
국내 기업의 중남미 진출을 위한 기업가치 결정요인에 대한 실증분석

이유경
페데리코 산타 마리아 대학교 객원연구원

김아리
홍콩 공개대학교 국제 비즈니스 및 거버넌스 연구소 연구원

An Empirical Analysis on Determinants of Firm Value for Korean Companies to Invest Latin America

You-Kyoung Lee^a, Ari Kim^b

^aDepartment of Business School, Universidad Técnica Federico Santa María, Chile

^bInstitute of International Business and Governance, The Open University of Hong Kong, Hong Kong

Received 5 November 2018, Revised 26 January 2019, Accepted 18 February 2019

Abstract

This study analyzes factors that affect the corporate value of Korean companies operating in Latin American countries. Primary factors are associated with characteristics of the host country, the parent company, and subsidiaries. Empirical results show that asset specificity is the main factor influencing firm value. This region is geographically far from Korea and culturally different. Therefore, the source of competitive advantage such as asset specificity should be large enough to offset liability of foreignness for successful entry into the region. This paper also found that joint ventures are more advantageous than direct investments. Joint ventures in Latin American can minimize risk, complement technology and information, and reduce trade barriers.

Keywords: Firm Value, Foreign Investment, Global Strategy, Latin America

JEL Classifications: F10, F23

^a First Author, E-mail: spec3437@gmail.com

^b Corresponding Author, E-mail: arikim0203@gmail.com

© 2019 The Korea Trade Research Institute. All rights reserved.

Table 1. Economic Growth Rate by Year

(Unit: %)

Year Country	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Brazil	3.99	1.93	3.01	0.51	-3.55	-3.47	0.98
Chile	6.15	5.34	4.06	1.77	2.30	1.27	1.47
Peru	6.45	5.95	5.84	2.41	3.29	4.06	2.51
Argentina	6.00	-1.03	2.41	-2.51	2.73	-1.82	2.86

Source: KOTRA Overseas Market News Economic Index by Country

I. 서론

중남미 지역은 물리적 거리와 문화적 차이가 있는 지역으로 정보 접근성이 어려워 그 중요성에도 불구하고 실증적인 연구가 활발히 진행되지 못하고 있다. 본 연구를 통해 중남미 시장에 대한 이해를 제고하고, 주요 중남미 지역에 진출한 기업들의 가치를 평가해볼 필요성이 있다. 본 연구의 주요 목적은 중남미에 진출한 기업들의 기업가치에 미치는 주요 결정요인을 알아내고 중남미 진출시 기업가치 증가를 위한 실증적 방법과 향후 전략적인 진출을 위한 방법을 모색하려 하는 것이다.

본 연구 배경은 중남미 지역의 특징과 중남미 해외투자 현황을 통해 설명하고자 한다. 중남미 지역은 브라질을 비롯한 33개의 국가가 속해있으며 2017년도 기준 UN ECLAC(유엔 중남미 경제위원회)에 따르면 약 6.3억 명의 인구로 전세계 약 8.6% 비중이다. 또한 IMF(국제통화기금)에 의하면 2017년도 명목 GDP는 5조 4천억 달러로 세계 GDP의 약 7%를 차지하는 경제규모를 가지고 있다. 중남미 지역은 대부분 스페인어와 포르투갈어를 사용하고 비슷한 문화를 형성하고 있는 젊은 층의 구매력이 높은 신흥시장이다. 또한 중남미 지역은 광물과 원유매장량이 풍부하며 전략적 생산기지와 물류에 있어 활용이 가능한 지역이다. 특히 중남미 지역은 원유, 은, 철, 알루미늄, 구리 등 주요 에너지와 광물 생산량에 있어 높은 점유율을 차지하고 있으며 콩, 설탕, 소고기 등 농업과 축산 분야 수출 비중도 크다.

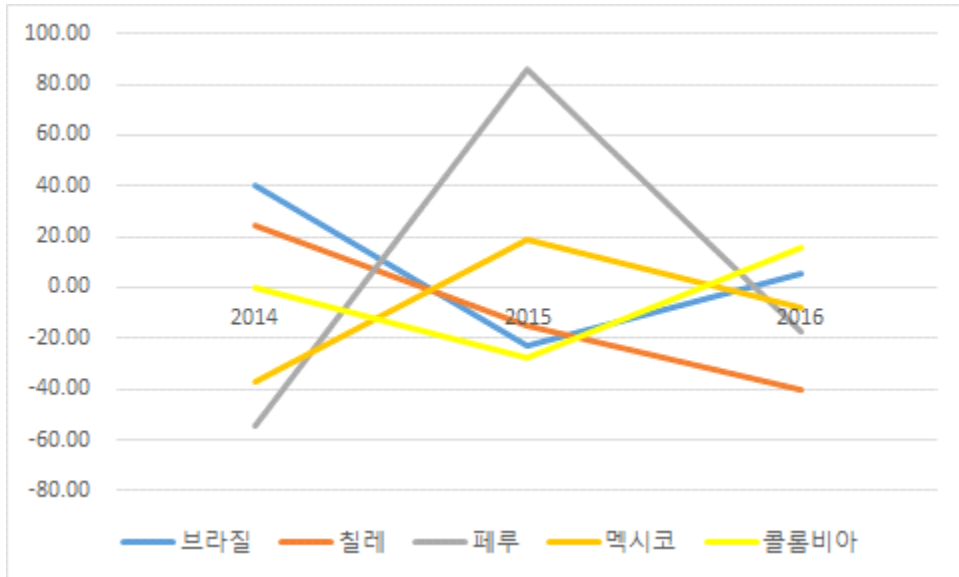
최근 세계 경제는 보호무역주의와 같은 경제적 불확실성이 증가하고 있는 반면, 중남미 경제는 경제성장률이 전반적으로 2017년 이후 회복되고 있는 추세이다(〈Table 1〉참조). 수출입은행의 2016년 기준 자료에 따르면 한국기업의 대 중남미 해외직접투자 비중은 총 투자액의 13%를 차지하고 있다. 한국에게 중남미 시장은 상호보완적인 무역 구조를 가지고 있어 지속적으로 무역확대를 실현하고 있는 전략적인 지역이다.

한국과 중남미 지역협정을 살펴보면, 한국 최초 FTA인 한-칠레 FTA가 2004년 발효했다. 2011년에는 페루와 2016년에는 한-콜롬비아 FTA가 발효되었다. 이외에도 우리나라는 멕시코, MERCOSUR, 중미, 에콰도르 등과 협상 중으로 이 지역에 많은 관심을 가지고 있다.

한국의 해외 투자 업종은 무역, 금융, 제조업에서 에너지, 원자재, 건설, 인프라, 정보통신 등 다양한 분야로 확대되고 있다. 한국의 무역 규모는 약 1조 달러이며, 그 중에서 중남미 무역규모는 5.58%를 차지하고 있다. 지금까지 한국의 중남미에 대한 투자가 큰 비중은 아니지만 향후 국내기업들은 중남미 지역의 광물과 에너지 자원, 시장규모, 성장 가능성을 고려할 때 신시장 창출과 자원효율성의 측면에서 전략적으로 진출해야할 지역이다.

중남미 지역은 미국과 유럽 국가들이 주요 투자국이다. 2015년 기준 중남미 외국인 직접 투자는 총 1,791억 달러이고, 전체 투자액에서 한국은 대략 1~2% 비중을 차지하고 있다. 최근에는 중남미 지역에 중국과 일본의 진출이 급

Fig. 1. Changes in Foreign Direct Investment by Country



Source: UN Economic Commission for Latin America and the Caribbean, Unit(%)

증하고 있다. 중남미 해외직접투자의 비중은 높은 편이다. 한편, <Fig. 1>에서와 같이 브라질과 콜롬비아의 외국인 직접투자는 2015년 이후 상승 추세이다. 향후 중남미 지역의 해외직접투자는 증가할 것으로 전망하고 있다.

본 연구의 주요 내용은 이러한 성장 잠재력을 지닌 중남미 지역에 진출한 국내 기업들의 기업가치에 영향을 미치는 요인들이 무엇인지 실증적으로 분석해보고자 한다. 이에 실증연구는 중남미 지역에 진출한 기업들의 미시적 자료를 바탕으로 회귀분석 한다. 본 연구모형은 주요 중남미 진출 기업들을 표본으로 현지국 특성, 모기업 특성, 자회사의 특성으로 분류하고, 새로운 설명변수들을 설정하여 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석 결과를 제시하고자 한다.

본 연구의 가설은 세 가지로 설정하고자 한다. 가설(1)에서는 현지국 특성은 중남미 진출 모기업의 기업가치에 유의미한 영향을 미칠 것이다. 가설(2)는 모기업 특성은 중남미 진출 모기업의 기업가치에 유의미한 영향을 미칠 것이다. 가설(3)은 자회사 특성이 중남미 진출 모기업

의 기업가치에 유의미한 영향을 미칠 것이다.

본 연구 주제는 전략적인 중남미 진출 차원에서 브라질, 아르헨티나, 칠레, 페루 지역으로 진출한 국내 기업을 대상으로 기업가치 결정요인이 무엇인지에 관한 것이다. 또한 본 연구는 성장가능성이 있는 중남미 지역의 국내기업 진출에 대한 실증분석 결과를 바탕으로 앞으로 중남미 지역에 성공적인 진출을 위한 정보를 제공하고 국내기업의 기업성과 증진을 위한 전략적 방향을 제시하는 것이 주요 목적이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 이론적 연구 배경인 중남미 투자와 관련된 연구를 분석하고 해외투자자와 기업가치에 관한 연구를 바탕으로 본 연구의 가설을 설정하고자 한다. 제3장에서는 가설을 검증하기 위한 세 가지 연구모형을 제시한다. 또한 제4장에서는 실증분석 결과들을 제시하고, 제5장에서 결과와 시사점을 논의하고자 한다.

II. 연구배경 및 가설

본 장에서는 중남미 지역 투자와 관련된 선행 연구들을 분석하고, 해외투자와 기업가치에 관한 문헌들을 살펴보려고 한다. 우선, 중남미 지역 투자와 관련된 선행 연구들을 알아보고자 한다. 한국기업의 해외진출과 관련된 연구들은 특정 지역의 투자환경 및 진출전략, 자회사 소유지분 결정에 관한 연구, 그리고 기업성과에 대한 것이다. 그러나 국내기업의 진출 지역에 관한 연구는 주로 미국과 중국 지역으로 치중되어 있어 중남미 지역에 관련된 미시적인 실증연구는 한정적이다. 대부분 중남미 연구들은 중남미 투자환경에 관한 거시적 변수와 현황 및 설문조사를 통한 분석들로 이루어지고 있다 (Narantsetseg and Choi Chang-Hwan, 2016).

중남미 진출 전략과 관련된 선행연구로 Kim Young-Min, Kim Hyung-Ju and Sim Jae-Wong (1996)은 브라질, 아르헨티나, 멕시코, 칠레, 페루 중남미 5개국의 산업 및 소비 현황, 중남미 진출시 고려사항과 각 국별 진출 전략에 대한 연구 결과를 제시한다. Kwon Ki-Su et al. (2007)는 중남미 경제 구조와 대중남미 통상 진출 전략에 대하여 중장기 관점에서 제시하고 있고, Choi Yoon-Kook (2005)은 거시적 관점에서 중남미 경제 개발 패러다임의 변화 및 투자환경의 특성과 중남미 협력 특성에 대한 논의를 제시한다.

중남미 투자진출 결정요인에 관련된 연구로 Kwon Ki-Su, Kim Jin-O and Ko Hee-Chae (2009)는 중남미 경제 구조와 대중남미 통상전략, 중남미 투자환경, 한국기업의 대중남미 투자 현황과 투자 결정요인 등에 관하여 체계적이고 종합적으로 중남미에 대한 투자진출의 성과와 과제에 대해 분석하였다. 이 연구에서는 중력모형에 근거하여 1988년에서 2008년간 대중남미 직접투자 결정요인으로 우리나라의 각 국별 해외직접투자액, 중남미 투자대상국의 GDP, 양국간 거리, 부패지수, 미국 GDP 변수로 실증분석 한다. 그리고, Kim Seung-Il, Oh Hwa-Seok and Kee Hyun-Seo (2013)는 콜롬비아, 페루, 칠레 중남미 3개국을 대상으로 경제 현황, 인프라, 산업구성과 정책 등을 분석하

여 한국 중소기업의 진출 유망분야와 지역을 선정하여 현지국 진출방안과 관련정책을 제시한다.

한편, 중남미 진출 국내기업에 관한 미시적 자료를 근거로 실증분석한 Kwon Ki-Su and Ko Hee-Chae (2010)는 중남미에 진출한 한국기업의 설문조사를 바탕으로 현지화가 기업성과에 미치는 영향을 분석한다. 이 연구에서는 136개 기업을 대상으로 기업규모가 크고 현지 시장 특성이 양호할수록 높은 경영성과를 보인다는 연구결과를 보여주고 있다. 이 연구는 설문조사를 통한 연구결과로써 경영성과는 현지법인의 성과 만족도로 측정하였고, 중남미 지역 전체를 분석대상으로 하였으나 국가별 차이점에 대해 고려하지 않았다.

이러한 선행연구를 바탕으로 본 연구는 기업차원 자료를 근거로 국내 기업의 중남미 진출시 기업가치 향상을 위한 결정요인들을 분석한다는 점에서 기존 연구와 큰 차별점을 보인다. 또한 분석하고자 하는 중남미 국가별 차이점에 있어 현지국 특성을 반영하고, 모기업과 자회사의 특성 요인들을 구별하여 기업가치에 미치는 영향을 구체적으로 분석하려 한다.

다음으로 해외투자와 관련된 연구들을 살펴보면, 해외진출의 전략적인 차원 연구들(Yim Jeong-Dae, Kim Seok-Chin and Jung Se-Jin, 2018)은 많으나 모기업의 기업가치나 경영성과와 관련된 재무적인 측면의 연구들은 제한적이다. 본 장에서는 해외직접투자의 기업가치 결정요인에 관련된 연구들을 살펴보고자 한다.

이에 해외직접투자와 기업가치의 관계에 관련된 연구들을 조사해보고자 한다. 해외직접투자를 국제합작투자와 해외기업인수로 구분하여 국제합작투자가 주주부에 미치는 영향에 대한 연구(Hanvanich and Cavusgil, 2001; Lee Jang-Rho and Park Ji-Hoon, 2005)와 해외기업인수와 주주부에 관한 연구(Morck and Yeung, 1992; Ji Ho-Jun and Jeon Young-Gab, 1999)가 있다.

또한 지역별 연구는 주로 한국의 주요 진출국인 중국과 미국을 중심으로 한 연구가 많이 이루어지고 있다. 한국의 주요 진출 지역에 관한 연구는 한국기업의 중국 진출과 관련된 연

구(Suh Min-Kyo, 2009)가 있으며 미국기업의 해외투자에 대한 연구(Doukas and Travlos, 1988; Markides and Ittner, 1994; Datta and Punia, 1995; Gleason, Lee and Mathur, 2002)도 있다.

한편, 해외투자에 대한 사건연구인 Suh Min-Kyo and Yi Ka-Youn (2008)은 한국기업의 해외투자 공시는 주주부를 증가시킨다는 실증결과를 제시한다. 이 연구는 모기업의 연구개발집약도와 광고집약도가 높을수록, 해외투자 규모가 클수록, 합작투자보다는 단독투자가 기업가치에 긍정적이라는 연구결과를 제시한다. Choe Soon-Kyoo, Lee Jae-Eun and Park Young-Ryeol (2009)의 연구에서는 외국인 다국적기업의 자회사 CEO 국적과 자산수익률(ROA)로 측정된 재무적 성과의 관계에 대해서 실증분석 한다. 국제경영학 관련 선행연구에서는 해외사업 성과를 측정하기 위해 외국인 투자기업의 재무적 경영성과로 총자산에 대한 당기순이익률(ROA)을 많이 활용한다(Click, 2005).

해외진출이 주가수익률에 미치는 영향에 관한 공시효과 관련된 연구들은 상반된 실증 결과들을 보여주고 있다. 주로 해외투자가 기업가치에 양(+)의 공시효과를 가진다는 연구들이 많이 있다(Morck and Yeung, 1992; Markides and Ittner, 1994; Eun, Kolodny and Scheraga, 1996; Kang, J. K., 1993; Suh Min-Kyo and Yi Ka-Youn, 2008). 그러나 국제합작투자나 해외기업인수와 같은 해외 투자는 기업가치를 증가시키지 않거나 음(-)의 영향을 미친다는 연구들도 있다(Datta and Punia, 1995; Merchant, 1995; Jonsson, 1995; Ji Ho-Jun and Jeon Young-Gab, 1999).

중남미 지역 투자와 해외직접투자의 기업가치 결정요인과 관련된 연구들에 근거하여 본 연구의 해외직접투자 결정요인들의 변수를 설정하고 가설을 설정해보고자 한다. 본 연구는 중남미 진출 국가의 기업가치를 결정하는 요인을 크게 현지국 특성, 모기업 특성, 자회사 특성 요인의 세가지 차원으로 구분한다. 해외진출이 기업가치에 미치는 영향의 요인인 현지국 특성은 주요 중남미국의 국가 변수와 시장규모로 측정하고, 모기업 특성은 국제화 수준, 무형자

산 보유 수준인 연구개발집약도와 광고집약도, 대규모기업집단 변수를 설정한다. 또한 자회사 특성은 현지종업원 비율, 자회사 투자규모, 진입전략, 투자방법, 현지 진출 경과연수를 포함한다. 이러한 설명변수들 중에서도 기존연구와는 다르게 본 연구에서는 주요 중남미 국가를 구별하여 중남미 주요 국가별 환경의 차이점을 찾아보고, 모기업의 국제화 수준, 자산특이성 및 진입형태, 투자방법, 현지 종업원 비율이라는 독립변수를 설정하고자 한다. 한편, 기존연구에서 제시된 통제변수는 시장규모, 대규모기업집단 여부, 현지 투자규모, 진출 경과연수이다. 각 설명변수들을 상세히 살펴보고 기존 연구들에 근거하여 다음과 같은 가설들을 설정하려 한다.

첫째, 현지국 특성과 관련된 요인 중에서 중남미 주요 국가 변수를 설명변수로 설정한다. 모회사의 모국과 자회사의 피투자국 간의 문화적 거리는 경영성과 및 기업가치에 영향을 미친다. 자회사의 현지국 문화가 모기업의 문화와 차이가 크면 모회사의 경영기법이나 기술 및 마케팅 노하우를 자회사에 이전하는데 어려움이 있다. 그러므로 경영관리, 서비스 및 마케팅 등을 자회사 국가에 맞게 현지화해야 한다(Rosenzweig and Nohria, 1994; Dougias and Wind, 1987).

본 연구는 중남미 국가들 중에서도 국내 기업의 대중남미 투자비중이 상대적으로 높은 브라질(10.6%), 페루(7.3%), 아르헨티나(1.7%), 칠레(1.1%)에 진출한 국내기업들을 대상으로 실증분석하려고 한다. 같은 문화권이지만 각 국가 간에 현지국 특성을 반영하기 위해 시장규모와 관련된 변수로 투자환경의 차이를 통제하고자 한다. 현지국 특성 요인과 관련된 가설은 다음과 같이 설정한다.

가설1. 현지국 특성(진출한 국가)은 중남미 진출 모기업의 기업가치에 유의미한 영향을 미칠 것이다.

둘째, 모기업 특성과 관련된 요인은 국제화 수준, 연구개발집약도와 광고집약도로 측정한 무형자산의 보유수준, 대규모기업 집단 소속

여부 변수로 설정하여 가설을 설정하고자 한다.

우선, 국제화 수준은 해외 자회사가 많아 해외 진출 경험이 많은 기업은 해외 투자 시에 겪게 되는 외국인 비용보다 경쟁력 있는 핵심 역량을 보유하고 있어 성과가 향상된다(Delios and Beamish, 2001; Markides and Ittner, 1994; Lee Jang-Rho and Kim Yong-Sig, 1998). 기업의 국제화 수준은 여러 가지 측정 방식이 있다. 국제화 수준과 관련된 연구를 살펴보면, 기업이 보유한 해외자산 지수에 관한 연구(Gomes and Ramaswamy, 1999)도 있으며, 기업이 진출한 국가(Tallman and Li, 1996) 및 얼마나 많은 해외 자회사가 있는지에 관한 논문(Stopford and Wells, 1972) 등이 있다. 본 연구에서는 중남미 진출 기업의 국제화 변수를 기업의 해외 자회사 수로 측정하고자 한다.

모기업의 무형자산의 보유수준인 자산특이성은 연구개발집약도와 광고집약도로 측정한다. 모기업의 무형자산의 보유는 해외진출 시 모방하기 어려운 독점적 경쟁우위를 갖는 요소이므로 기업가치에 중요한 결정요인으로 작용한다. 기존연구에서 미국기업의 해외진출시 모기업의 연구개발집약도가 클수록 누적초과이익 및 기업의 시장가치에 긍정적인 영향을 미친다(Reuer, 2001). 또한 모기업의 연구개발집약도와 광고집약도가 기업 가치에 양(+)의 영향을 미친다는 연구들이 있다(Morck and Yeung, 1992; Suh Min-Kyo and Yi Ka-Youn, 2008). 따라서 본 연구에서 연구개발집약도와 광고집약도를 포함한 무형자산의 보유수준인 자산특이성을 변수로 설정한다.

또한 대규모기업집단 소속 여부에 따라 중남미 진출 모기업의 기업가치에 영향을 미칠 것이다. 한국기업의 특성상 대규모기업집단에 속한 기업은 기업규모가 크며 상대적으로 풍부한 경영자원을 보유하고 있어 해외 진출을 통해 발생하는 외국인 비용을 극복할 수 있는 핵심 역량이 있다. 특히 국내 기업은 대규모기업 집단 소속 여부에 따라 경영자원 및 역량에 상당한 차이를 가지고 있으므로 대규모기업 집단 여부를 통제 변수로 설정하고자 한다. 따라서 중남미에 진출한 모기업의 특성과 관련된 가설은 다음과 같이 설정한다.

가설2. 모기업 특성(국제화 수준, 자산특이성)은 중남미 진출 모기업의 기업가치에 유의미한 영향을 미칠 것이다.

셋째, 중남미에 진출한 자회사와 관련된 요인은 현지 종업원 비율, 투자규모, 진입형태, 투자방법, 진출 경과연수로 설정하여 실증분석한다. 본 연구의 주요 설명변수인 현지 종업원 비율은 전체 종업원에서 현지 종업원이 차지하는 비중으로 현지화된 종업원이 기업가치에 미치는 영향에 대해 어떠한 영향을 미치는지 분석하려고 한다. 기존 연구에서 제시되지 않은 차별적인 변수로 중남미 국가의 경우 현지화의 정도가 기업가치에 어떠한 관계가 있는지 실증 분석하고자 한다. 또한 본 연구는 중남미 진출 기업의 투자규모를 통제변수로 설정한다. 해외진출시에 투자 규모가 크다는 것은 모기업의 경영자원 몰입도와 관심이 높은 집중 사업이라는 것을 의미한다. 규모가 작은 투자보다 규모가 큰 해외진출 사업이 기업가치에 더욱 긍정적인 영향을 미칠 것이다(Markides and Ittner, 1994).

중남미 진출시에 진입 전략인 투자방법도 기업가치에 영향을 미칠 것이다. 해외직접투자 방법은 단독투자와 합작투자로 구분하여 실증 연구한다. 단독투자는 거래비용관점에서나 경영의사결정의 신속성으로 인하여 합작투자보다 해외진출하는 기업의 가치에 보다 긍정적인 영향을 미치는 경향이 있다(Markides and Oyon, 1998; Suh Min-Kyo, 2009). 이는 해외진출시 투자형태에 따라 다르게 기업가치에 영향을 미치기 때문이다.

마지막으로 중남미 진출 국가의 현지국 특성 요인으로 기존연구에서 제시된 진출 경과연수는 측정시점을 기준으로 진출연도의 차이로 측정하여 현지국에서 영업한 기간에 따른 기업가치에 미치는 영향을 분석하려고 한다. 따라서 자회사 특성 요인과 관련된 가설을 다음과 같이 설정한다.

가설3. 자회사 특성(현지종업원 비율, 진입형태, 투자방법)은 중남미 진출 모기업의 기업가치에 유의미한 영향을 미칠 것이다.

Table 2. List of Companies by Country

Country	Company	Year
Brazil	심플라인브라질	2004
Brazil	디에이티	2003
Brazil	삼성SDI	1996
Brazil	(주)LG화학	2005
Brazil	한진해운	1996
Brazil	효성	1993
Brazil	한국타이어	1994
Brazil	삼성물산	1990
Brazil	LG상사	1987
Brazil	금호타이어	2000
Brazil	대우인터내셔널	1980
Brazil	삼성SDS	2004
Brazil	(주)세라젬의료기	2005
Brazil	메디슨	1997
Brazil	삼성전기	1993
Brazil	서울전자통신	2001
Brazil	다솔	2006
Brazil	효성	2007
Brazil	외환은행	1998
Brazil	한국산업은행	2005
Brazil	CJ	2005
Brazil	삼성전자	1995
Brazil	SK	2000
Brazil	LG전자	1995
Brazil	대우 일렉트로닉스	1994
Brazil	오토닉스	2005
Brazil	유코카캐리어스	1994
Brazil	제본	2001
Brazil	(주)센스타산업봉제기계	2005
Brazil	중소기업진흥공단	2004
Brazil	한국수출보험공사	1994
Brazil	한국수출입은행	1993
Brazil	(주)STXPANOCEAN	1994
Brazil	포스코	1975
Brazil	온게임	2004
Brazil	코브라스코	1996
Argentina	(주)동남 아르헨티나지사	1992
Argentina	삼성전자아르헨티나법인	1996
Argentina	LG전자	1986
Argentina	(주)가나마린	1991
Argentina	페트로페라	2005
Argentina	(주)골든오일	2004
Argentina	한성기업(주)	1985
Argentina	대우일렉트로닉스 부에노스아이레스지사	2004
Argentina	(주)대우인터내셔널 부에노스아이레스지사	1977
Argentina	(주)아리온테크놀로지	2007
Argentina	동아 아르헨티나주식회사	1991

Country	Company	Year
Chile	한국타이어 칠레지점	2007
Chile	삼성전자 칠레법인	1981
Chile	세라젬 칠레	2004
Chile	대우일렉 칠레법인(주)	1993
Chile	LG전자칠레법인	1981
Chile	삼성물산	1980
Chile	(주)티지엘 칠레	2005
Chile	포스코건설 칠레지사	2006
Chile	현대중합상사(주)	1982
Chile	STX팬오션(주)산티아고사무소	1987
Chile	위텍스해운항공 칠레법인	2005
Chile	신광산업 칠레법인	2007
Chile	이건 라우따로	1993
Chile	코로넬 호텔	2007
Peru	Corea Trade SAC	2003
Peru	대원수산	2000
Peru	페루코 해운(주)	1992
Peru	한국석유공사 페루사무소	1996
Peru	인트라월드와이드	1999
Peru	페루코	1990
Peru	하나로	1998
Peru	CNC SAC	2001
Peru	(주)대우인터내셔널	1996
Peru	리마연합 여행사	2004
Peru	아우토 코리아(주)	2002
Peru	삼성전자	1996
Peru	삼성전자	1996
Peru	Park-Lab	1999
Peru	페스코 마린	2005
Peru	육일사	1997
Peru	가마무역	1995
Peru	고려여행사	1997
Peru	트랜스서비스	1999
Peru	후리코(주)	1997
Peru	LG전자	1997
Peru	LJ PERU S.A.	2002
Peru	Mega Internacional Service SAC	1997
Peru	SK(주)	1996
Peru	Ultra Frio SAC	2002
Peru	Pesqueria Producto del Kope E.I.R.L.	2000

Source: KOTRA Overseas Korean Company Directory

이러한 세 가지 가설을 설정하고, 이에 근거 하여 다음과 같은 연구모형을 통해 실증분석을 하고자 한다.

Ⅲ. 연구방법

1. 연구자료

주요 중남미 지역에 진출한 국내 기업들을 파악하고 중남미 진출이 국내 모기업의 기업가치 향상에 영향을 미치는 결정요인에 관한 연구자료를 제시하고자 한다. 본 연구의 표본 및 변수에 대해 살펴보면, 표본은 KOTRA 해외진출 한국기업 디렉토리를 발간한 2011년 기준으로 중남미 지역에 해외진출 기업 대상으로 한다(〈Table 2〉 참조). 본 연구에서 중남미 진출 국가는 연도별 중남미 투자 비중이 상대적으로 높은 브라질, 아르헨티나, 칠레, 페루를 대상으로 한다. 이 기간에 중남미 진출 기업 관련된 기업 자료는 KIND(Korea Integrated News Database System)와 KOTRA의 해외진출 한국기업 디렉토리를 통해 수집한다. 그리고 진출 기업의 재무 관련 자료는 금융감독원 전자공시시스템(DART)의 사업보고서로 수집한다.

2. 연구모형

본 연구는 다음과 같은 회귀분석 모형을 통해 중남미 진출의 기업가치에 영향을 미치는 요인들에 대해서 분석하고자 한다. 중남미 진출시 종속변수인 당기순이익으로 본 기업가치에 영향을 미치는 세 가지 차원의 요인으로 현지국 특성, 모기업 및 자회사의 특성과 관련된 변수들을 독립변수로 설정한다. 가설검정을 위한 회귀모형은 다음과 같다. 가설(1)은 다음 연구모형(1)에 근거하여 주요 설명변수는 국가변수이고, 시장규모는 통제변수로 현지국 특성이 기업성공에 미치는 영향에 관하여 알아보하고자 한다.

연구모형(1)

$$VAR_i = \beta_0 + (\beta_1 \cdot NAT_i + \beta_2 \cdot MKT_i) + \alpha_i + \epsilon_i \quad (1)$$

연구모형(2)는 다음과 같이 국제화수준, 자산특이성, 대규모 기업집단 여부로 측정된 모기업 특성을 통해 기업성공에 미치는 영향을

분석하여 가설(2)를 검증하고자 한다. 모기업 특성의 주요 설명변수는 국제화 수준과 자산특이성이며 대규모기업 집단 여부는 통제변수로 설정한다.

연구모형(2)

$$VAR_i = \beta_0 + (\beta_1 \cdot NAT_i + \beta_2 \cdot MKT_i) + (\beta_3 \cdot MNC_i + \beta_4 \cdot ASSET_i + \beta_5 \cdot DUMGroup_i) + \alpha_i + \epsilon_i \quad (2)$$

마지막으로 연구모형(3)은 현지국 특성, 모기업 특성, 자회사의 특성들이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 알아보하고자 한다. 특히 자회사 특성은 현지 종업원 비율, 진입형태, 투자방법, 투자규모, 진출 경과연수를 포함하여 가설(3)을 검증하려고 한다. 연구모형(3)의 주요 설명변수는 현지종업원 비율, 진입형태, 투자방법이고, 통제변수는 투자규모, 진출 경과연수이다.

연구모형(3)

$$VAR_i = \beta_0 + (\beta_1 \cdot NAT_i + \beta_2 \cdot MKT_i) + (\beta_3 \cdot MNC_i + \beta_4 \cdot ASSET_i + \beta_5 \cdot DUMGroup_i) + (\beta_6 \cdot EMP_i + \beta_7 \cdot ENT_i + \beta_8 \cdot INV_i + \beta_9 \cdot INVAM_i + \beta_{10} \cdot AGE_i) + \alpha_i + \epsilon_i \quad (3)$$

(i: 중남미 진출 기업 1,, N

VAR: 기업성과

NAT: 주요 중남미 국가 코드

MKT: 시장규모

MNC: 국제화 수준 ASSET: 자산특이성

DUMGroup: 대규모기업집단 더미

EMP: 현지 종업원 비율 ENT: 진입형태

INV: 투자방법

INVAM: 투자규모 AGE: 진출경과연수)

독립변수는 현지국 특성과 관련된 변수, 모기업의 특성과 관련된 변수, 현지 자회사와 관련된 변수로 구분된다. 현지국 특성과 관련된 독립변수인 국가변수(NAT)는 주요 중남미 국가인 브라질, 아르헨티나, 칠레, 페루 중에서 진

Table 3. Descriptive Statistics

Factor		Variable	Mean	Standard Deviation
Host Country Characteristics	Independent	Country	1.93	1.26
	Control	Market	1.37	8.71
	Independent	Internationalization	36.10	28.20
Parent Company Characteristics	Independent	Asset Specificity	8.75	1.39
	Control	Chaebol Dummy	0.61	0.49
	Independent	Local Employees	0.86	0.10
	Independent	Entry Mode	2.58	1.38
Subsidiary Characteristics	Independent	Investment Method	1.16	0.58
	Control	Investment Amount	2.99	7.58
	Control	Business Year	15.29	7.18

출 국가를 구별하는 변수이고, 통제변수인 시장규모(MKT)는 주요 중남미 진출한 각 국가의 인구로 측정한다.

모기업의 특성과 관련된 변수인 국제화 수준은 Stopford and Wells(1972)의 측정 방법인 해외 자회사 수로 측정한다. 또한 연구개발집약도와 광고집약도를 포함하는 자산특이성 변수는 모기업의 무형자산(ASSET) 수준을 의미한다. 또한 통제변수는 모기업의 기업규모와 관련하여 대규모기업 집단에 소속되었는지 여부에 대한 더미변수(DumGrop)를 설정하고자 한다.

한편, 현지국 자회사의 특성과 관련된 변수로는 현지화 수준과 관련된 변수인 현지 종업원 비율(EMP)은 전체 자회사 종업원 대비 현지 종업원 비율로 측정한다. 중남미 진입형태(ENT)는 생산법인, 서비스법인, 지점, 판매법인으로 나누어 구분한다. 또한 투자방법(INV)은 신설투자, 합작투자, M&A로 구분하여 분석한다. 통제변수로 설정한 중남미 진출시 자회사의 규모를 판단할 수 있는 투자규모(INV)는 투자금액으로 분석하고자 한다. 통제변수인 중남미 진출 경과연수(AGE)는 측정시점을 기준으로 진출연도의 차이로 측정하려고 한다. 이러한 세가지 연구모형을 근거로 실증분석 결과를 제시한다.

IV. 실증분석

본 연구는 연구모형에 따라 자료를 구할 수 없거나 결측치를 가진 변수는 제외하고, 최종 변수들로 실증분석 한다. 회귀분석을 통해 가설(1)은 현지국 특성, 가설(2)는 모기업 특성을 포함하고, 가설(3)에서는 자회사 특성 요인들까지 포함하여 기업성과에 어떠한 영향을 미치는 실증결과를 제시하고자 한다.

현지국 특성에 대해 진출한 국가를 분류하고 시장규모는 인구 측정치를 제시하고 있다. 모기업 특성은 해외자회사 계열수로 측정된 국제화 수준, 무형자산으로 측정된 자산 특이성, 대규모 기업집단에 소속되었는지 여부에 따른 변수로 그 영향관계를 살펴보고자 한다. 그리고 자회사 특성은 현지 자회사의 전체 종업원에서 현지 종업원이 차지하는 비율, 진입형태, 투자방법, 진출경과연수를 통해서 그 특징을 통계 분석한다. <Table 3>에서는 표본 통제변수에 대한 기초 통계량을 제시하고 있다. 각 요인에 대한 변수들의 기초 통계량은 다음과 같다.

본 연구 가설(1)은 진출한 국가와 시장규모를 통해 현지국 특성이 중남미 진출 기업가치에 유의적 영향을 미치는지에 대한 실증결과를 <Table 4>의 연구모형(1)에서 제시하고 있다. 연구모형(1)에 따른 실증결과는 인구로 표현된

Table 4. Empirical Result

Variable	Model 1	Model 2	Model 3
Host Country Characteristics			
Country	-0.79	1.14	0.20
Market	-0.72	1.63	0.83
Parent Company Characteristics			
Internationalization		-1.28	-0.80
Asset Specificity		9.05***	8.22***
Chaebol Dummy		-1.32	-0.79
Subsidiary Characteristics			
Local Employees			-0.19
Entry Mode			1.01
Investment Method			3.31***
Investment Amount			-0.08
Business Year			-0.10
Constant	0.92	-1.28	-0.92
R-sq	0.02	0.81	0.89

Note: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.001$.

시장규모가 기업가치에 유의적인 영향을 보여 주고 있지 않다. 이러한 결과는 이미 비슷한 중남미 국가 간에 현지국 간의 차별성이 나타나지 않는 것으로 보인다. 현지국 특성인 중남미 지역은 비슷한 문화권을 형성하기 때문에 이미 이 지역에 진출한 기업들이 기업가치에 미치는 영향력이 미미한 것이다.

〈Table 4〉의 연구모형(2)에서는 국제화 수준, 자산특이성, 대규모기업집단으로 측정된 모기업의 특성이 기업가치에 어떠한 영향을 주는 지 실증결과를 제시하고 있다. 현지국 특성을 통제하고 모기업 특성들의 관계에 대해서 보다 구체적으로 분석한다. 연구모형(2)의 회귀분석 결과는 자산특이성이 기업가치에 유의적인 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 모기업의 자산특이성이 높을수록 중남미에 진출한 기업들의 성과가 더 높다는 것을 의미한다. 모기업이 연구개발비나 광고집약도가 높을수록, 무형자산이 큰 기업일수록 중남미에 진출한 기업의 기업가치에는 더 긍정적인 영향을

미친다는 것을 알 수 있다. 한국기업이 문화적 차이가 크고, 물리적 거리가 먼 중남미 지역에 진출하기 위해서는 모기업의 경쟁적 우위가 상당히 커서 외국인 비용을 상쇄하고도 남아야 그 지역에서 성공적인 진출을 할 수 있다. 따라서 다른 요인보다도 기업의 독점적 경쟁력을 의미하는 자산특이성 측면에서 경쟁적 우위가 중남미 진출의 기업가치 향상에 중요한 요인으로 작용하고 있다는 것을 의미한다.

연구모형(3)의 회귀분석 결과는 가설(3)에 대한 설명을 제시하고 있다. 가설(3)은 자회사의 특성인 현지종업원 비율, 진입형태, 투자방법, 투자규모, 진출한 경과연수에 따라서 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 회귀분석을 한 것이다. 연구모형(3)은 현지국 특성과 모기업 특성을 통제하고 자회사의 특성이 기업가치에 미치는 영향을 자세히 살펴보고자 한다. 이에 실증결과는 투자방법이 기업가치에 유의적으로 양의 영향을 미치고 있다는 결과를 보여주고 있다. 투자형태는 신설투자, 합작투자, M&A

로 분류하였다. 이러한 투자형태는 중남미 진출한 국가의 기업성과에 중요한 결정요인이라는 것을 알 수 있다.

해외직접투자의 방법에는 합작투자, 단독투자인 신설투자자와 인수합병이 있다. 직접투자 방법을 결정할 때 고려사항은 현지국의 정부규제나 정보의 필요성, 현지국의 유통채널 및 파트너의 보완적 경영자원이 필요한지 고려하여 합작투자자와 단독투자 방법을 결정하게 된다. 또한 단독투자 방법에는 신설투자자와 인수합병이 있는데, 이러한 방법의 결정시에는 빠른 진입이 필요한지, 기술 획득의 가능성 여부, 피인수기업의 가격이 적정한지, 자신의 기술을 이전해야 할 필요성이 있는지를 고려하여 선택하게 된다(Chang Sea-Jin, 2017).

연구모형(3)의 실증결과는 중남미 국가에 투자방법에 있어서 단독투자보다는 합작투자가 더 유의미하게 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 제시한다. 이는 국내기업들은 중남미 시장에서 노사관계 문제, 규제 상이성, 문화적 차이가 크므로 중남미 협력 파트너가 다른 지역보다 더욱 필요하다. 중남미 지역은 환경이 매우 차이가 크고, 기업 문화와 언어도 달라 현지 파트너로부터 현지국의 규제나 정보, 현지국 유통채널 등 현지 파트너와의 합작투자가 더 유리하다는 것을 알 수 있다.

따라서 본 연구의 회귀분석은 중남미에 진출한 한국기업의 기업성과 향상을 위한 주요 결정요인으로 외국인 비용을 상쇄가능한 경쟁우위를 지닌 모기업의 자산특이성과 현지 파트너를 가진 합작투자 방법이라는 실증적 결과를 제시해주고 있다.

V. 결론

본 연구는 중남미 지역에 진출한 한국기업의 성과 향상을 위한 주요 결정요인이 무엇인지 실증분석 한다. 중남미 지역에 진출한 기업의 기업가치에 영향을 미치는 요인으로 현지국 특성, 모기업 특성, 자회사 특성으로 구분하여 연구모형을 설정한다.

실증분석에 따르면 중남미에 진출한 한국기

업은 중남미 지역내 국가 간에 있어서 기업성과에 미치는 영향은 크게 차이가 없다는 결과를 제시하고 있다. 중남미 지역내 국가들은 언어적으로 동일하고 문화적으로 비슷하며, 지리적으로 근접하여 현지국의 차이에 따른 기업가치에는 큰 영향을 미치지 못하는 것을 알 수 있다. 실제로 중남미의 한 지역에 진출시 다른 중남미 국가로의 진출이 더 용이하고 성공 가능성이 높아질 수 있다.

반면 모기업의 자산특이성이 기업가치에 주요한 결정요인으로 작용한다는 실증분석 결과를 보여주고 있다. 한국기업의 중남미 진출은 지역적으로 거리가 있고 언어나 기업문화 등 문화적 환경에 있어서 차이가 많아 외국인 비용이 매우 크다. 따라서 중남미 지역에 진출하는 한국기업은 큰 외국인 비용을 극복할 수 있는 자산특이성이라는 경쟁우위가 중요한 요인으로 작용한다. 모기업은 무형자산에 대한 독점적 경쟁력을 가지고 있어 다른 기업과 큰 차별적인 요인이 있어야 중남미 시장 진입에 성공할 가능성이 높다.

그리고, 본 연구는 중남미 진출시 합작투자 방법이 기업가치 증진에 주요한 결정요인으로 작용한다는 통계적 결과를 제시한다. 합작투자는 현지국의 규제나 진입장벽이 높고, 정보가 필요하며 현지 파트너의 경영자원으로 보완 가능한 해외직접투자 방법이다. 국내기업이 중남미 지역 진출 시 진입장벽으로는 잦은 파업으로 인한 노사관계, 관료주의나 상이한 법률 및 규제 등이 있다. 중남미 지역은 정보가 부족하고 문화적 차이가 크므로 현지 파트너가 필요한 지역이라는 것을 알 수 있다. 이러한 이유로 기업들은 중남미 지역 진출시 단독투자보다는 현지 파트너와 합작투자를 통해서 협력이 중요하다는 실증결과를 제시하고 있다.

실무적으로 남미 전문가에 따르면, 전 브라질 리우데자네이루 무역관장 최정석 부장은 “브라질은 세계 6위의 외국인투자 유치국으로 부상했지만 아직 복잡한 노무관리와 관료주의, 과도한 세금 등으로 현지 생산 시 추가 비용이 발생할 수 있다”고 했다. 또한 전 아르헨티나 부에노스아이레스 무역관 부관장 윤예찬 차장은 “아르헨티나는 높은 수입관세와 정부 정책

의 불안정이 주요 리스크이다”라고 설명했다 (Newsis, 2018, October 26). 이처럼 중남미 지역은 외국인 비용이 상당히 크고, 현지국 규제나 진입장벽이 매우 높다. 그러므로 본 연구의 실증결과가 보여준대로 모기업 자산특이성이 커서 상당한 경쟁우위를 가지고 있어야 하며 현지파트너와 합작투자를 통해 전략적인 진출을 해야만 한다.

기존 중남미 연구들은 거시적 자료나 설문자료를 통하여 중남미 지역 전체에 대해 개괄적인 설명을 하고 있다. 본 연구는 중남미 지역에 진출한 기업들의 미시적 자료를 근거로 현지국 특성과 모기업 특성 및 자회사의 특성 요인들을 구별하여 세가지 차원의 요인들이 기업가치와 어떠한 관계가 있는지 분석한다는 점에서 기존연구와 차별적이다. 특히 본 연구는 기존

연구에서 제시된 결정요인들은 통제된 후, 본 연구의 주요 변수인 주요 중남미 지역 내의 국가별 차이점을 살펴보고, 모기업의 국제화 수준과 자산특이성 및 자회사의 현지 종업원의 비율, 투자방법, 진입전략이라는 차별적인 설명 변수를 설정하여 중남미 진출 기업의 기업가치에 미치는 새로운 변수의 실증결과를 제시하고 있다.

중남미 지역은 문화적이고 지리적으로 동일한 특징이 있음에도 불구하고 각 지역별로 시장성에 있어 뚜렷한 차이점이 존재한다. 이러한 차이점을 인지하고 국가별로 다르게 진출 전략을 세워야한다. 본 연구의 차별적인 연구 시도에도 불구하고 중남미 지역의 자료적인 한계를 극복하여 더 많은 중남미 국가들에 대한 향후 연구가 활발히 진행되어야 하겠다.

References

- Chang, Sea-Jin (2017), *Global Business Management* (8th ed.), Pakyoungsa.
- Choe, Soon-Kyoo, Jae-Eun Lee and Young-Ryeol Park (2009), “Subsidiary CEO’s Nationality and Performance: Local Experience, Cultural Difference, and Firm Size”, *Korean Academic Society of Business Administration*, 38(4), 967-989.
- Choi, Yoon-Kook (2005), “Changes of Paradigm of Investment and Cooperation in Latin America: FDI basis”, *Journal of International Area Studies*, 9(2), 257-280.
- Click, R. W. (2005), “Financial and Political Risk in US Direct Foreign Investment”, *Journal of International Business Studies*, 36(5), 559-575.
- Datta, D. K. and G. Punia (1995), “Cross-Border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in US Acquiring Firms”, *Management international Review*, 35(4), 337-359.
- Delios, A. and P. Beamish (2001), “Survival and Profitability: The Roles of Experience and Intangible Assets in Foreign Subsidiary Performance”, *Academy of Management Journal*, 44(5), 1028-1038.
- Douglas, S. P. and Y. Wind (1987), “The Myth of Globalisation”, *Columbia Journal of World Business*, 22(4), 19-29.
- Doukas, J. and N. G. Travlos (1988), “The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*, 43(5), 1161-1175.
- Eun, C. S., R. Kolodny and C. Scheraga (1996), “Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth: Test of the Synergy and Internalization Hypotheses”, *Journal of Banking and Finance*, 20, 1559-1582.
- Gleason, K. C., C. I. Lee and I. Mathur (2002), “Dimensions of International Expansions by US Firms to China: Wealth Effects, Mode Selection, and Firm-specific Factors”, *International Review of Economics & Finance*, 11, 139-154.

- Gomes, L. K. and K. Ramaswamy (1999), "An Empirical Examination of the Form of the Relationship between Multinationality and Performance", *Journal of International Business Studies*, 30(1), 173-188.
- Hanvanich, S. and S. T. Cavusgil (2001), "Stock Market Reactions to International Joint Venture: An Event Analysis", *International Business Review*, 10, 139-154.
- Ji, Ho-Jun and Young-Gab Jeon (1999), "Does the Acquisition of a Foreign Company in Korea Increase Corporate Value?", *Asian Review of Financial Research*, 12(2), 69-93.
- Jonsson, T. (1995), *Value Creation in Mergers and Acquisitions: A Study of Swedish Domestic and Foreign Takeover*(Doctoral Thesis), Uppsala, Sweden: Uppsala University.
- Kang, J. K. (1993), "The International Market for Corporate Control: Mergers and Acquisitions of US Firms by Japanese Firms", *Journal of Financial Economics*, 34, 345-371.
- Kim, Seun-Gil, Hwa-Seok Oh and Hyun-Seo Kee (2013), *Strategies for Korean SMEs to Break into Latin American Markets: Based on the OLI Paradigm* (KIEP Studies in Comprehensive Regional Strategies, 13-15).
- Kim, Young-Min, Hyung-Ju Kim and Jae-Wong Sim (1996), *Strategies to Enter Latin America, a Promising Market in the 21st Century* (LG Economic Research Institute, 96-10).
- Kwon, Ki-Su and Hee-Chae Ko (2010), "A study on the relationship between localization and performance in Latin America: micro data analysis", *Revista Iberoamericana*, 21(2), 1-24.
- Kwon, Ki-Su, Jin-O Kim and Hee-Chae Ko (2009), *Korea's Overseas Direct Investment in Latin America: Its Performance and Challenges* (KIEP Policy Analysis, 09-20).
- Kwon, Ki-Su, Jin-O Kim, Su-Wan Park and Won-Ho Kim (2007), *Korea's Mid- to Long-Term Economic Strategy for the Latin America* (KIEP Analysis, 07-10).
- Lee, Jang-Rho and Ji-Hoon Park (2005), "An Empirical Study on Impact of Korean Firms' International Joint venture in China on the Firm Value and Its Determinants", *Journal of International Trade and Industry Studies*, 10(2), 69-94.
- Lee, Jang-Rho and Yong-Sig Kim (1988), "A Study on the Determinants of International Joint Venture's Performance of Korean Firms", *International Business Journal*, 9(1), 23-54.
- Markides, C. C. and D. Ittner (1994), "Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from US International Acquisitions", *Journal of International Business Studies*, 25(2), 343-366.
- Markides, C. C. and D. Oyon (1998), "International Acquisitions: Do They Create Value for Shareholders", *European Management Journal*, 16(2), 125-135.
- Merchant, H. (1995), *A Strategic Analysis of the Expected Performance of US Firms Participating in International Joint Venture* (Doctoral Thesis), West Lafayette, IN: Purdue University.
- Morck, R. and B. Yeung (1992), "Internalization: An Event Study Test", *Journal of International Economics*, 33, 165-188.
- Narantsetseg and Chang-Hwan Choi (2016), "Determinants of FDI in Developing Countries: Comparative Analysis of Asia, Africa and Latin America", *Journal of Korea Trade*, 41(4), 1-19.
- Newsis (2018, October 26), "Differentiation Strategies are needed for each Latin American Country", *Korea Trade news*.
- Reuer, J. J. (2001), "From Hybrids to Hierarchies: Shareholder Wealth Effects of Joint Venture Partner Buyouts", *Strategic Management Journal*, 22, 27-44.
- Rosenzweig, P. M. and N. Nohria (1994), "Influence on Human Resource Management Practices in Multinational Corporations", *Journal of International Business Studies*, 25, 229-251.

- Stopford, J. M. and L. T. Wells (1972), *Managing the Multinational Enterprise*, New York: Basic Books.
- Suh, Min-Kyo (2009), "Do International Expansions by Korean Firms to China Increase the Firm Value?", *Korean Academy of International Business Management*, 13(4), 173-195.
- Suh, Min-Kyo and Ka-Youn Yi (2008), "Do Korean Firms' FDI Increase the Shareholder Wealth?", *Korean Academy of International Business Management*, 12(4), 173-193.
- Tallman, S. and J. Li (1996), "Effects of International Diversity and Product Diversity on the Performance of Multinational Firms", *Academy of Management Journal*, 39, 179-196.
- Yim, Jeong-Dae, Seok-Chin Kim and Se-Jin Jung (2018), "The Effects of Inward Foreign Direct Investment on Innovation in Korean Industries", *Journal of Korea Trade*, 43(2), 87-105.