

國內企業과 外國人合作企業과의 經營成果에 관한 比較研究

— 上場製造業을 대상으로 —

金 在 棒*

A Study on the Performance of International Joint Ventures operating in Korea

Jae-Bong Kim

I. 序 論

1980년대 접어들면서 우리나라 經濟의 지속적인 成長과 꾸준한 對外開放政策에 따라 우리나라 기업들의 海外直接投資(outward investment)뿐만 아니라 우리나라에 대한 外國企業들의 直接投資(inward investment) 역시 크게 증가되고 있다.

즉, 1970년대 초반 年平均 1천 400만달러에 불과했던 外國企業들의 對韓直接投資는 輸出自由地域 설치 및 중화학공업에 대한 外國人投資留置의 확대로 1972년부터 1980년까지 年平均 1억 3000만 달러로 증가되었다. 특히 1980년대에 外國企業의 對內直接投資가 급속히 신장되어 1981년에 1억 5,100만달러, 1989년에는 8억 1,200달러가 (到着基準)유입되었다. 그리고 投資件當規模(認可基準)는 1960년대에 건당 70만달러에서 1989년에는 3백 24만 달러로 크게 대형화 되었다.

이와같이 우리나라에 대한 外國人直接投資가 크게 증가되고 있는 주요한 이유는 國內에 對外競爭力 있는 양질의 노동력이 풍부하고 國內市場의 잠재적 성장가능성이 크기 때문일 뿐만 아니라 外國直接企業에 대한 政府의 정책변화에서도 찾아볼 수 있다.

즉, 1980년대 초반까지 政府는 外國人에 의한 국내산업의 지배 우려때문에 선별인가 방침을 고수했으나, 최근들어 産業高度化를 위한 첨단기술도입의 원활화를 위해 外國人直接投資에 대한 문호를 크게 개방하였다. 특히 政府는 1984년 7월 外國人投資에 대한 기본법인 「外資導入法」을 개정하여, 外國人投資 허용범위를 확대하기 위해 投資可能分野만 열거하는 포지티브 시스템(positive system)에서 投資禁止 또는 制限되는 분야만 명시하는 네가티브 시스템(negative

* 韓國海洋大學, 海洋貿易學科

system)으로 정책을 전환, 外國人投資의 自由化 추진을 위한 기본골격을 마련하였다.

한편 企業의 海外直接投資活動은 크게 單獨投資(wholly owned greenfield), 合作投資(joint venture), 그리고 買入(acquisition)을 통해¹⁾ 이루어지는데, 최근 들어 合作投資를 통한 企業의 海外進出이 크게 증가되고 있다. 특히 多國籍企業이 開發途上國에서 國際經營活動을 수행하는 가장 지배적인 진출형태가 現地國企業과의 合作投資形態²⁾이다.

이와같은 세계적인 추세에 따라 급속히 증가되고 있는 外國企業의 對韓直接投資에서 外國人合作投資(inward joint venture)가 건수와 금액상으로 모두 큰 비중을 점하고 있어³⁾ 外國企業과 國內企業과의 企業協力(corporation coalition)方式이 중요한 의미를 띠고 있다.

따라서 本研究는 企業의 각종 財務資料를 이용하여 우리나라에서 經營活動을 하고 있는 外國人合作企業과 國內企業과의 經營成果를 비교·분석하고, 이들 토대로 外國人合作企業이 갖는 독점적우위요소(monoplistic power)를 파악하고자 한다. 또한 本研究는 回歸分析을 통해 企業의 超過市場價格(excess market value: Tohin's Q ratio)에 유용한 變數들을 國內企業과 外國人合作企業 각각 살펴보고자 한다.

II. 研究方法 및 變數의 定義

1. 研究方法

本研究는 크게 外國人合作企業과 國內企業과의 經營성과를 비교하는 측면과 두 기업집단의 초과시장가치에 유용한 變數들을 파악하는 두가지 측면에서 실시되었다. 먼저 企業의 經營성과는 財務的資料에 의한 測定, 企業의 存續(survival)에 의한 測定, 그리고 經營자의 주관적 평가에 의한 測定등에 의해 파악될 수 있으나, 本研究는 測定이 보다 용이하고 객관적인 財務諸表를 이용하여 經營성과를 측정하였다⁴⁾. 企業의 貸借對照表등 각종 財務諸表를 통해 수립된 資料들은 통계

1) Bruce Kogut and Harbir Singh, "The Effect of National Culture on the choice of Entry Mode", Journal of International Business Studies, Fall 1988, p. 412.

2) Paul W. Beamish and John C. Banks, "Equity Joint Ventures and Theory of Multinational Enterprise", Journal of International Business Studies, Summer 1987, p. 1.

일례로 美國企業들이 海外合作投資를 중심으로한 기업협력계약의 건수가 完全所有子會社보다 약 4배에 이르는 것으로 나타남.

Farok J. Contractor and Peter Lorange, Cooperative Strategies in International Business, Lexington, Mass., P.C. Heath and co., 1989. p. 1.

3) 1986년 9월 현재 우리나라 外國人合作投資의 실적은 총 외국인 직접투자 1323건, 2887 백만불 중 1139건 1825 백만불로 건수당 86.1%, 금액면에서 63.2%의 높은 비중을 점함. 재무부, 외국인 투자 현황, 1986. 10.

4) 합작기업의 成果를 재무적자료에 기초하여 측정하려는 시도는 L. Good(1972), W. Renforth(1974), T. Dang(1977)등의 연구에서 찾아볼 수 있음. 이러한 成果測定的의 주요한 한계점은 상이한 회계제도와 移轉價格政策으로 기업간 비교가 왜곡될 수 있다는 것임.

박의범, "국제합작 투자의 特質과 成果에 관한 연구", 韓國貿易學會學術發表大會論文集, 1989, 6, pp. 124~127.

적분석이 실시되는데 특히 外國人合作企業과 國內企業들의 標本平均間의 차이와 분포를 기초로 두 母集團平均의 차이를 검증하는 T檢證(T-Test)을 이용하였다.

한편 外國人合作企業과 國內企業의 초과시장가치에 영향을 미치는 變數는 기존 연구들에서 경험적으로 檢證된 변수들을 이용하여 多變因回歸分析方法(multiple regression analysis)에 의해 分析하였다. 특히 일반적으로 많은 수의 獨立變數를 고려할 때 유용하며, 각 段階別로 선택되는 變數들의 기여도를 확인할 수 있는 段階追加法(stepwise)⁵⁾을 통해 초과시장가치설명에 유용한 變數들을 선택하였다.

本研究의 초과시장가치 검증에 이용되는 多變因回歸方程式은 다음과 같다.

기업의 초과시장가치(Tobin's q-ratio) = f(기업의 독점력, 성장성, 재무레버리지, 유동성, 생산성, 기업규모).

本研究는 수집된 자료의 통계적 처리를 위해 SPSS(statistical package for the social sciences) 프로그램集을 활용하였다.

2. 資料蒐集

本研究의 分析對象은 外國人의 對韓直接投資 중 가장 비중이 큰 外國人合作資로 국한하였으며, 이 중에서도 건수가 제일 많은 製造業을 연구범위로 한정하였다. 또한 資料蒐集의 시간적 제약으로 上場企業만을 연구대상으로 하였으며, 標本外國人合作企業은 외국파트너의 소유권지분이 20% 이상인 기업, 즉 외국파트너가 경영의사결정에 영향을 미칠 수 있는 合作企業으로 선정되었다.

이와같이 研究對象을 한정시킴에 따라 外國人合作企業 15개社가 標本企業으로 선정되었다. 이를 業種⁶⁾, 國籍, 그리고 所有權比率로 분류해 보면, 먼저 合作業種의 경우 製造業중 電氣 및 電子產業이 가장 많았다. 그리고 外國파트너의 國籍은 우리나라와 지리적으로 가장 가까운 日本이 전체 標本の 73%로 가장 많았으며, 外國파트너의 所有權比率는 21%에서 35%의 수준이 대부분을 차지하였다(<表-1>參照).

<表-1> 외국기업 표본의 주요 내용

1. 진출업종	섬유2(13.3), 산업용화학물2(13.3), 제약1(6.7), 석유정제1(6.7) 전기 및 전자기기7(46.7), 운수장비1(6.7), 비철금속1(6.7), 계15(100.0)
2. 외국기업국적	일본11(73.3), 독일2(13.3), 미국+일본1(6.7), 영국+네델란드1(6.7), 계15(100.0)
3. 외국기업 소유권 지분	15%~20% : 2(13.3), 21%~25% : 6(40.0), 31%~35% : 5(33.3), 36%~50% : 2(13.3), 계15(99.9)

주 1) : ()은 구성비임

2) 외국파트너가 직접경영진으로 참여하는 경우 15~20% 지분도 포함시킴.

5) 단계적 방법(stepwise)을 독립변수들을 판별력에 따라 하나씩 판별함수에 포함시키며, 마지막으로 선택된 변수의 기여도가 유의하지 않을때 까지 계속하여 변수를 선택하는 변수 선택 방법임.

6) 產業別 業種分類는 한국증권거래소 분류 방법에 의함.

한편 外國人合作企業과 경영성과 및 초과시장가치를 비교·분석할 國內企業은 표본 外國人合作企業과 산업분류가 일치하는 15개 기업을 무작위로 선정하였다. 外國人合作企業과 國內企業 등 분석대상기업 30개社와 이들 기업들의 각종 資料는 韓國信用評價(株)의 「韓國企業財務總覽」과 東西經濟研究所의 「上場企業財務分析」에서 선정, 이용하였다.

3. 變數의 定義

앞에서 살펴본 것 처럼 本研究는 外國人合作企業과 國內企業과의 경영성과 비교와 두기업그룹의 초과시장가치 결정요인에 대한 두 측면에서 檢證이 실시되므로, 각각의 檢證에 사용되는 變數 역시 다르다. 다만 기존 연구에서 경험적으로 檢證된 變數들을 사용하였으며, 모든 變數의 수치는 1986년부터 1989년까지 4년의 평균치⁷⁾이다.

1) 經營成果 비교·분석을 위한 變數

먼저 外國人合作企業과 國內企業과의 경영성과 측정을 위한 變數는 한 기업이 타 기업에 비해 갖는 獨占的優位(monopolistic power)측면과 經濟的으로 주요한 각종 財務比率측면에서 실시되었다(<表-2> 參照)

① 기업의 獨占力(monopolistic power)측정을 위한 대리변수

- 기업의 초과시장 가치(Tobin's q-ratio) : Tobin과 Brainard(1977)는 기존자산의 대체비용(replacement costs)과 관련하여 기업의 현재시장가치(current market value)를 평가하는 등식을 고안, 기업의 초과시장 가치(excess market value)를 測定, 그리고 McClain(1983), Smirbck(1984), Lustgarten과 Thomadakis(1987)는 현재자산의 대체비용과 기업주식의 시장가치와의 차이가 企業의 미래이익에 대한 독점력 측정 수단으로 이용.
- Lerner Index : Lindenberg와 Ross(1981) 연구에 따르면, 限界利益을 限界收入으로 나누어 Lerner Index를 초과이윤을 창출하는 기업능력에 대한 측정수치로 이용. 특히 Fisher(1987)는 Lerner Index를 매출액에 대한 당기순이익의 比率로 나타냄.
- 광고비 및 연구개발비 지출 : Ornstein과 Lustgarten(1978), Mueller와 Rogers(1980)는 광고가 제품차별화(product differentiation)를 생성하고 유지함을 밝혀냄. Grabowki와 Mueller(1978)는 연구개발집중도가 높은 產業이 業種의 평균이상의 수익을 실현함을 실증적으로 검증. 이에 따라 양 비용지출은 모두 미래이익 창출에 기여함.

② 財務比率(financial ratio)측정을 위한 대리 변수

財務比率은 財務諸表상의 여러 항목 중에서 두 항목을 비교하여 比率를 구하기 때문에 企業의 財務比率은 매우 다양하나, 本研究에서는 경제적으로 의미가 큰 比率만을 變數로 이용하였다.

- 收益性比率(profitability ratio) : 企業의 모든 활동이 종합적으로 어떤 결과를 나타내는지 를 測定하는 것으로, 變數로서 株當純利益(net income per share), 總資本純利益率(net

7) 각 변수에 대한 특정연도의 자료가 미비한 경우, 해당연도의 자료를 분석에서 Missing Value로 처리함.

profit to total asset 또는 return on investment), 그리고 自己資本純利益率(net profit to net worth)을 선정.

- 成長性比率(growth ratio) : 企業의 成長可能性을 예측하는 比率로서 變數로 株價·利益比率(price/earnings ratio)과 賣出額增加率(sales growth rate)을 선정.
- 財務레버리지比率(financial leverage ratio) : 負債性比率이라고도 하며, 企業의 他人資本依存度와 他人資本이 企業에 미치는 영향을 測定하는 比率로 負債比率(total liabilities to total asset)과 利子支給이 企業에 미치는 부담정도를 나타내는 利子補償比率(interest coverage ratio)을 變數로 선정.
- 流動性比率(liquidity ratio) : 단기부채를 상환할 수 있는 企業의 능력을 나타내는 比率로 流動比率(current ratio)과 當座比率(quick ratio)을 變數로 선정

<表-2> 변수 분류 및 계산 방법

변수명	계산방법	비고 ¹⁾
I. 독점력 Tobin's Q Lerner Index 연구개발비 투자율 광고비 지출율	(자본금 시장가치 ²⁾ +부채장부가격)/총 자산액 당기순이익/매출액(%) 연구개발비투자액/매출액(%) 광고비지출액/매출액(%)	QBK LI RES ADV
II. 수익성 주당순이익 총자본순이익율 자기자본 순이익율	당기순이익/연평균 발행주식수(원) 당기순이익/총자산(%) 당기순이익/자기자본(%)	EPS ROE NPNW
III. 성장성 주가·이익 매출액 증가율	주가/주당순이익(배) (당기매출액-전기매출액)/전기매출액(%)	PE SGR
IV. 재무개버리지 유동부채율 이자보상 총부채율	유동 부채/자기자본(%) (이자 및 납세전 이익+금융비용)/금융비용(배) 총부채/총자산(%)	CDCE TIE TDTA
V. 유동성 유동비율 당좌비율	유동자산/유동부채(%) (유동자산-재고자산)/유동부채(%)	CR QR
VI. 활동성 총자산회전 고정자산회전 재고자산회전 매출채권회전	매출액/총자산(회) 매출액/고정자산(회) 매출액/재고자산(회) 매출액/외상매출금(회)	TAT FAT IT ACT
VII. 생산성 노동생산성 1인당매출액 자본생산성	부가가치/종업원수(백만원) 매출액/종업원수(백만원) 부가가치/종업원수(백만원)	LP SP CP
VIII. 기업규모 매출액	매출액	S

주 1) 비고는 본 연구의 통계분석에서 사용된 변수명임.
2) 자본금의 시장가치는 발행주식수×주식의 시장 가치임
이때 주식시장가치는 1년중 최고가격과 최저가격의 평균치임.

- 活動性比率(activity ratio) : 企業이 소유하고 있는 자산의 物理的인 이용도를 측정하는 比率로 總資産回轉率(total asset turnover), 固定資産回轉率(fixed asset turnover), 在庫資産回轉率(inventory turnover), 그리고 賣出債權回轉率(receivables turnover)등을 變數로 선정 함.
- 生産性比率(productivity ratio) : 企業이 生産활동에 사용하고 있는 人的·物的資源의 能率 및 업적을 평가하는 比率로 종업원 1인당 附加價值生産額을 나타내는 勞動生産性(labor productivity), 종업원 1인당 賣出額(sales per capita), 그리고 附加價值生産에 資本의 기여도를 나타내는 資本生産性(capital productivity)등을 變數로 선정

③ 企業規模 측정을 위한 대리연구

- 賣出額 : 外國人合作企業과 國內企業의 연간 매출액을 기업규모를 위한 變數로 선정

2) 초과시장가치(excess market value; Tobins Q-ratio)분석을 위한 變數

外國人合作企業과 國內企業의 초과시장가치(從屬變數)결정을 위한 回歸方程式에 사용될 獨立變數는 두 기업그룹간의 경영성과 비교를 위한 각종 變數들 선정과 同一하게 기존 연구들에서 실증적으로 檢證된 것을 선정하였다.

- Lerner Index : Lindenbergl과 Ross(1981)는 Lerner Index를 초과이익을 창출하는 企業의 能力에 관한 측정수치로 이용하여 企業의 초과시장가치를 설명
- 광고비 및 연구개발비 지출 : 앞에서 살펴본 것 처럼 양 비용지출은 모두 企業의 미래이익 창출에 기여하므로 企業의 초과시장가치를 설명.
- 企業의 成長性·財務레버리지·流動性比率 : Myers(1977), Myers와 Majluf(1984)에 따르면 企業의 초가시장가치는 미래 성장기회와 「正」의 관계, 재무레버리지 비율과는 「負」의 관계, 그리고 유동성과는 「正」의 관계를 갖음.
또한 企業의 生産性 역시 企業의 장래성 측정에 有用한 수치로 이용가능. 따라서 株價·利益比率, 賣出額增加率(成長性), 流動負債率, 總負債比率(財務레버리지), 流動比率, 當座比率(流動性), 그리고 勞動生産性, 資本生産性(生産性)을 獨立變數로 선정
- 企業規模 : Reinganum(1981), Banz(1981)는 기업규모에 따라 창출되는 수익에 차이가 있음을 발견

지금까지 살펴본 獨立變數들을 고려할 경우, 從屬變數인 企業의 초과시장가치를 결정하는 多變因回歸方程式은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 QBK &= a_0 + a_1LI + a_2RES + a_3ADV + a_4PE + a_5SGR + a_6CDCE \\
 &\quad + a_7TDTA + a_8CR + a_9QR + a_{10}LP + a_{11}CP + a_{12}\log S \\
 QBK &: \text{Tobin's Q} & LI &: \text{Lerner Index} \\
 RES &: \text{연구개발비투자율} & ADV &: \text{광고비 지출율} \\
 PE &: \text{주가·이익율} & SGR &: \text{매출액증가율}
 \end{aligned}$$

<i>CDCE</i> : 유동부채율	<i>TDTA</i> : 총 부채율
<i>CR</i> : 유동비율	<i>QR</i> : 당좌비율
<i>LP</i> : 노동생산성	<i>CP</i> : 자본생산성
<i>S</i> : 매출액	

III. 檢 證

1. 經營成果 비교·분석 결과

T-Test를 이용하여 外國人合作企業과 國內企業과의 표본평균간 차이를 檢證한 결과는 다음과 같다(<表-3>參照).

먼저 企業의 獨占力을 측정하는 Tobin's Q, Lerner Index 그리고 광고 및 연구개발비 투자액 變數는 外國人合作企業과 國內企業간에 통계적으로 유의적인 차이가 없다. 이는 外國人合作企業이 國內企業에 비해 특별한 獨占的優位를 향유하고 있지 못함을 나타낸다. 특히 두 기업그룹 모두 賣出額에서 研究開發費가 차지하는 比重이 매우 낮았다.

企業의 여러가지 전략과 의사결정의 종합적 결과인 收益性 역시 外國人合作企業과 國內企業 두 그룹간에 유의적인 차이가 없다.

企業의 성장성을 측정하는 두 변수는 外國人合作企業과 國內企業간에 통계적인 차이는 없으나, 國內企業이 다소 양호한 것으로 나타났다. 그러나 이는 전반적으로 外國人合作企業과 國內企業은 유사한 성장기회를 갖고 있음을 의미한다.

企業이 조달한 資本 중에서 他人資本에 의존하고 있는 정도를 測定하는 財務레버리지 역시 外國人合作企業과 國內企業間에는 통계적 유의성이 없다. 다만 통계적 유의성은 없으나 流動負債比率과 利子補償比率에 있어 外國人合作企業이 國內企業에 비해 양호한 것으로 나타났다. 이는 단시일내에 상환해야 하는 流動負債를 國內企業이 外國人合作企業에 비해 많이 의존하고 있음을 나타낼 뿐만 아니라 금융비용(이자)에 대한 압박이 더욱 크다는 것을 뜻한다. 總資產에서 總負債가 차지하는 總負債率은 두기업 그룹간에 同一한 것으로 나타났다.

企業의 단기부채를 상환할 수 있는 능력을 나타내는 流動性은 外國人合作企業과 國內企業 두 그룹간에 차이를 나타냈다. 즉 當座比率은 外國人合作企業이 國內企業에 비해 높은 것으로 나타났다(5% 수준에서 유의), 통계적 유의성은 없으나 流動比率 역시 前者가 後者에 비해 양호한 것으로 분석되었다. 이는 外國人合作企業이 國內企業에 비해 단기부채의 상환능력이 크다는 것을 뜻한다. 특히 流動資產 중 가장 유동성이 낮고 매각시 손실위험이 가장 큰 在庫資產을 제외하고 測定된 當座比率을 분석할 경우 國內企業이 外國人合作企業에 비해 在庫資產에 더욱 많은 投資를 하고 있음을 알 수 있다.

企業의 각종 주요자산의 回轉率을 측정하는 活動性比率은 대부분 두 기업그룹간에 통계적인, 차이는 없으나 國內企業이 外國人合作企業에 비해 양호한 것으로 나타났다. 다만 賣出債權回轉率의 경우에는 통계적으로도 國內企業이 우수한 것(1%수준에서 유의)으로 분석되었다. 이는 國內企業들이 外國人合作企業에 비해 企業이 소유하고 있는 物理的資產들을 보다 효과적으로 활용하고 있음을 나타내는 것이다.

企業의 生産性을 측정하는 각종 變數들은 外國人合作企業과 國內企業간에 통계적으로 유의적인 차이를 나타냈다. 즉, 勞動生産성과 1人當賣出額의 경우 前者가 後者에 비해 매우 양호(5%, 1% 수준에서 유의)한 것으로 나타났으며, 資本生産성은 비록 통계적인 유의성은 없으나 外國人合作企業이 역시 우수한 것으로 분석되었다. 이는 企業이 구입한 勞動과 資本을 투입하여 창출한 제품의 증식된 가치가 外國人合作企業이 國內企業에 비해 높음을 의미하는 것이다. 마지막으로 年間賣出額으로 측정된 기업규모는 통계적 유의성은 없으나 外國人合作企業이 國內企業에 비해 다소 큰 것으로 나타났다.

<表-3> T-검증 결과

변 수 명	합 작 기 업	국 내 기 업	T값	확 률
I. 독점력				
Tobin's Q	1.2970(0.212)	1.3607(0.287)	-1.33	0.186
Lerner Index	2.7670(3.78)	2.4169(3.54)	0.52	0.603
연구개발비	0.1133(0.282)	0.1034(0.236)	0.21	0.835
광고비	1.3467(2.7)	1.072(3.064)	0.52	0.604
II. 수익성				
주당순이익	1923.3(3237.9)	1864.1(2398.1)	0.11	0.910
총자본순이익	3.18(4.25)	2.87(3.06)	0.46	0.648
자기자본 순이익	7.67(10.8)	7.99(8.92)	-0.18	0.857
III. 성장성				
주가·이익	22.69(18.66)	32.08(48.25)	-1.32	0.190
매출액증가	16.65(17.08)	22.45(26.77)	-1.41	0.163
IV. 재무레버리지				
유동부채	136.82(85.1)	157.07(106.77)	-1.14	0.255
이자보상	6.56(17.06)	3.37(6.40)	1.35	0.180
총부채	64.67(14.68)	64.67(15.75)	0.00	1.000
V. 유동성				
유동비율	145.08(87.05)	126.53(38.08)	1.51	0.135
당좌비율	97.54(53.68)	78.20(30.09)	2.43	0.017**
VI. 활동성				
총자산회전	1.09(0.33)	1.21(0.55)	-1.45	0.149
고정자산회전	3.11(2.36)	3.85(2.70)	-1.60	0.112
재고자산회전	7.71(3.31)	7.01(3.64)	1.09	0.276
매출채권회전	5.75(3.40)	12.98(17.52)	-3.11	0.003*
VII. 생산성				
노동생산성	20.03(10.50)	14.56(9.14)	3.03	0.003*
1인당매출액	82.35(59.93)	63.95(39.04)	1.99	0.050**
자본생산성	0.295(0.109)	0.266(0.103)	1.48	0.141
VII. 기업규모				
매출액	222,405(333,219)	183,987(242,203)	0.72	0.473

주 1) ()안 표준편차를 나타냄

2) ** 5%수준, *는 1% 수준에서 유의함.

2. 초과시장가치(Tobin's Q)분석 결과

從屬變數의 초과시장가치를 통계적으로 유용하게 설명할 수 있는 獨立變數를 파악하기 위해 外國人合作企業과 國內企業 별로 각각 실시한 多變因回歸分析 결과는 다음과 같다(<表-4> 및 <表-5>參照).

同分析 결과 초과시장가치 결정에 尤요한 變數들이 外國人合作企業과 國內企業間에 큰 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉 外國人合作企業의 경우 當座比率, 資本生産性, 그리고 勞動生産性이 통계적으로 尤의한 獨立變數로 분석되었고, 同變數들은 모두 回歸方程式에서 「正」의 효과를 갖는 것으로 나타났다. 回歸方程式에 투입되는 단계, 즉 回歸式에 적합도가 가장 높은 獨立變數는 當座比率, 資本生産性, 그리고 勞動生産性 순으로 나타났다. 그리고 위의 3개 獨立變數들이 從屬變數인 초과시장 가치를 60%정도(R²) 설명할 수 있는 것으로 분석됐다.

한편 國內企業의 경우 초과시장가치 결정에 尤요한 獨立變數는 流動比率, 賣出額, 總負債率, 그리고 Lerner Index로 나타났다. 獨立變數들이 回歸式에 투입되는 단계는 流動比率, 賣出額, 總負債率, 그리고 Lerner Index 순이며, 獨立變數들은 從屬變數를 약 67%정도(R²) 설명하는 것으로 분석된다.

지금까지의 분석을 토대로 外國人合作企業과 國內企業의 초과시장가치에 대한 回歸方程式을 산정하면 다음과 같다.

<表-5> 국내기업의 회귀분석 결과

투입단계	변수명	회귀계수	R ²	F값	F유의 수준
1	CR 상수	4.623E-03 0.777	0.382	32.11	0.000
2	CR logS 상수	6.015E-03 0.2064 -0.7042	0.550	31.13	0.000
3	CR logS TDTA 상수	4.961E-03 0.3493 -7.028E-03 -0.5664	0.637	29.22	0.000
4	CR LogS TDTA LI 상수	4.076E-03 0.3385 -0.011 -0.026 -0.091	0.673	25.18	0.000

주 1) P<0.05

2) CR=유동비율

LogS=LG10(S) (S=매출액)

TDTA=총부채율

LI=Lerner Index

<表-4> 합작기업의 회귀분석 결과

투입단계	변수명	회귀계수	R ²	F값	F유의수준
1	QR 상수	2.702E-03 1.043	0.498	46.54	0.000
2	QR CP 상수	2.477E-03 0.498 0.912	0.560	29.32	0.000
3	QR CP LP 상수	2.384E-03 0.498 4.446E-03 0.836	0.60	22.49	0.000

- 주 1) P<0.05
 2) QR=당좌비율
 CP=자본생산성
 LP=노동생산성

<外國人合作企業>

$$QBK = 0.836 + 2.384E-03QR + 0.498CP + 4.446E-03LP$$

QBK : 초과시장가치(Tobin's Q), QR : 당좌비율, CP : 자본생산성 LP : 노동생산성

<國內企業>

$$QBK = -0.091 + 4.076E-03CR + 0.3385 \log S - 0.019TDTA - 0.026LI$$

QBK : 초과시장가치(Tobin's Q) CR : 유동비율 S : 매출액 TDTA : 총부채율 LI : Lerner Index

IV. 要約 및 結論

우리나라에 대한 外國企業의 投資는 1962년 8월 한국나일론(現 코오롱)과 美國 켈텍스(Chemtex)社, 日本 토레이社가 50 : 30 : 20의 비율로 合作契約을 체결한 이래 지속적으로 증가되고 있다. 특히 1980년대 들어 政府의 外國人投資에 대한 문호개방정책으로 급진장세를 보이고 있다.

이와같이 우리나라 經濟活動에서 外國人投資의 비중이 커지고 있는 상황에서 本研究는 外國人合作企業이 國內企業에 비해 갖는 경영상의 우위요소와 두기업그룹의 초과시장가치에 주요한 變數들을 분석하였다. 먼저 外國人合作企業과 國內企業의 경영성과를 분석한 결과, 獨占力과 收益性 측면에서는 두기업그룹간에 통계적으로 유의적인 차이가 없었다. 그러나 外國人合作企業은 財

務레버리지, 流動性, 그리고 生産性比率등에서 國內企業에 비해 양호한 것으로 나타났으며, 특히 生産性과 流動性은 통계적 유의성이 있는 것으로 분석되었다. 반면에 國內企業은 成長性과 活動性比率에서 外國人合作企業보다 우수한 것으로 나타났다.

한편 企業의 초가시장가치(Tobin's Q)를 설명하는 獨立變數들 역시 外國人合作企業과 國內企業 간에 차이를 보였다. 즉 外國人合作企業은 當座比率, 資本生産性, 勞動生産性등이 통계적으로 유의성이 있는 변수인 반면, 國內企業은 流動比率, 賣出額, 總負債率, 그리고 Lerner Index가 유의한 독립변수로 분석됐다.

지금까지 분석한 연구결과를 종합해 볼 때 外國企業들이 우리나라에 合作投資形態로 진출하는 것은 이들 기업이 기업특유의 독점적 우위요소의(firm-specific advantages) 향유보다는 투자대상국의 우위요소(location-specific advantages) 활용에 기초를 둔 것 같다.

즉, 外國人合作投資가 급증하는 추세는 국제경쟁력 강화를 위한 우리나라 政府의 개방정책이 꾸준히 추진되고 있으며, 경쟁력 있는 양질의 勞動力과 投資環境이 확보되고 있고, 또한 우리나라 市場의 잠재적 가치가 매우 크기 때문인 것으로 사료된다.

本研究는 外國人合作企業과 國內企業 중 上場製造業만을 연구대상으로 한정하여 外國人合作投資에 대한 전반적인 연구가 결여되어있다. 따라서 外國人合作投資에 대한 보다 심층적인 연구를 위해서는 製造業 전체를 대상으로 하는 실증적 연구 뿐만 아니라 國別, 產業別로 세분화된 분석 역시 필요한 것이다. 특히 우리나라 경우 中小企業들이 외국기업들과 國際合作投資의 형태를 많이 취하고 있으므로, 中小企業만을 대상으로 하는 연구도 모색되어야 할 것이다.

參考文獻

- 경제기획원, 주요경제지표, 각년호
- 김병수 외 3인, SPSS를 이용한 통계자료 분석, 서울, 박영사, 1988.
- 동서증권(株), 상장기업의 재무분석, 각년호.
- 박의범, “국제합작투자의 특질과 성과에 관한 요구”, 무역학회학술발표대회논문집, 1989.
- 박정식, 현대 재무관리, 서울, 다산출판사, 1987.
- 오택섭, 사회과학데이터 분석법, 서울, 나남출판사, 1988.
- 이순우, “국제합작 기업의 성공요인에 관한 요구”, 서강대학교 석사학위논문, 1988.
- 이장호, “기업의 해외 합작투자 전략”, 해외투자정보, 중소기업진흥공단, 1988. 3.
- 정구현, 국제 경영학, 서울, 법문사, 1989.
- 정용민, 국제기업 경영론, 서울, 박영사, 1988.
- 재무부, 금융과 재정, 각년호.
- 한국신용평가(주), 한국기업 재무총람, 1989, 1990.
- Beamish, P.W., “Equity Joint Ventures and the Theory of the Multinational Enterprise”, *Journal of International Business Studies*, Summer 1987.
- Brigham, F.F., *Financial Management*, 3rd ed., N.Y., CBS college Publishing, 1982.
- Contractor, F.J. and Lorange, P., *Cooperative Strategies in International Business*, Lexington, Mass., D.

- C. Heath and Co., 1988.
- Fagre, N. and Wells, L.T., "Bargaining Power of Multinationals and Host Governments", *Journal of International Business Studies*, Fall 1982.
 - Kim, Wis and Esmeralda Lyn, "Excess Market value, The Multinational Corporation and Tobins Q ratio", *Journal of International Business Studies*, spring 1986.
 - _____, "FDI Theories and the Performance of Foreign Multinotionals operating in the U.S.", *Journal of International Business Studies*, April 1989.
 - Kogut, B. and Singh, H., "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode", *Journal of International Business Studies*, Fall 1988.
 - Lecraw, D.J., "Performance of Transnational Corporations in Less Developing Counties", *Journal of International Basiness Studies*, spring/summer 1983.
 - _____, "Bargaining Power, Ownership, and Profitability of Transnationals Corporations in Developing Countries", *Journal of International Business Studies*, spring/summer 1984.
 - Robock, Stenfau H and Kenneth Sinmonds, *International Business and Multinational Enterprise*, 4th ed., Homewood, Ill., Richard D. Irwin, Inc., 1989.