의 內部化(Internalization)이론을 제시하면서 국제분산투자라는 것은 기술적인 노하우나 특별한 마케팅 능력과도 같은 중요한 무형자산(Intangibles)이 없는 한, 그 자체로는 별다른 가치가 없다고 주장하였다. 다시 말해, 무형자산의 존재가 해외 직접 투자를 정당화시키는데 있어서 필수적이라는 주장이다.

Doukas와 Travlos(1988)의 긍정적인 다국적 영업망 가설(Positive Multinational Network Hypothesis)에 의하면, 미국 다국적 기업이 새로운 산업이나 新市場으로 그들의 영업망을 확대해 나가면 주주들의 국제적 분산투자 욕구를 대신 충족시켜 줌으로써 결과적으로 주주에게 이익을 줄 수 있다고 주장한다. Doukas(1995)는 Jensen(1986)의 "과잉투자 가설"을 미국 기업의 해외 인수·합병 활동에 적용시켰는데, Tobin q 비율로 대표되는 기업의 관리능력이 경영자의 투자의사 결정에 대한 외부 투자가의 인식에 많은 영향을 미친다고 주장하였다. 또한 미국 다국적 기업이 새로운 시장으로 처음 진출하였을 경우 이미 기존의 영업 시설이 존재하는 지역에 진출하였을 경우보다 주식 가격이 더욱 상승하였음을 발견함으로써 그의 다국적 영업망 가설을 뒷받침하였다.

기업간 인수·합병으로 인한 주주의 富의 변화에 관하여 많은 연구가 이루어진데 반하여 기업간 합작투자의 발표가 해당 기업의 가치에 어떤 영향을 미치는지에 대한 연구는 미미한 실정이다. 기업간의 합작투자는 기업간 인수·합병과는 달리 기업의 경영권이 합작투자 이후에도 바뀌지 않는 데에 커다란 차이점이 있다. McConnell과 Nantell(1985)은 1972년부터 1979년까지의 미국 국내 기업간의 합작투자에 대하여 조사한 바 있는데, 그들의 연구에 따르면 시너지 효과(Synergies)에 대한 투자가들의 기대감으로 株價가 상승하였다고 기록하였다. 이에 反하여 Chung, Koford와 Lee(1993)는 1969년부터 1989년까지 20년 동안에 발생하였던 230건의 미국 기업의 해외 합작투자에 대하여 조사하였는데 이들의 연구에서는 합작투자 발표 時에 株價는 하락하였다고 기록하고 있다. 그들은 그 원인으로 Roll(1986)의 Hubris 가설을 인용하여 기업의 경영자가 해외투자에 대한 과다한 기대감과 자신들의 경영 능력을 과신한 나머지 해외투자에 수반되는 리스크 측면을 과소 평가해, 결과적으로 기업의 주인인 주주의 이익을 침해하였다고 주장하였다. 그러나 1980년 후반과 1990년 전반에 걸쳐 일어난 독일 통일과 구 소련 연방의 해체로 인해 해외 직접 투자와 관련된 영업 환경은 상당히 변화하였으며 이는 미국 다국적 기업에게는 새로운 시장과 성장 가능성에 대한 기대감을 가지게 하였다. 게다가 이전의 연구들은 개별 기업들의 차별적인 관리능력을 고려하지 않았으며 또한 개별 기업이 가지고 있는 서로 상이한 기업적 특성을 감안하지 않았기 때문에, 해외투자 발표 時 발생하는 株價의 변화에 대하여 이러한 기업의 개별적인 차이를 고려해서 분석하지 않았다. Lang과 Ofek(1995)의 최근 논문을 보면, 소련 연방 해체 후 동유럽에 진출한 미국 기업의 株價 움직임에 대한 연구에서 대상 기업 중 74%가 해외 합작투자 형태로 진출하였는데 합작 발표 전후의 이틀간의 株價가 평균 1% 상승하였음을 기록하였다. 그들에 의하면 합작투자 발표의 株價 변화에 대한 영향은 해당 기업이 가치 있는 무형자산을 가지고 있는지 여부, 그리고 경영자의 관리능력이 있는지의 여부에 따라 다르며 결론적으로 경영자의 관리능력이 뛰어나고 귀중한 무형자산을 통하여 해외투자로부터 이익을 볼 수 있는 기업들은 적극적으로 해외 시장을 개척함으로써 기업의 가치를 상승시킬 수 있다고 주장하였다. 따라서 본 연구는 80년대 후반과 90년 초의 기간중에 합작투자(Joint Ventures)의 형태를 통하여 해외 시장으로 진출한 상이한 성격의 미국 다국적 기업(Multinational Corporations)의 주가 변동에 관하여 기업을 둘러싼 內的, 外的 요인들을 이용하여 차별적으로 분석함으로써 기업의 투자 결정이 주주 이익에 미치는 경제적 효과를 직접적으로 평가하려고 시도하였다. 본 논문의 Ⅱ장에서는 해외 합작투자와

관련된 제 가설들을 설명하고 Ⅲ장에서는 본 연구에서 이용한 표본 집단과 분석 방법 등에 관하여 언급하였다. 또한 Ⅳ장에서는 해외 합작투자 결정이 주가에 미치는 영향에 대한 실증 연구 결과를 다루고 있으며 요약과 결론은 마지막으로 Ⅴ장에서 정리하였다.

Ⅱ. 해외 합작투자의 경제적 효과와 관련된 제 가설들

1. 연구 가설

해외 합작투자가 주주의 富에 미치는 경제적 효과를 직접적으로 파악하기 위한 방법 중의 하나는 투자의사 결정의 발표가 기업의 보통 주식의 가격에 미치는 영향을 조사하는 것이다. 본 연구는 가설 설정을 함에 있어서 연구 대상 기업을 개별 기업의 경영 능력에 따라 구분함으로써 합작투자가 개별 기업에 미치는 차별적 영향에 대하여 조사하려고 하였다. 기업의 시장 가치 즉 기업의 株價가 미래 기대 이익의 흐름을 할인한 가치이며 기업의 株價가 효율적 시장에서 모든 유용한 정보를 반영한다고 가정할 때, 株價의 움직임은 매출, 순이익이나 배당금과 같은 회계적인 정보와 비교할 경우 투자자에게 보다 효과적인 정보 전달(Signal)기능을 한다고 볼 수 있다. 이와 관련해서 Fama와 French(1992)는 자기 자본의 帳簿價 對比 時價 비율(Book to Market Equity Ratio)이 개별 기업의 상대적인 영업 전망을 예측할 수 있는 직접적인 지표라고 주장하였다. Lang, Stulz와 Walkling(1989, 1991)은 그들의 기업 인수·합병 연구에서 Tobin q 비율 및 社內에 축적된 잉여자금(Free Cash Flow)의 수준이 기업의 관리능력과 대리인 비용을 대표하는 변수라고 주장하고, 이들을 이용하여 Jensen이 주장한 "사내잉여자금-과잉투자 가설"(Free Cash Flow - Overinvestment Hypothesis)을 검증하였다. 이들은 기업 인수·합병에 있어서 社會 전체적인 富의 증가는 관리능력이 뛰어난 인수 기업(높은 Tobin q 비율을 가진 기업)이 경영 능력이 부진한 피인수 기업(낮은 Tobin q 비율을 가진 기업)을 합병하였을 때 극대화되며, 특히 경영 능력이 좋지 않은 인수기업의 株價는 사내에 축적되어 있는 잉여자금의 수준과 逆의 관계에 있다는 사실을 밝혀 냈다. 따라서 이들의 연구는 모두 결과적으로 Jensen(1986)의 대리인 비용 가설을 뒷받침하고 있는 것이다. 그러므로 본 연구의 첫 번째 가설은 해외 합작투자 자료를 이용하여 Jensen(1986)의 "사내잉여자금 -

과잉투자 가설"이 합작투자 결정에 따른 주가 변동을 설명할 수 있는지 여부를 시험하는 것이다.

H_1 : 관리능력이 저조한 미국 다국적 기업(낮은 Tobin q 비율을 가진 기업)이 사내에 축적된 잉여자금의 수준이 높을 경우, 해외 합작투자 발표 時 기업의 株價는 하락한다.

다음으로는 Doukas와 Travlos(1988)의 "다국적 영업망 가설"을 국제 합작투자 자료를 이용하여 시험해 본다. Doukas와 Travlos(1988)는 미국 다국적 기업이 低開發 국가에 처음으로 진출하였을 때 해당 기업의 株主들은 株價 상승을 통한 이득을 볼 수 있다고 주장한 바 있다.

H_2 : 미국 다국적 기업이 低開發 국가에 위치한 합작 파트너와 합작투자를 하였을 때 선진국의 파트너와 합작투자를 할 때 보다 株價는 더욱 상승한다.

H_3 : 미국 다국적 기업이 기존에 영업망이 있는 지역에 추가적으로 진출하는 경우보다 新市場으로 처음 진출할 때 株價는 더욱 상승한다.

마지막으로 1979년 이란 정부에 의한 정유 산업의 국유화나 1984년 인도 보팔市에서 일어난 유니온 카바이드(Union Carbide)공장 폭발 사고에서 알 수 있듯이 미국 기업이 외국 國營기업체와 합작투자를 할 경우에는 私기업체와 할 경우보다 더욱 큰 정치적 위험을 감수해야 한다. Bradley(1977)의 조사에 따르면 외국 정부와의 합작투자가 다른 형태의 합작투자보다 국유화의 위험이 상대적으로 높다는 사실을 밝혀냈다. 하지만 이에 反하여 외국 정부와의 합작투자로써 얻는 이득으로 기업 신뢰성의 증가, 地域 자본시장에로의 보다 용이한 접근 그리고 외국 정부 규제와의 낮은 마찰 가능성 등을 들 수 있다. 투자가와 기업의 주주는 이러한 투자 위험과 이득을 서로 평가해서 투자 위험이 이득을 초과한다면 그에 따른 보상을 요구할 것이다. 그러므로 우리는 외국 國營기업체와 합작투자로 인한 정치적 위험도의 증가가 위에서 열거한 여러 가지 이익을 상쇄한다면 미국 다국적 기업의 株價는 하락할 것이며 그 반대로 이익이 위험을 상쇄한다면 株價는 상승할 것으로 예측할 수 있다.

H_4 : 미국 다국적 기업의 株價는 외국 國營기업체와의 합작투자 발표 時 외국 私기업체와 합작투자를 할 경우보다 더욱 하락한다.

Ⅲ. 분석 자료 및 분석 방법

1. 분석 자료

본 연구의 자료는 1988년부터 1992년까지의 기간 중 120개의 미국 다국적 기업에 의한 240건의 해외 합작투자를 대상으로 한다. 해외 합작투자의 발표 및 발표 日字를 파악하기 위하여 Wall Street Journal Index를 참고로 하였다. 본 연구는 특히 이미 완료된 해외 합작투자만을 연구 대상으로 삼았으며[1], 합작투자에 대한 기사가 다수 게재되었을 경우 최초로 게재된 날짜를 발표 일로 가정하였다. 또한 뉴욕 증권시장(NYSE)이나 미국 증권시장(AMEX)에서 상장되어 있으며 시카고 대학에서 발행되는 CRSP 테이프와 미국 Standard & Poors사의 COMPUSTAT 테이프에서 주식시장 자료가 제공되는 기업들로만 연구 대상을 한정하였다. 그리고 금융 업종(미국 산업 분류 기준(SIC코드)으로 60-67)에 포함되어 있는 기업들은 본 연구에서 제외되었다. 또한 발표 기간(해외 합작투자 발표일 전후 10일간)내에 개별 기업체의 자본적 지출, 이익이나 배당금과 관련된 발표와 같이 다른 중요한 기업 활동에 관한 발표가 있을 경우에는 해당 업체는 연구 대상에서 제외하였다. 그리고 해외 합작투자 파트너의 소재지를 경제적인 발전 정도에 따라 선진국과 개발도상국으로 분류할 때에는 국제통화기금(IMF)의 분류 기준에 입각하였다. 아울러 미국 기업이 합작투자 지역에 처음 진출하느냐, 또는 이미 기존에 영업망이 있는 곳에 추가적으로 진출하느냐에 대한 판단은 World Trade Academy Press에서 발간된 「Directory of American Firms Operating in Foreign Countries, 12th edition」와 Moodys Industrial Manual이 인용되었다.

총 240건의 해외 합작투자 중 126건(53%)이 선진국의 해외 파트너와 합작투자를 한 것이었고 나머지 114건(47%)은 개발 도상국의 파트너와의 합작투자였다. 국가 별로 보면 일본 기업과의 합작투자(28%)가 두드러졌으며 구 소련 지역에서의 합작투자(13%)가 뒤를 이었다. 해외 합작투자 파트너의 소유 형태로는 161개의 외국 파트너(67%)가 私有기업이었으며 79개의 외국 기업(33%)이 외국 정부가 지배 주주인 國營기업체였다. 또한 총 240건의 해외 합작투자 중 121건에서 미국 기업이 해당 국가에 처음으로 진출한 경우였으며 나머지 119건의 합작투자에서는 이미 기존의 영업망을 갖추고 있는 경우로 파악되었다. 산업별로는 과반수가 넘는 56%의 해외 합작투자가 화학이나 기계, 전자 업종으로 구성되어 있다. 개별 기업별로는 AT & T사와 General

1) 여기서 "완료된" 해외 합작 투자건이란 합작 투자에 대한 구체적인 의정서를 교환하거나 합작 투자에 대한 합의를 본 경우를 의미하며 단순히 합작 투자와 관련된 소문은 제외하였다.

Motors사가 각각 11건, General Electric사가 10건으로 가장 활발한 해외 합작투자 활동을 벌였으며 Coca Cola(6건)와 Aluminum Co. of America(6건)가 뒤를 잇고 있다. 연구 대상 자료와 관련된 자세한 사항은 <표 1>에서 보여주고 있다.

〈표 1〉 해외 합작투자 형태에 따른 연구 대상 기업의 분류

2자리 산업 분류(SIC)	산업	대상 기업수	연도	대상 기업수
10	광업	3	1988	28
13	석유 및 가스	6	1989	30
15-16	건설	4	1990	56
20	음식료	15	1991	49
21	담배	1	1992	77
26	종이	4		
27	인쇄 및 출판	1	합계	240
28	화학	32		
29	정유	17		
30	고무 및 플라스틱	3	지리적 분포	대상 기업수
32	유리	1		
33	철강	16	일본	66
34	금속 가공	9	구 소련 연방[가]	30
35	기계	16	동 유럽[나]	16
36	전자	28	중국	11
37	운송 장비	42	독일	11
38	측량 기기	9	남미 지역[다]	11
40	철도	3	프랑스	8
45	항공 운송	1	한국	7
48	통신	17	영국	6
49	서어비스	4	이태리	6
51	도매	1	인도	6
53	상품 소매	2	멕시코	5
57	전자제품 소매	2	터키	3
58	식당	3	기타	54
	합계	240	합계	240

합작투자 지역의 경제 발전 정도[라]	대상 기업수	외국 합작사의 소유 형태	대상 기업수	미국 기업의 시장 진출 여부	대상 기업수
선진국	126	사기업	161	최초 진출	121
개발 도상국	114	국영 기업	79	추가 진출	119
합계	240	합계	240	합계	240

[가] 러시아, 우크라이나, 벨라우스, 카자흐스탄 및 우즈베키스탄 포함.
[나] 헝가리, 체코슬로바키아, 폴란드 및 루마니아 포함.
[다] 아르헨티나, 브라질, 칠레, 콜롬비아 및 베네주엘라 포함.
[라] IMF 분류에 의거함.

2. 분석 방법

국제 합작투자 발표가 미국 기업의 株價의 등락에 미치는 영향을 측정하기 위해서는 Sholes와 Williams(1977)가 사용한 事件 분석(Event Study)방법론을 사용하였다. 특히 이들의 방법론은 가중평균 beta를 이용함으로써 低頻度 거래(Infrequent Trading)의 문제점을 보완하는 것으로 알려져 있다.

주식 i 의 t 일자의 초과 수익률(Abnormal Return ; AR_t)은 普通株의 實現 수익률과 최소좌승법(Ordinary Least Squares)을 이용한 市場 모델上의 期待 수익률간의 차이로 측정된다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \quad (1)$$

R_{it} = 주식 i 가 t 일자에 실현한 수익률.

α_i, β_i = 통제 기간(발표 일자 150일 전부터 11일 전까지의 기간) 중 시장 모델에 의해 구해진 회귀분석계수. 추정된 이들 계수들은 발표 기간(발표 일자前 10일부터 발표後 10일까지의 기간)중의 초과 수익률을 계산하기 위해 사용되었다. 발표 기간 + t(-t)는 발표 일자(t=0) 전(후) t 번째 거래일을 뜻한다.

R_{mt} = 배당을 포함한 t 일자의 CRSP 포트폴리오의 단순평균 시장수익률.

모든 합작투자 건에 대한 t 일자의 평균초과수익률(AAR_t)은 다시 다음과 같이 구해진다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{N} AR_{i,t} \quad (2)$$

여기서 N은 해외 합작투자 발표의 건수이다.

T_1 일자와 T_2 일자간의 누적투자수익률(Cumulative Abnormal Return ; CAR) 은 다음과 같이 구해진다.

$$CAR_{T1,T2} = \sum_{T1}^{T2} AAR_t \quad (3)$$

여기서 T_1 = 발표 기간 내의 누적초과수익률 계산 時의 최초 일자.
T_2 = 발표 기간 내의 누적초과수익률 계산 時의 마지막 일자.

추정된 평균추정수익률(AARs)과 누적초과수익률(CARs)은 Brown과 Warner(1985)에서 사용된 표준화된 t test를 이용하여 통계적인 유의도가 검증되었다.

Ⅳ. 실증 분석 결과

1. 代理 변수간의 상관 관계 분석

<표 2>는 연구 대상 기업의 관리능력과 대리인 비용을 대표하는 변수들에 대한 記述적인 통계치와 상관 관계 표를 보여주고 있다. 평균 Tobin q 비율은 일정시점에서의 기업자산의 시장가치를 이의 대체비용으로 나눈 값으로 실물시장에서 평가한 기업의 가치를 자본시장에서 평가한 값과 비교한 것이다. Lang과 Litzenberger(1989), Lang, Stulz와 Walkling(1989)에서 시사하듯이 평균 Tobin q 비율은 본 연구에서 경영자의 관리능력 및 투자활동으로 인한 성장가능성과 이에 대한 자본시장의 평가를 대신하는 변수로 이용되었으며 Chung과 Pruitts(1994)가 사용한 방법에 의해서 구해졌다.[2] 평균 Tobin q 비율이 1보다 크면 대상 기업은 경영 상태가 우수하고 투자 활동에 있어서 기업의 가치를 극대화시킨다고 가정하고, 1보다 적은 경우에는 경영자의 경영 능력이 부진하고 투자 활동에 있어서 과잉투자 내지 비효율적인 투자를 하고 있다고 간주한다. 본 연구 대상 기업의 Tobin q 비율의 中位數(median)는 0.85였는데,

---

2) Chung과 Pruitt(1994)가 고안한 평균 Tobin q 비율 계산방법은 이전의 논문(예를 들어 Lindenberg와 Ross(1981))들의 계산 방법이 방대한 자료와 복잡한 계산을 요구하는 데 따른 실무적 적용상의 문제점을 해소하고자 단지 S&P사의 COMPUSTAT에서 쉽게 구할 수 있는 자료만으로 Tobin q 비율을 계산할 수 있도록 하였다. 즉 그들이 고안한 평균 Tobin q비율의 근사치(Approximation)는 다음과 같다.

평균 Tobin q 비율 근사치 = (MVE + PS + DEBT) / TA

여기서 MVE = 보통주의 시장가치 (즉, 보통주 가격 × 발행 주식수)
PS = 우선주의 청산가치
DEBT = 고정부채의 장부가치 + 유동부채의 장부가치 -
(유동자산의 장부가치 - 재고자산의 장부가치)
TA = 총 자산의 장부가치

Chung과 Pruitt(1994)의 Tobin q 근사치는 보다 정교한 Lindenberg와 Ross(1981)방법과 비교할 때 오차율이 4% 이내인 것으로 증명되었다. Tobin q 비율의 측정시점으로는 COMPUSTAT 자료가 주로 연말 자료(Annual Data)로 이루어졌기 때문에 합작 투자 발표일자가 속한 年度의 前年末 시점을 기준으로 계산되었다.

합작투자 발표 기업 중 총 73건의 발표 기업이 1보다 큰 Tobin q 비율(높은 Tobin q 비율)을 가지고 있었으며 167건은 1보다 작은 Tobin q 비율(낮은 Tobin q 비율)을 가지고 있었다. 한편 사내잉여자금과 기업의 규모는 대리인 비용을 대신하는 변수로 이용되었다. Jensen(1986)에 의하면, 현직 경영자들의 보수는 자신들의 統制下에 있는 기업자산의 크기에 따라 결정되기 때문에 사내잉여자금이 많을 경우 負의 純 現在價値를 가지고 있는 프로젝트에도 투자함으로써 기업의 富를 낭비하는 경향이 있다고 주장한다. 그러므로 사내잉여자금은 어느 면에서 주주의 富를 낭비하기 쉬운 기업의 蓋然性을 대신하는 변수로 간주될 수 있다. 기업 규모 역시 해외 합작투자 발표가 기업 규모가 큰 기업보다는 작은 기업에 있어서 더욱 중대한 사건이기 때문에 보다 가치 있는 정보를 외부 투자자에게 전달한다는 점을 감안할 때, 소기업 효과(Small Firm Effect)를 대신할 수 있는 변수로 고려되었다. 사내잉여자금의 수준은 Lang, Stulz와 Walkling(1991)의 연구를 따라서 감가상각비 차감 전 영업 이익에서 이자, 법인세 및 普通株와 優先株에 대한 배당금을 차감한 후에 이를 장부상의 총 자산가치로 나눈 비율을 이용하였다. 또한 장부상의 총 자산가치를 자연로그지수로 변환시킨 수치를 기업의 규모를 대신하는 변수로 이용하였다. 본 연구는 또한 Morck과 Yeung(1991, 1992)의 내부화 가설에서 연구된 무형자산의 존재와 이의 기업 가치에 대한 영향을 조사하기 위하여 무형자산 변수를 연구에 포함시켰는데, 이를 위하여 연구 개발 비용(R & D)과 광고비의 합계를 총매출액으로 나눈 값을 사용하였다.

〈표 2〉 미국 다국적 기업의 관리능력과 대리인 비용을 대표하는 변수들에 대한 記述的 통계치 및 상관 관계

	평균	중위수	표준편차	최대치	최소치	Tobin q	상관관계 잉여자금	매트릭스 무형자산	기업규모
Tobin q[가]	1.040	.850	.900	6.670	.130	1.00	.15	.43	-.24
잉여자금[나]	.071	.072	.050	.211	-.287		1.00	.31	-.11
무형자산[다]	.053	.045	.047	.427	.001			1.00	-.04
기업규모[라]	24,205	9,731	34,777	173,662	38				1.00

[가] Tobin q 비율은 개별기업의 시장 가치를 대체 원가로 나눈 수치이다.
[나] 잉여자금 변수는 개별 기업의 감가상각비 차감전 영업 이익에서 이자, 세금 및 보통주와 우선주에 대한 배당금을 공제한 금액을 총 자산의 장부가로 나눈 비율이다.
[다] 무형자산 변수는 개별 기업의 연구 개발비 및 광고 비용을 총 매출액으로 나눈 비율이다.
[라] 기업 규모 변수는 개별 기업의 총 자산의 장부가를 백만 달러 단위로 표시한 금액이다.

연구 대상 기업은 평균 총 매출액의 5.3%를 이들 무형자산에 투자한 것으로 나타났으며 예상한 바와 같이 이들 무형자산의 변수와 Tobin q 비율간의 상관 관계(0.43)는 상대적으로 매우 높았다. 특이하게도 기업 규모 변수는 모든 다른 변수들과 負의 상관 관계를 나타내는데 이는 Jensen(1986)의 "사내잉여자금 가설"이 주장하는 바와 일맥상통하는 것이다.

2. 합작투자 발표가 주가에 미치는 영향 분석[3)]

(1) "사내잉여자금-과잉투자" 가설의 검증

〈표 3〉 해외 합작투자 발표가 미국 다국적 기업의 株價에 미치는 영향(N=240)

Event day	AARs	t statistics(p value)	CARs	%positive[가]
-5	.0004488	.549(.291)	.0004488	52%
-4	.0005491	.016(.493)	.0009979	52%
-3	-.0008562	-.446(.328)	.0001417	48%
-2	.0004815	1.068(.143)	.0006232	53%
-1	-.0001716	-.516(.303)	.0004516	50%
0	.0039719	2.692(.004)***	.0044235	59%
+1	-.0012974	-1.058(.145)	.0031261	44%
+2	.0017593	1.329(.093)*	.0048854	51%
+3	.0008220	.562(.287)	.0057074	48%
+4	.0006880	.301(.381)	.0063954	51%
+5	-.0009967	-.356(.361)	.0053987	48%

참고 : 대상 기업은 1988년에서 1992년까지의 기간 동안 일어난 총 240건의 해외 합작투자를 대상으로 하였음.

AAR = 평균초과수익률 ; CAR = 누적초과수익률.

[가] 正의 초과 수익률을 보인 합작투자 건의 비율.

*, **, *** 는 통계적으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

3) 본고에서 논의된 제 가설들의 검증을 위해 실시한 사건분석의 구체적인 결과(발표일 전후의 초과수익률과 누적초과수익률의 변화)는 지면상의 관계로 생략하므로 요청에 따라 필자로부터 제공가능함.

<표 3>은 해외 합작투자 발표가 미국 기업의 보통 주식 가격에 미치는 영향에 관하여 보여주고 있다. Chung, Koford와 Lee(1993)의 연구와는 차이를 보이지만 Lang과 Ofek(1995)의 연구와는 일치하게 해외 합작투자 발표 時 이들 기업의 株價는 상승하였으며 결과적으로 주주들은 이득을 본 것으로 드러났다. 그러나 발표 일자의 평균초과수익률(AARs)의 상승은 평균 0.4%로 비교적 경미하였으며 발표 일자를 제외한 발표 일자 전후의 평균초과수익률이나 누적초과수익률은 통계적으로 유의할 만한 수준이 아니었다.

다음으로는 연구 대상 기업을 Tobin q 비율로 구분하여 높은 Tobin q 비율을 가진 기업(Tobin q 비율이 1보다 큰 기업)과 낮은 Tobin q 비율을 가진 기업(Tobin q 비율이 1보다 작은 기업)들의 株價 변동에 관하여 비교해 보았다. 두 집단 사이에서 차별적인 株價 움직임을 예상한 바와 같이 높은 Tobin q 비율을 가진 기업들은 낮은 Tobin q 비율을 가진 기업들보다 株價 상승의 폭이 컸다. 발표 일자 하루 前과 발표 일자 당일을 포함한 누적초과수익률(CAR(-1,0))은 높은 Tobin q 비율의 기업의 경우 0.84%인데 비해, 낮은 Tobin q 비율을 가진 기업들의 경우에는 0.18%에 머물렀다. 두 집단 사이의 발표 일자 당일의 초과 수익률과 이틀間의 누적초과수익률간의 차이는 모두 6% 수준에서 통계적으로 유의하였다(대상 기업간의 발표 당일의 초과수익률과 이틀間의 누적초과수익률의 차이에 대한 통계적 검증은 <표 4>에서 자세히 다루고 있다). 결론적으로 비록 두 집단의 株價가 모두 상승하였지만 경영 능력이 뛰어난 기업이 새로운 투자의사 결정을 발표하였을 때 외부 투자자들로부터 더욱 호의적인 반응을 얻는다는 사실을 보여주고 있다.

이어서 사내잉여자금의 많고 적음에 따라 기업을 두 집단으로 분류한 후, 양 집단의 株價 변화에 있어서의 차이점을 비교하기로 한다. 개별 기업의 총 자산 대비 사내잉여자금 비율을 연구 대상 기업 전체의 중위수인 0.072를 기준으로 삼아서, 이보다 높은 경우의 기업은 사내잉여자금이 과다한 집단으로 보고 이보다 낮을 경우에는 사내잉여자금이 낮은 집단으로 분류하였다. 그러나 분석 결과에 따르면 비록 Jensen (1986)의 사내잉여자금 가설이 주장하는 바와 같이 낮은 사내잉여자금 보유 집단이 보다 높은 株價 상승을 실현하였으나, 두 집단간의 평균초과수익률과 이틀間의 누적초과수익률의 차이는 통계적으로 그리 유의할 만한 수준이 아니었다. 이 사실은 사내잉여자금의 수준만으로 집단을 분류하는 것은 미국 다국적 기업의 투자의사 결정에 대한 자본시장의 반응을 설명할 수 없다는 것을 의미하는 것이다.

한편 앞에서 살펴본 관찰 결과를 더 자세히 분석하기 위해서 개별 기업을 다시 Tobin q 비율과 사내잉여자금 수준에 의하여 네 집단으로 세분해 보기로 한다. 즉, '높은 Tobin q 비율 - 높은 사내잉여자금 보유 집단', '높은 Tobin q 비율 - 낮은 사내잉여자금 보유 집단', '낮은 Tobin q 비율 - 높은 사내잉여자금 보유 집단', 그리고 '낮은 Tobin q 비율 - 낮은 사내잉여자금 보유 집단'의 네 경우로 분류하였다. 먼저 '낮은 Tobin q 비율 - 높은 사내잉여자금을 보유하고 있는 집단'의 경우에는 株價 상승이 미미한 반면, 그 外의 기업 집단들의 투자의사 결정에는 유의할 만한 株價 상승이 있었다는 점이 주목할 만하다. 게다가 '높은 Tobin q 비율 - 높은 사내잉여자금 보유 집단'과 '낮은 Tobin q 비율 - 높은 사내잉여자금 보유 집단'間 또는 '높은 Tobin q 비율 - 낮은 사내잉여자금 보유 집단'과 '낮은 Tobin q 비율 - 높은 사내잉여자금 보유 집단'間의 발표 당일의 평균초과수익률 차이는 10% 수준에서 통계적으로 유의하였다. 발표 當日과 前日을 포함한 이틀 동안의 누적초과수익률에 있어서는 '높은 Tobin q 비율 - 낮은 사내잉여자금 보유 집단'의 수익률이 '낮은 Tobin q 비율 - 높은 사내잉여자금 보유 집단'의 수익률보다 통계적으로 1% 수준에서 높았으며, 그리고 '낮은 Tobin q 비율 - 낮은 사내잉여자금 보유 집단'의 수익률보다는 통계적으로 5%수준에서 높았다. '높은 Tobin q 비율 - 낮은 사내잉여자금 보유 집단'의 이틀 間의 누적초과수익률은 '높은 Tobin q 비율 - 높은 사내잉여자금 보유 집단'의 수익률보다 다소 높았지만 통계적으로 유의할 만한 수준은 아니었다(P value = 0.13).

다른 집단의 경우와는 상이하게 '높은 Tobin q 비율 - 낮은 사내잉여자금 보유 집단'의 경우 株價 상승으로 인하여 이틀간의 누적초과수익률은 물론 발표 일자 다음날을 포함한 三日 間의 누적초과수익률(CAR(-1, +1))역시 통계적으로 유의하였음을 알 수 있는데, 이는 동 집단의 경우 투자 결정의 발표 효과가 단지 발표 일자 當日에만 한정된 것이 아니라는 사실을 보여주는 것이다.[4] 게다가 발표 當日 正의 초과수익률을 기록한 기업 수의 비율에서 '높은 Tobin q 비율 - 낮은 사내잉여자금 보유 집단'의 경우(66%)가 '낮은 Tobin q 비율 - 높은 사내잉여자금 보유 집단'의 경우(50%)보다 16%나 더 높았다. 이러한 사실들은 Jensen(1986)의 "사내잉여자금 - 과잉투자 가설"이 주장하는 바와 일맥상통하는 점이다.

4) '높은 Tobin q 비율-낮은 사내 잉여 자금 보유 집단'의 경우 발표 일자 전후의 이틀간의 누적 초과 수익률(CAR(-1,0))과 3일간의 누적 초과 수익률(CAR(-1,+1))의 t test 값은 각각 1.59와 1.29로 통계적으로 10% 수준에서 유의하였다.

(2) "다국적 영업망" 가설에 대한 검증

다음으로는 Doukas와 Travlos(1988)가 제기한 "다국적 영업망 가설"을 검증하기 위해서 합작투자 발표가 株價에 미치는 영향을 선진국에 대한 투자와 개발 도상국에 대한 투자로 분류해서 파악하였다. 미국 다국적 기업이 개발 도상 국가의 파트너와 합작투자를 발표했을 경우, 株價는 강하게(통계적으로 유의할 만한 수준으로) 상승한 반면, 선진국의 파트너와 합작투자를 한 경우에는 별다른 株價 상승을 이끌어 내지 못하였다. 이러한 결과는 Doukas와 Travlos(1988)의 "다국적 영업망 가설"과 일치한다. 그러나 이러한 차별적인 株價 움직임에도 불구하고 두 집단 間 발표 일자 當日의 평균초과수익률과 발표 前日을 포함한 이틀間의 누적초과수익률에 있어서의 차이는 통계적으로 유의하지 못했다.

이어서 미국 다국적 기업이 新市場으로 처음 진출하였을 때와 이미 기존 영업망을 갖춘 지역으로 진출한 경우로 대상 집단을 구분하여 이에 따른 차별적 株價 변화를 살펴보았다. 비록 新시장으로 처음 진출한 경우의 株價 상승이 추가적인 진출의 경우보다 다소 높았지만 양 집단간의 평균초과수익률이나 이틀 間의 누적초과수익률에 있어서는 별다른 차이점이 발견되지 못했다.

(3) 외국 파트너의 소유 형태에 따른 주가 변동의 차이 분석

이번에는 외국의 私기업체와 합작투자를 한 경우와 외국의 國營기업체를 합작투자의 파트너로 선정한 경우로 집단을 구분하여 각각의 투자 결정에 따른 株價 변화를 조사하였다. 관찰 결과 외국 國營기업체와 합작투자 결정을 한 경우가 외국 私기업체와 합작투자를 한 경우보다 株價 상승이 약간 높았지만 두 집단 사이에 초과 수익률의 차이는 통계적으로 유의할 만한 수준이 아니었음을 알 수 있었다.

(4) 합작투자 유형에 따른 주가 수익률 분석

<표 4>는 대상 집단을 여러 형태로 분류하여 발표 당일의 평균초과수익률과 발표 前日을 포함한 이틀間의 누적초과수익률의 차이를 單一變量(Univariate) t test를 통하여 통계적으로 분석하였다. 이 표를 통하여 개별 기업의 관리능력을 대신하는 Tobin q 비율과 대리인 비용을 대신하는 사내잉여자금의 수준은 해당 기업의 투자의사 결정에 대한 자본시장의 반응에 결정적인 영향을 미치는 요인이라는 것이 판명되었다.

〈표 4〉 합작투자 형태에 의하여 분류된 집단간의 발표 당일 평균초과수익률(AARs) 및 이틀간의 누적초과수익률(CARs(-1,0))의 차이에 대한 단일 변량 t test 분석 결과

연구 대상 집단	평균 (AARs)	표준편차	평균差 上의 t test 값	평균 (CARs)	표준편차	평균差 上의 t test 값
(1) 높은 q 집단	.006973	.016540	1.86*	.008445	.025760	1.89*
낮은 q 집단	.002660	.016493		.001770	.024912	
(2) 높은 잉여 자금 집단	.003320	.015904	-.29	.002014	.026148	-1.08
낮은 잉여 자금 집단	.004602	.017293		.005527	.024407	
(3) 높은 q/ 높은 잉여자금	.006740	.015199	-.16	.005002	.027798	-1.53
높은 q/ 낮은 잉여자금	.007393	.109040		.014669	.021644	
(4) 높은 q/ 높은 잉여자금	.006740	.015199	1.92**	.005002	.027798	1.01
낮은 q/ 높은 잉여자금	.001056	.016134		.000036	.024799	
(5) 높은 q/ 높은 잉여자금	.006740	.015199	1.12	.005002	.027798	.42
낮은 q/낮은 잉여자금	.003846	.016796		.003052	.025061	
(6) 높은 q/ 낮은 잉여자금	.007393	.019040	1.64*	.014669	.021644	2.66***
낮은 q/ 높은 잉여자금	.001056	.016134		.000036	.024799	
(7) 높은 q/ 낮은 잉여자금	.007393	.019040	1.08	.014669	.021644	2.15**
낮은 q/ 낮은 잉여자금	.003846	.016796		.003052	.025061	
(8) 낮은 q/높은 잉여자금	.001056	.015134	-.71	.000036	.024799	-.77
낮은 q/낮은 잉여자금	.003846	.016796		.003052	.025061	
(9) 선진국 시장 진출	.002857	.015876	-1.13	.002579	.026343	-.79
개도국 시장 진출	.005204	.017330		.005149	.024041	
(10) 외국 私企業 파트너	.003609	.016724	-5.7	.004286	.026774	.42
외국 國營企業 파트너	.004712	.016391		.002811	.021934	
(11) 신 시장 진출	.004804	.018372	.95	.002495	.024683	-.76
기존 시장 진출	.003070	.014570		.004974	.025858	

*, **, *** 는 통계적으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

3. 횡단면 회귀 분석

(1) 회귀 분석을 통한 제 가정의 검증

<표 5>는 본 연구에서 살펴 본 다양한 합작투자 형태를 대리하는 變數와 발표 일자 當日의 평균초과수익률 間의 회귀분석 결과를 보여주고 있다. 표에서 나타나듯이 단지 Tobin q 비율과 기업 규모 변수만이 차별적인 株價 변화를 설명할 수 있었으며, 두 변수의 회귀방정식계수의 부호 역시 예상한대로 다음과 같이 나타났다. 기업의 성장 가능성을 대신하는 Tobin q 비율은 株價의 변화와 강한 正의 관계를 가지고 있었으며 기업의 규모가 작을수록 합작투자 발표로 인한 株價 상승의 폭이 크게 나타남을 알 수 있었다. 한편 합작 파트너 소재 국가의 경제 발전 정도(DEV), 외국 합작사의 소유 형태(OWN), 그리고 미국 기업이 해당 해외 국가에 진출한 경험이 있는지 여부(EXP)를 가르는데 쓰인 假變數(Dummy Variable)들은 株價 變化의 원인을 설명하는데 실패하였다.

<표 5>의 회귀 방정식(8)에서는 '높은 Tobin q 비율과 높은 사내잉여자금을 가진 집단', '높은 Tobin q 비율과 낮은 사내잉여자금을 가진 집단', 그리고 '낮은 Tobin q 비율과 낮은 사내잉여자금을 가진 집단'등을 대표하는 세 개의 假變數를 회귀 분석에 이용하여 차별적인 株價 변화를 살펴보았다. 이 회귀 방정식에서 常數項의 값은 '낮은 Tobin q 비율과 높은 사내잉여자금을 가진 집단'의 株價 변화를 나타내고 있다. 결론적으로 앞에서 살펴 본 합작투자 발표가 株價의 영향에 미치는 연구(Ⅳ장의 2.1)와 일치하게 '높은 Tobin q 비율과 높은 사내잉여자금을 가진 집단'의 假變數의 계수치는 10%수준에서 통계적으로 유의하였으며, '높은 Tobin q 비율과 낮은 사내잉여자금을 가진 집단'의 假變數의 경우도 12% 수준에서 통계적으로 유의하였으나(비록 일반적으로 인정되는 유의 수준에는 못 미치더라도) 상수항의 값은 통계적으로 유의하지 못하였다.

<표 6>은 이틀간의 누적초과수익률(CAR(-1,0))과 합작투자 형태를 대표하는 변수들 간의 회귀 분석 결과에 대하여 보여주고 있다. 비록 여기에서는 Tobin q 비율이 株價 변동에 관한 설명력을 잃어버렸지만 기업의 관리능력이 株價 변동에 얼마나 중요한 요인인지는 회귀 방정식(8)과 (9)에서 재확인되고 있다. 여기서 '높은 Tobin q 비율과 낮은 사내잉여자금을 가진 집단'을 대표하는 假變數의 회귀 방정식 계수치는 6% 수준에서 통계적으로 유의하였으며, '낮은 Tobin q 비율과 높은 사내잉여자금을 가진 집단'을 대표하는 상수항의 값은 <표 5>에서 얻은 결과와 마찬가지로 통계적으로 유

〈표 5〉 합작투자 유형의 결정 변수와 평균초과수익률(AARs)간의 회귀 분석 결과

회귀방정식 (업체 수)	합작 투자 유형을 분류하는 변수들 (괄호 안은 t test 값)										
	상수	TQ[a]	Cash[b]	INT[c]	Size[d]	DEV[e]	OWN[f]	EXP[g]	HQ/HC[h]	HQ/LC[i]	LQ/LC[j]
(1)	.001	.003									
(N=240)	(.46)	(2.63)***									
(2)	.005		-.011								
(N=240)	(2.55)**		(-.52)								
(3)	.002			.023							
(N=216)	(1.42)			(9.7)							
(4)	.020				-.002						
(N=240)	(3.35)***				(-2.75)***						
(5)	.003					.002					
(N=240)	(1.91)*					(1.13)					
(6)	.004						.001				
(N=240)	(2.70)***						(.57)				
(7)	.003							.001			
(N=240)	(1.94)*							(9.5)			
(8)	.002								.005	.006	.002
(N=240)	(.82)								(1.65)*	(1.52)	(.71)
(9)	.001	.003	-.019			.002					
(N=240)	(.54)	(2.62)***	(-.87)			(.75)					
(10)	.002	.003	-.019				.001				
(N=240)	(.84)	(2.69)***	(-.92)				(.19)				
(11)	.001	.003	-.019					.001			
(N=240)	(.55)	(2.67)***	(-.90)					(.69)			
(12)	.009								.005	.004	.003
(N=216)	(1.27)								(1.61)*	(.95)	(1.30)

[a] Tobin q(TQ) 비율은 개별 기업의 시장 가치를 대체 원가로 나눈 값이다.

[b] 사내잉여자금 변수(Cash)는 감각 상각비 차감 전 영업 이익에서 이자, 세금 및 보통주와 우선주에 대한 배당금을 공제한 금액을 장부 상의 총 자산 가치로 나눈 비율이다.

[c] 무형자산 변수(INT)는 개별 기업의 연구 개발비 및 광고비를 총 매출로 나눈 비율이다.

[d] 기업 규모 변수(Size)는 개별 기업의 장부 상 총 자산 가치를 자연 로그로 환산한 값이다.

[e] DEV는 해외투자 지역의 경제 발전 정도를 나타내는 假變數로 선진국일 경우 1의 값을 개발도상국일 경우 0의 값을 갖는다.

[f] OWN은 외국 투자 파트너의 소유 형태를 나타내는 假變數로 국영 기업일 경우 1의 값을 사기업일 경우 0의 값을 갖는다.

[g] EXP는 미국 다국적 기업의 해당 투자 지역에 대한 시장 참여 정도를 나타내는 假變數로 처음 진출할 경우 1의 값을 가지며 추가적인 진출일 경우 0의 값을 갖는다.

[h] HQ/HC는 높은 Tobin q 비율과 높은 사내잉여자금을 가질 경우 1의 값을 가지고 그 이외의 경우에는 0의 값을 갖는 假變數다.

[i] HQ/LC는 높은 Tobin q 비율과 낮은 사내잉여자금을 가질 경우 1의 값을 가지고 그 이외의 경우에는 0의 값을 갖는 假變數다.

[j] LQ/LC는 낮은 Tobin q 비율과 낮은 사내잉여자금을 가질 경우 1의 값을 가지고 그 이외의 경우에는 0의 값을 갖는 假變數다.

*, **, *** 는 통계적으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

〈표 6〉 합작투자 유형의 결정 변수와 누적초과수익률(CAR(-1,0))간의 회귀 분석 결과

	합작 투자 유형을 분류하는 변수들 (괄호 안은 t test 값)											
회귀방정식 (업체수)	상수	TQ[a]	Cash[b]	INT[c]	Size[d]	DEV[e]	OWN[f]	EXP[g]	HQ/HC[h]	HQ/LC[i]	LQ/LC[j]	QD[k]	CD[l]
(1)	.001	.002											
(N=240)	(.51)	(1.15)											
(2)	.003		-0.11										
(N=240)	(1.21)		(-.00)	0.23									
(3)	001			(1.22)									
(N=216)	(.31)				-.001								
(4)	.014				(-1.17)								
(N=240)	(1.52)					.002							
(5)	.002					(-.67)							
(N=240)	(1.07)						-.001						
(6)	.004						(-.45)						
(N=240)	(1.98)**							-.002					
(7)	.005							(-.73)					
(N=240)	(2.00)**												
(8)	.000								.005	.011	.033		
(N=240)	(.07)								(1.08)	(1.85)*	(.70)		
(9)	.008			0.38	-.001				.005	.011	.006		
(N=216)	(.72)			(.92)	(-1.04)				(1.00)	(1.87)*	(1.36)		
(10)	.013			.038	-.001							.005	-.006
(N=216)	(1.21)			(.95)	(-1.05)							(1.33)	(-1.68)*

[a] Tobin q(TQ) 비율은 개별 기업의 시장 가치를 대체 원가로 나눈 값이다.

[b] 사내잉여자금 변수(Cash)는 감각 상각비 차감 전 영업 이익에서 이자, 세금 및 보통주와 우선주에 대한 배당금을 공제한 금액을 장부 상의 총 자산 가치로 나눈 비율이다.

[c] 무형자산 변수(INT)는 개별 기업의 연구 개발비 및 광고비를 총 매출로 나눈 비율이다.

[d] 기업 규모 변수(Size)는 개별 기업의 장부 상 총 자산 가치를 자연 로그로 환산한 값이다.

[e] DEV는 해외투자 지역의 경제 발전 정도를 나타내는 假變數로 선진국일 경우 1의 값을 개발도상국일 경우 0의 값을 갖는다.

[f] OWN은 외국 투자 파트너의 소유 형태를 나타내는 假變數로 국영 기업일 경우 1의 값을 사기업일 경우 0의 값을 갖는다.

[g] EXP는 미국 다국적 기업의 해당 투자 지역에 대한 시장 참여 정도를 나타내는 假變數로 처음 진출할 경우 1의 값을 가지며 추가적인 진출일 경우 0의 값을 갖는다.

[h] HQ/HC는 높은 Tobin q 비율과 높은 사내잉여자금을 가질 경우 1의 값을 가지고 그 이외의 경우에는 0의 값을 갖는 假變數이다.

[i] HQ/LC는 높은 Tobin q 비율과 낮은 사내잉여자금을 가질 경우 1의 값을 가지고 그 이외의 경우에는 0의 값을 갖는 假變數이다.

[j] LQ/LC는 낮은 Tobin q 비율과 낮은 사내잉여자금을 가질 경우 1의 값을 가지고 그 이외의 경우에는 0의 값을 갖는 假變數이다.

[k] QD는 개별기업의 Tobin q 비율이 1보다 크면 1의 값을 갖고 그 외에는 0의 값을 갖는 假變數이다.

[l] CD는 개별기업의 사내잉여자금 비율이 중위수(0.072)보다 크면 1의 값을 갖고 그 외에는 0의 값을 갖는 假變數이다.

*, **, *** 는 통계적으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

의하지 못하였다. <표 6>의 회귀 방정식(10)에서는 높은 Tobin q 비율과 낮은 Tobin q 비율을 가지고 있는 집단을 구분하는 假變數(QD)와 높은 사내잉여자금을 가진 집단과 낮은 사내잉여자금을 가지고 있는 집단을 구분하는 假變數(CD)를 도입하여 회귀 분석을 실시하였다. 높은 사내잉여자금을 대표하는 假變數(CD)의 계수는 負의 값을 가지고 있었으며 7% 수준에서 통계적으로 유의하였으나 Tobin q 비율을 대신하는 假變數(QD)의 계수는 통계적으로 유의하지 못했다(P value = 0.18). 결론적으로 기업내 유보된 사내잉여자금의 수준은 해당 기업의 성장가능성을 통제하였을 경우 투자 결정에 따른 자본시장의 반응과 逆의 관계에 있다는 점이 제시되었다.

(2) 무형자산과 株價간의 상관 관계 분석

<표 7>에서는 합작투자 기업을 일단 Tobin q 비율에 따라 높은 Tobin q 비율 집단과 낮은 Tobin q 비율 집단으로 구분한 후, 각 집단의 이틀 間의 누적초과수익률(CAR(-1,0))을 종속 변수로, 그리고 사내 잉여자금, 무형자산, 그리고 기업 규모 등을 독립 변수로 사용하여 회귀 분석을 실시해 보았다. 위의 세 가지 변수 중 어느 것도 높은 Tobin q 비율 집단에서는 株價 상승의 원인에 대한 설명력이 없었으나, 무형자산 변수의 계수치는 사내 잉여자금 수준 또는 기업 규모를 통제하였을 경우 낮은 Tobin q 비율 집단에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다(p value = 0.07). 이 결과는 Morck과 Yeung(1991)이 주장한 바와는 다소 상이한 것으로 경영자의 관리능력이 저조하고 따라서 투자활동을 통한 성장 가능성이 낮다고 자본시장에서 평가된 기업의 주가 움직임과 무형자산의 규모가 正의 관계에 있음을 나타내고 있다. <표 2>에서 알 수 있듯이 Tobin q 비율과 무형자산의 크기가 강한 正의 관계있음을 비추어 볼 때 이와 같은 결과는 예상밖의 결과라고 할 수 있다. 그러나 여기에 대한 한가지 해석을 한다면, 성장 가능성이 낮다고 평가되는 기업일지라도 기술 개발 능력이나 마케팅 능력 등 가치있는 무형자산의 존재가 해외투자에 따른 리스크의 증대 또는 기업자산의 낭비 등에 대한 외부 투자가들의 우려를 감소시킬 수 있는 요인 된다는 것을 보여주고 있다는 점이다. <표 7>에서 '높은 Tobin q' 와 '낮은 Tobin q' 집단간의 회귀방정식에서 常數項의 값(즉, 독립변수들이 설명할 수 없는 주가 움직임)을 비교할 때 '낮은 Tobin q' 집단의 常數項의 값이 '높은 Tobin q' 집단의 경우보다 훨씬 작다는 점도 '낮은 Tobin q' 집단의 주가 움직임에 대한 무형자산의 긍정적인 역할을 시사하고 있다. 기업이 성숙기나 쇠퇴기에 들어가 성장 가능성이 미약할수록 해외투자로 인한 투자자들의 호의적인 반응을 얻기 위해서는 그러한 연구 개발 능력이나 마케팅 기술 등의 존재가 절실히 필요하다는 것을 단적으로 보여주고 있다.

〈표 7〉 사내잉여자금, 무형자산 및 기업 규모 변수와 누적초과수익률간의 회귀 분석 결과

회귀방정식 (업체수)	상수	Cash Flow[a]	INTANGIBLES[b]	Size[c]
		Panel A : 높은 Tobin's q 집단		
(1)	.008	-.016		
(N=73)	(1.64)*	(-.32)		
(2)	.012	-.039	-.018	
(N=65)	(1.56)	(-.51)	(-.38)	
(3)	.044	-.094	-.031	-.003
(N=65)	(1.83)*	(-1.08)	(-.63)	(-1.41)
		Panel B : 낮은 Tobin's q 집단		
(1)	.002	-.005		
(N=167)	(.60)	(-.11)		
(2)	-.001	-.036	1.21	
(N=151)	(-.27)	(-.74)	(1.73)*	
(3)	.008	-.044	.132	-.001
(N=151)	(.54)	(-.87)	(1.83)*	(-.65)

[a] 사내잉여자금 변수(Cash Flow)는 감각 상각비 차감 전 영업 이익에서 이자, 세금 및 보통주와 우선주에 대한 배당금을 공제한 금액을 장부 상의 총 자산 가치로 나눈 비율이다.
[b] 무형자산 변수(INTANGIBLES)는 개별 기업의 연구 개발비 및 광고비를 총 매출로 나눈 비율이다.
[c] 기업 규모 변수(Size)는 개별 기업의 장부 상 총 자산 가치를 자연 로그로 환산한 값이다.
*는 통계적으로 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

V. 맺음말

본 논문은 미국 다국적 기업의 해외 합작투자 결정이 기업의 가치에 미치는 영향에 대한 연구를 다루고 있다. 먼저 본문의 II장에서는 개별 기업의 관리능력이나 경영자와 주주 사이에 존재할 수 있는 대리인 비용 등에 따라 기업의 투자의사 결정에 대하여 주식 가격이 차별적으로 움직일 것이라는 예측을 가설화하였다. 주식 가격은 평균적으로 발표 當日에는 작지만 통계적으로 유의할 만한 수준(0.4%)의 상승을 보였다. 이러한 결과는 McConnell과 Nantell(1985)의 연구에서 시사한 것처럼 기업을 인수·합병할 때 인수 기업의 株價 변화치와 서로 유사한 수준이다. IV장의 실증적 연

구에서는 기업의 관리능력이 뛰어나고(높은 Tobin q 비율을 가진 기업) 대리인 비용이 낮은 기업(사내에 유보된 잉여자금 수준이 낮은 기업)의 경우 높은 株價 상승을 보이는데 반하여, 그 반대로 기업의 관리능력이 부진하고(낮은 Tobin q 비율을 가진 기업) 대리인 비용이 높은 기업(사내에 유보된 잉여자금 수준이 높은 기업)의 경우에는 株價 변화가 미미함을 보여 주었다. 따라서 본 연구의 결과는 Jensen(1986)이 주장한 "사내잉여자금 - 과잉투자 가설"이 예상한 것과 일치함을 알 수 있다. 본 연구는 또한 미국의 다국적 기업이 개발 도상국이나 혹은 그들이 한 번도 진출하지 않은 지역에 처음으로 합작투자할 경우가 그렇지 않은 경우보다 株價가 더 큰 폭으로 상승한다는 점을 보여주었다. 그러나 발표 當日의 초과수익률의 차이에 있어서는 통계적으로 유의할 만한 수준이 아니었기 때문에 Doukas와 Travlos(1988)의 "다국적 영업망 가설"을 단정적으로 뒷받침하는데는 미약하였다. 또한 외국 합작 파트너의 소유 형태에 따른 株價 변화의 차별화에 있어서도 國營企業과 私企業 집단 間의 차이점을 파악하기가 어려웠다. 마지막으로 성장 가능성이 낮은 미국 다국적 기업의 합작투자 발표 時, 가치 있는 무형자산의 존재가 주식 가격의 변화(즉, 외부 투자자들의 해당 기업의 투자의사 결정에 따른 반응)에 긍정적으로 작용한다는 사실을 밝혀 냈다. 전체적으로 볼 때 본 연구는 경영자의 관리능력 및 대리인 비용이 기업의 투자의사결정에 대한 주가 움직임에 대해서 어느 정도 설명력이 있음을 시사하고 있으나 그 밖의 설명 변수를 파악하는 데에는 실패하였다. 특히 해외 합작투자의 결정에는 본고에서 열거한 요소 이외에 여러 가지 원인(예를 들어, 본국 정부의 투자 규제 또는 유치국의 조세감면 등의 투자 유인책 등)이 작용하고 또한 합작투자의 유형도 단순히 技術이전에서부터 대규모 설비투자에 이르기까지 다양하기 때문에 앞으로의 연구에서는 본고에서 제시된 여러 가설들을 보다 다양한 代理변수를 이용하여 심층적으로 분석함으로써 합작투자로 인한 기업가치의 변화를 더욱 잘 설명할 수 있을 것으로 생각한다.

참 고 문 헌

Bradley, D., "Managing Against Expropriation", Harvard Business Review July/August, 1977, 75-83

Brown, S. J., and Warner, J. B., "Using Daily Stock Returns : The Case of Event Studies", Journal of Financial Economics 14, 1985, 3-31.

Chung, I. Y., Koford, K. J. and Lee, I., "Stock Market Views of Corporate Multinationalism : Some Evidence from Announcements of International Joint Ventures", The Quarterly Review of Economics and Finance 33, 1993, 275-293.

Chung, K. H. and Pruitt, S. W., "A Simple Approximation of Tobin's q", Financial Management 23, 1994, 70-74.

Caves, R. E., "International Corporations : the Industrial Economics of Foreign Investment", Economica 38, 1971, 1-27.

Doukas, J., "Overinvestment, Tobin's q and Gains from Foreign Acquisitions", Journal of Banking and Finance 19, 1995, 1285-1303.

Doukas, J. and Travlos, N., "The Effects of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth : Evidence from International Acquisitions", Journal of Finance 43, 1988, 1161-1175.

Errunza, V. R. and Senbet, L. W., "The Effects of International Operations on the Market value of the Firm : Theory and Evidence", Journal of Finance 36, 1981, 401-417.

Errunza, V. R. and Senbet, L. W., "International Corporate Diversification, Market Valuation, and Size -adjusted Evidence", Journal of Finance 39, 1984, 727-743.

Fama, E. and French, K., "The Cross Section of Expected Stock Returns", The Journal of Finance 47, 1992, 427-465.

Fatemi, A. M., "Shareholder Benefits From Corporate International Diversification", Journal of Finance 39, 1984, 1325-1344.

Jensen, M., "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", American Economics Review Proceedings 76, 1986, 12-19.

Jensen, M., "Takeovers: Their Causes and Consequences", Journal of Economic Perspectives 2, 1988, 21-48.

Jensen, M. and Meckling, W., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics 3, 1976, 305-360.

Lang, L., Stulz, R. and Walkling, R., "Tobin's Q and the Gains from Successful Tender Offers", Journal of Financial Economics 24, 1989, 137-154.

Lang, L., Stulz, R. and Walkling, R., "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis", Journal of Financial Economics 29, 1991, 315-335.

Lang, L. and Litzenberger, R. H., "Dividend Announcements : Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?", Journal of Financial Economics 24, 1989, 181-191.

Lang, L. and Ofek, E., "Why Do Firms Invest in Eastern Europe?", European Financial Management 1, 1995, 147-171.

Lindenberg, E. B. and Ross, S. A., "Tobin's q Ratio and Industrial Organization", Journal of Business 54, 1981, 1-32.

McConnell, J. J. and Nantell, T. J., "Corporate Combinations and Common Stock Returns : The Case of Joint Venture", Journal of Finance 40, 1985, 519-536

McConnell, J. J. and Nantell, T. J. and Muscarella, C. J., "Corporate Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", Journal of Financial Economics 14, 1985, 399-422.

Mikhail, A. D. and Shawky, H. A., "Investment Performance of U.S. based Multinational Corporations", Journal of International Business Studies 10, 1979, 53-66.

Morck, R. and Yeung B., "Why Investors Value Multinationality", Journal of Business 64, 1991, 165-187

Morck, R. and Yeung B., "Internalization : An Event Study Test", Journal of International Economics 33, 1992, 41-56.

Roll, R., "The Hubris Hypothesis of Corporate Control", Journal of Business 59, 1986, 197-216.

Scholes, M. and Williams, J., "Estimating Betas From Nonsynchronous Data", Journal of Financial Economics 5, 1977, 309-328.