

## 전략적 제휴가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구

### A Study on Impact of Strategic Alliance on Firm Valuation

노형봉

홍익대학교 경영학과 교수

서윤주\*

홍익대학교 대학원 경영학과 박사과정

#### Abstract

본 연구에서는 전략적 제휴의 궁극적 목적인 기업가치 향상에 전략적 제휴가 어떠한 영향을 미치는가를 실증적으로 분석함으로써 전략적 제휴를 도입하려는 기업과 기업의 이해관계자들에게 보다 객관적인 연구결과 및 시사점을 제시하고자 하였다. 이를 위해 사건연구방법(event study approach)을 이용하여 기업의 전략적 제휴 공시가 주가에 근거한 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는가를 파악하고자 하였으며, 기존 연구에서 분류하고 있는 여러 가지 전략적 제휴의 형태 및 특성에 따라 그 영향이 어떻게 달라지는지를 추가로 검토하였다. 연구 결과, 자본시장은 기존의 연구들과 달리 전략적 제휴의 공시에 대해서는 특별한 반응을 보이지 않지만, 기술제휴와 시장제휴로 구분한 경우에는 시장제휴가 좋지도 나쁘지도 않은 재료로 작용하는 반면 기술제휴는 좋은 재료로 작용하는 것으로 나타났으며, 전략적 제휴에 있어서 파트너 기업보다 규모가 작은 기업의 초과수익률이 파트너 기업보다 규모가 큰 기업의 초과수익률을 상회하는 것으로 나타났다. 그러나 전략적 제휴 파트너기업과의 관계에 있어서는 관련기업과의 제휴이든 비관련기업과의 제휴이든 자본시장의 반응에 있어서 뚜렷한 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다.

#### 1. 서론

최근의 급속한 경영 환경의 변화에 대응하기 위해 과거보다 훨씬 더 많은 기업들이 전략적 제휴를 경쟁전략의 수단으로 이용하고 있다. 전략적 제휴(Strategic Alliance)는 둘 이상의 기업이 경영자원 및 정보, 기회 등을 일정기간 공유함으로써 시너지 효과를 창출하고 기업가치를 향상시키는 경쟁우위 확보 전략이다. 전략적 제휴에 관한 학계 및 산업계의 연구에서는, 주로 '전략적 제휴의 동기, 과정, 형태에 따른 전략수립에 관한 이론적, 실증적 연구'와 '전략적 제휴의 실태 및 활용방안에 관한 탐색적 연구'가 대부분을 이루고 있다. 이러한 기존의 논의들은 대체로 전략적 제휴의 성공적 도입 및 효율적 운영, 관리 등에 초점을 맞춘 기업의 전략수립에 도움이 되는 연구들로 평가되고 있으며, 아쉽게도 기업 및 기업의 이해관계자 모두에게 실질적인 도움을 줄 수 있는 전략적 제휴의 객관적 성과와 관련한 실증 연구는 매우 미흡하였다. 이에 본 연구에서는 전략적 제휴의 궁극적 목적인 기업가치 향상에 전략적 제휴가 과연 어떠한 영향을 미치는가를 구체적, 실증적으로 분석함으로써 전략적 제휴를 도입하려는 기업과 기업의 이해관계자들에게 보다 객관적인 연구결과를 통한 시사점을 제시하고자 하였다. 구체적으로는 기업의 특정활동에 대한 공시효과를 검토하기 위해 회계 및 재무분야에서 주로 사용하는 사건연구방법(event study approach)을 이용하여 기업의 전략적 제휴 공시가 주가에 근거한 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는가를 파악하고자 하였으며, 기존 연구에서 분류하고 있는 여러 가지 전략적 제휴의 형태 및 특성에 따라 그 영향이 어떻게 달라지는지를 추가로 검토하였다. 이전의 유사연구에 있어서 McConnell & Nantell(19

85), Woolridge & Snow(1990) 그리고 Koh & Venkataraman(1991)은 합작투자(Joint Venture)의 공시효과를 검토한 바 있는데, 합작 투자와 전략적 제휴가 모두 기업간 협력의 대안적 형태들이긴 하지만, 전략적 제휴는 합작 투자와는 달리 모조직으로부터 독립된 새로운 법인을 형성하지 않기 때문에 덜 공식적이며 덜 몰입적인 경우에 해당되므로 이에 대한 주식시장의 반응 또한 다르게 나타날 것으로 기대할 수 있다. 또한, Chan, Kensinger, Keown & Martin(1997), Das, Sen & Sengupta(1998), 조명현·조대혁(1999)은 전략적 제휴 공시에 대한 주식시장의 반응을 연구하였는데, 합작투자, 지분참여, 컨소시엄 구성 등을 전략적 제휴의 범위안에 포함시키고 있어 순수한 전략적 제휴의 공시효과만을 검토하는 데에는 한계가 있으며, 전략적 제휴의 형태 및 특성에 따른 다양한 비교가 불가능하였다.

#### 2. 이론적 배경

(1) 전략적 제휴와 기업의 시장가치 : 전략적 제휴는 자원 및 위험의 공유, 새로운 기술이나 시장에의 접근, 제품 및 서비스 범위의 확장, 공동 연구 및 생산을 통한 규모의 경제 달성, 주요 활동영역 이외 분야의 지식에 대한 접근 등을 가능하게 함으로써 기업의 경쟁우위를 강화시키는 전략대안이다. 효율적인 자본시장에 있어서, 이러한 효익을 갖는 전략적 제휴가 공시되었을 때 투자자는 전략적 제휴의 성공적 결과에 따른 이익을 기대하게 될 것이다. 만약, 전략적 제휴가 추가적인 현금 흐름을 이끌어 낸다면, 주식 시장은 전략적 제휴의 공시에 대하여 긍정적으로 반응할 것이며 결과적으로 제휴 공시일을 기준으로 평균시장수익률을 초과하는 초과수익률(abnormal return; AR)이 발생할 것이다. 이는 합작 투자의 공시 효과를 검토하기 위한 여러

연구와 최근의 전략적 제휴가 기업 가치에 미치는 영향에 관한 연구에서 이미 입증되었다.

**가설 1 : 전략적 제휴의 공시 효과로 인해 양(+)  
의 초과수익률이 발생할 것이다.**

(2) 기술제휴와 시장제휴 : 기업은 다양한 동기를 가지고 서로 다른 형태의 전략적 제휴에 참여한다. 가장 일반적인 제휴 형태의 분류는 기술제휴와 시장제휴이다[Hagedoorn, 1993]. 기술제휴는 연구 및 개발(R&D), 엔지니어링, 제조 등과 같은 가치 사슬 반대방향으로의 활동들을 포함하며, 시장제휴는 판매, 유통, 고객 서비스와 같은 가치 사슬 방향의 활동들을 포함한다. 기업이 전략적 제휴에 참여하는 전략적 목표가 각기 다르기 때문에, 이러한 기술제휴와 시장제휴가 기업 가치에 미치는 영향 또한 다르다. Hagedoorn(1993)은 1980년대에 형성된 4,192개의 전략적 제휴를 분석한 결과 기술제휴는 고성장 분야에서 보다 효과적이고, 시장제휴는 성숙기 및 쇠퇴기에 접어든 분야에서 효과적이라고 제안하였다. 기술제휴는 기술 개발의 속도가 빠르고 제품이 복잡하며 높은 제품 개발비용이 요구되는 산업에서 규모 및 범위의 경제 효과를 누리게 해 준다. 시장제휴는 새로운 시장 또는 새로운 고객 세분 시장에 진출하여 제품 수요를 촉발할 수 있는 기회를 제공해 준다. 그러나, 시장제휴에 참여하는 기업보다는 기술제휴에 참여하는 기업이 더 많은 이익을 얻게 되는데, 이는 제품의 라이프사이클 측면에서 볼 때, 이익을 획득할 수 있는 시간적 여유를 더 많이 확보할 수 있기 때문이다. 게다가 시장제휴에 참여한다는 것이 사업이 쇠퇴국면에 접어들었음을 알리는 신호가 된다면, 투자자들에게 나쁜 소식(bad news)으로 작용하게 될 수 있고 결과적으로 투자자는 기술제휴의 경우보다 덜 관심을 보이게 될 것이다. 이에 대하여, Hagedoorn & Schakenraad(1994)은 제휴에 참여하는 기업의 성과를 분석한 연구에서 기술 및 R&D 제휴에 참여하는 기업이 기타 다른 형태의 제휴에 참여하는 기업보다 유의적으로 더 높은 수익률을 얻을 수 있었음을 확인하였다.

**가설 2 : 기술제휴에 참여하는 기업의 초과수익률이 시장제휴에 참여하는 기업의 초과수익률보다 높을 것이다.**

(3) 기업의 규모 : 자원의존이론(Pfeffer & Salancik, 1978)에 따르면, 기업은 그들에게 부족한 가치있는 자원을 획득하기 위해 전략적 제휴에 참여하는데, 전략적 제휴가 근본적으로 완전한 계약의 형태를 갖지 않으며 계약 당사자들이 계약을 하는 시점에서는 미래에 발생할 수 있는 모든 상황을 미리 알 수 없기 때문에, 제휴에 있어서 상호 균형이 이루어지는 경우는 매우 드물다. 전략적 제휴에서 허용되는 이러한 협정의 유연성은 전략적 제휴의 결과와 미래의 이득에 대해 구체적으로 정의하지 않는다는 것과 관련된 소유권 문제를 야기하며, 파트너의 기회주의적 행동에 기업을 노출시킬 수 있는 불이익을 유발한다[Williamson & Ouch, 1981]. 이러한 경우 전략적 제휴에 있어서는 먼저 투자하는 쪽(first-mover)이 보다 불리하게 되는데, 이유는 제휴에 문제가 발생하게 될 경우 먼저 투자한 기업은 잃는 것이 많은 반면, 그렇지 않은 쪽은 잃는 것이 별로 없기 때문이다. 또한, 마케팅 분야에서의 시장이 먼저 진입하는 시장 선도기업과 기업 규모간에 강한 상관관계가 존재한다는 연구결과(Robinson, 1988; Robinson & Fornell, 1985)를 전략적 제휴에 확장시켜보면 보다 규모가 큰 기업이 전략적 제휴

에 있어서 먼저 투자를 하게 될 것이라고 짐작할 수 있다. 즉, 보다 큰 기업이 혁신적이지만 규모가 작은 파트너를 적극적으로 탐색하게 되고, 따라서 보다 큰 기업이 초기 투자를 부담하여 향후 유지 문제에서 기인하는 불이익을 받을 가능성이 더 커지는 것이다.

**가설 3 : 전략적 제휴에 참여하는 규모가 큰 기업의 초과수익률과 전략적 제휴에 참여하는 규모가 작은 기업의 초과수익률에는 차이가 있을 것이다.**

(4) 파트너 기업과의 관계 : 관련성 가설(Bettis & Hall, 1982; Rumelt, 1974; Singh & Montgomery, 1987)에 따르면, 기업이 새로 시작하는 사업이 관련된 사업인 경우에는 규모 및 범위의 경제, 자원 배치의 효율성, 특정 기술 및 관리 기술의 사용 등 자신들의 핵심역량을 이용할 수 있으며, 다각화나 합병의 경우 관련기업과 자원을 결합하는 것이 비관련기업과 자원을 결합하는 것보다 시너지 효과를 높이고 보다 많은 가치를 창출하는 것으로 알려져 있다. 한편, Hamel, Doz & Prahalad(1989)은 제휴당사자들이 상호보완적인 역량을 보유하고 있는 경우에 서로가 이익을 거둘 수 있다는 논리를 제시하였다. 즉, 제휴 당사자들이 보유한 역량이 상호보완적인 경우에 참여기업은 제휴라는 도구를 통해 각자에게 부족한 보완적 역량에 접근할 수 있는 기회를 갖게 되고 따라서 각자의 목표를 보다 쉽게 성취할 수 있다는 것이다. 예를 들어, 기술 집약적 산업에서 대부분의 신생기업은 적절한 유통능력을 갖추고 있지 못하며, 또한 기존 대기업의 경우 새롭게 부상하는 모든 중요한 신기술을 자체적으로 개발하여 보유하고 있지 못하다. 그런데 이와 같은 상호보완적인 자산은 보통의 경우 그 소유기업에 의해서만 효율적으로 사용될 수 있고, 비분할적인 특성을 갖기 때문에 시장을 통하여 구매하는 것이 어렵고 자체적으로 역량을 개발하는 것도 많은 시간과 비용이 소요된다. 따라서 이러한 상황에서는 전략적 제휴가 좋은 전략적 대안으로 사용될 수 있는 것이다. 본 연구에서는 전략적 제휴의 관련성에 대한 이러한 상반된 논리의 검증에 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

**가설 4 : 관련기업과 전략적 제휴를 하는 기업의 초과수익률과 비관련기업과 전략적 제휴를 하는 기업의 초과수익률에는 차이가 있을 것이다.**

### 3. 연구 방법

(1) 자료의 수집 : 본 연구에서는 전략적 제휴가 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는가를 조사하기 위하여 한국경제신문, 매일경제신문, 서울경제신문에 의해 1996년부터 1998년까지 3년동안 보고된 제휴공시를 샘플로 이용하였다(동기간 중 중요한 경제 이슈였던 IMF를 기준으로 한 전후 3개월간의 제휴공시는 제외함). 공시내용은 한국신문기사데이터베이스(KINDS)로부터 추출하였는데, 보도된 날짜가 중복되는 경우에는 가장 먼저 공시된 날짜를 사건일(event day)로 정하였고, 샘플 추출시 여러 파트너들이 참여하는 제휴는 제외시키고 두 당사자간의 제휴만을 샘플에 포함시켰는데, 이는 가설 검증에서 서로 다른 차이를 좀 더 명확하게 하기 위함이었다. 가설검정을 위한 최종 샘플을 결정하기 위해 KINDS로부터 추출된 최초 462개의 전략적 제휴 공시 샘플 중 상장기업총량의 샘플과 대응시켜 자료가 없는 73개의 샘플을 제외하였고, 남아있는 389

개의 샘플 중 업종성격이 상이한 금융업 및 보험업에 해당하는 샘플 114개를 제외시켜 이용가능한 전략적 제휴 공시 샘플은 총 275개로 압축되었다. 다음으로 합작투자, 지분참여, 컨소시엄 구성 등은 자산의 소유와 통제, 소유권의 정의 등에 있어 전략적 제휴와는 기본적으로 다른 구조를 갖기 때문에 이에 해당되는 샘플 25개를 제외하였고, 개별기업의 일별 주가 수익률을 얻기 위해 KIS-SMAT(KIS-Stock Market Analysis Tool)의 샘플과 대응시켜 자료가 없는 30개의 샘플을 제외시켜 총 220개의 샘플을 추출하였다. 또한, 한국증권거래소(KSE)의 상장기업공시정보를 이용하여 공시일을 전후로 한 21일간의 영업일 내에 개별기업의 주가에 영향을 미칠 수 있는 기타의 공시(예; 유·무상증자, 배당, 자산재평가, 자사주취득, 고정자산매각, 채무보증, 조업중단, 부도 또는 화의신청 등)가 있는 경우 전략적 제휴에 의한 순수한 기업가치 변화를 측정하기 위해 제외하였다. 이상의 샘플추출과정을 거쳐 최종적으로 전략적 제휴 공시에 대한 샘플로써 총 188개의 샘플이 획득되었다.

(2) 분석 방법 : 사건연구방법(Event Study Approach)에서는 주식 시장이 효율적으로 움직인다고 가정하며, 어떠한 새로운 정보가 주식 가격에 반영될 것이라 가정한다. 따라서, 어떠한 공시와 관련된 가치와 기업에 미치는 영향은 정보의 공개 시점을 기준으로 한 주가의 변화를 검토함으로써 측정될 수 있는데, 전략적 제휴의 공시가 기업 가치에 미치는 영향을 측정하기 위한 시장모형(market model)은 다음과 같다.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t}$$

모수의 추정기간은 사건 전 206일(-206)에서 사건 전 6일(-6)까지의 기간을 이용하였으며, 추정된 모수를 이용하여 사건일 전후 7일(-3일 ~ +3일)간의 초과수익률을 구하기 위해 다음과 같은 식을 이용하였다.

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

또한, 표본기업의 평균초과수익률은 위의 식에 의해 계산된 개별기업의 초과수익률을 이용하여 다음 식에 의해 계산하였고,  $t_1$ 에서  $t_2$ 까지 사건기간 동안의 누적초과수익률(cumulative abnormal return; CAR)은 여러 기간에 대하여  $AR_{i,t}$ 를 누적적으로 더함으로써 구하였다.

#### 4. 결과

(1) 전략적 제휴 공시 샘플 : 본 연구에서 사용된 전략적 제휴 공시 샘플의 제휴 형태별 구성을 보면, 국내기업간의 제휴가 66건(35.1%), 외국기업과의 제휴가 122건(64.9%)으로 국내기업간의 제휴보다는 외국기업과의 제휴가 두 배 가까이 많은 것으로 나타났다. 연도별 비율에 있어서는 국내기업간 전략적 제휴의 비율이 매년 증가하고 있는 것으로 나타났다(1996; 27.7%, 1997; 36.8%, 1998; 44.4%). 기술제휴와 시장제휴의 구성은 기술제휴가 83건(44.1%), 시장제휴가 99건(52.7%), 기술제휴와 시장제휴를 포함하는 포괄적제휴가 6건(3.2%)으로 나타났는데, 국내기업간 전략적 제휴의 경우 대부분이 시장제휴(57건(86.3%))로 구성되고 기술제휴(8건(12.2%))는 거의 이루어지지 않는 것으로 나타났으며, 외국기업과의 제휴인 경우 기술제휴가 75건(61.5%), 시장제휴가 42건(34.4%)으로 나타나 기술

제휴는 대부분 외국기업과의 제휴에서 이루어지는 것을 알 수 있다.

(2) 전체샘플의 AR 및 CAR : 전략적 제휴가 기업 가치에 미치는 영향을 검토하기에 앞서 IMF를 전후로 한 두 기간의 공시 샘플들을 통합하여 분석하는 것에 대한 타당성을 확보하기 위해 1996년부터 1997년까지의 공시 샘플과 1998년의 공시 샘플간의 차이를 검정하였다. 분석결과 0일( $t=1.703[.09 < .10]$ )과 +3일( $t=1.797[.074 < .10]$ )의 누적초과수익률에 있어서 통계적으로 유의한 차이가 있었으나 그 유의성이 매우 낮았고, 사건기간동안의 모든 초과수익률과 0일과 +3일을 제외한 누적초과수익률에 있어서 통계적으로 유의한 차이를 보이지 않았기 때문에 이후에 분석에서는 두 기간의 샘플을 통합하여 분석에 이용하였다. 전체 샘플의 경우 공시당일에 매우 유의한 양(+의 초과수익률( $t=3.12[.002 < .01]$ ))이 발생하였으나 공시전후일의 초과수익률은 모두 유의하지 않았고, 누적초과수익률에 있어서도 공시일 이후부터는 계속 양(+의 값을 갖는 것으로 나타났지만 통계적으로는 유의하지 않아 가설 1은 매우 약하게 지지되었다. 연도별로 살펴보면, 1996년의 경우 공시당일에 통계적으로 매우 유의한 양(+의 초과수익률( $t=3.339[.001 < .01]$ ))과 누적초과수익률( $t=2.450[.017 < .05]$ )이 발생하였고, 1997년의 경우에도 공시당일(0)에 통계적으로 유의한 초과수익률( $t=2.083[.046 < .05]$ )이 발생하였으나, 1998년의 경우에는 예상했던 바와 달리 +1일에 오히려 통계적으로 유의한 음(-의 초과수익률( $t=-2.081[.045 < .05]$ ))이 발생하였다.

(3) 기술제휴와 시장제휴 : 기술제휴 공시샘플과 시장제휴 공시샘플로 구분하여 차이를 분석한 결과에서는 기술제휴의 경우 공시당일( $t=2.884[.005 < .01]$ )과 +1일( $t=2.500[.015 < .05]$ )에 통계적으로 매우 유의한 초과수익률이 발생하였으며, 검증 기간이 길수록 누적초과수익률이 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 시장제휴의 경우는 대부분의 초과수익률이 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났으며, 통계적으로 유의한 양(+의 초과수익률이 발생한 경우는 하나도 없었다. 따라서, 전체 샘플의 초과수익률이 공시당일에 통계적으로 매우 유의한 양(+의 값을 갖는 것은 기술제휴 공시효과가 초과수익률에 미치는 영향이 매우 크기 때문인 것을 알 수 있으며, 기술제휴에 참여하는 기업의 초과수익률이 시장제휴에 참여하는 기업의 초과수익률보다 높을 것이라는 가설 2는 매우 강하게 지지되었다.

(4) 기업의 규모 : 전략적 제휴에 참여하는 기업의 규모에 따른 차이를 분석하기 위해서는 참여기업의 규모를 판단할 수 있는 객관적인 수치를 알 수 있어야 하는데, 외국기업과의 제휴인 경우 객관적인 자료를 구하기가 어렵고 비교하는 데에도 무리가 있다고 판단하여 국내기업간의 제휴만을 샘플로 이용하였다. 비교 판단의 기준으로는 총자산, 총매출, 총종업원수를 이용하였으며, 이에 해당하는 자료는 상장기업분석, 코스닥기업분석, 해당기업의 홈페이지 등을 통해 수집하였다. 초과수익률의 경우 -1일에 통계적으로 유의한 차이( $t=-2.082[.039 < .05]$ )가 존재하는 것으로 나타났으며, 누적초과수익률의 경우는 -3일을 제외한 모든 검증기간에 걸쳐 유의한 차이가 존재하는 것으로 나타나 가설 3은 매우 강하게 지지되었다. 이는 투자자들이 전략적 제휴의 공시정보를 판단하는데 있어 파트너 기업보다 규모가 큰 기업보다는 규모가 작은 기업의 가치가 보다

증가할 것이라고 기대하며, 파트너 기업보다 규모가 큰 기업에게 있어서의 전략적 제휴는 오히려 기업의 가치를 저해하는 요소로써 생각한다는 것을 의미한다.

(5) 파트너 기업과의 관계 : 전략적 제휴에 참여하는 기업과 파트너 기업간의 관련성 여부는 공시내용을 바탕으로 판단하였으며, 공시내용 만으로는 관련성 여부를 판단할 수 없거나 불명확한 경우는 제외하였다. 분석 결과에 있어서 초과수익률의 경우 -1일( $t=-1.687[.093 < .10]$ )과 공시당일( $t=-2.131[.035 < .05]$ )에 통계적으로 유의한 차이가 존재하는 것으로 나타났다 그 외의 검증기간에서는 모두 통계적으로 유의한 차이가 없는 것으로 나타나 가설 4는 매우 약하게 지지되었다.

## 5. 결론

본 연구의 결과 자본시장은 기존의 연구들과 달리 전략적 제휴의 공시에 대해서는 특별한 반응을 보이지 않지만(가설 1), 기술제휴와 시장제휴로 구분한 경우에는 시장제휴가 좋지도 나쁘지도 않은 재료로 작용하는 반면 기술제휴는 좋은 재료로 작용하는 것으로 나타났다(가설 2). 이는 투자자들이 기술제휴를 시장제휴보다 미래의 현금측면에서 볼 때 보다 매력적인 것으로 인식하기 때문일 것이며, 기술제휴의 경우 새로운 시장을 탐색하거나 기존시장을 확장하려는 혁신적인 신생기업과 새로운 기술을 추구하는 크고, 성숙한 기업간에 형성되는 사례가 많기 때문에 제휴에 참여하는 기업 모두에게 이로울 것으로 인식하기 때문인 것으로 보여진다. 본 연구에서는 또한 제휴를 제안하는 기업보다는 제안을 받는 기업에 의해 제휴의 존속여부가 결정되기 쉽고 그 결과 먼저 투자하는 기업이 불이익을 받게 될 가능성이 더 큰 것이며, 이러한 경우 먼저 투자를 하는 쪽은 파트너 기업보다 규모가 더 큰 기업일 것이라고 가정하였는데, 연구결과 파트너 기업보다 규모가 작은 기업의 초과수익률이 파트너 기업보다 규모가 큰 기업의 초과수익률을 상회하는 것으로 나타났다(가설 3). 마지막으로 전략적 제휴 파트너기업과의 관계에 있어서는 관련기업과의 제휴이든 비관련기업과의 제휴이든 자본시장의 반응에 있어서 뚜렷한 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다. 본 연구에서는 가설 3의 검정을 위해 초기에 투자하는 기업의 상황에 대한 대용치로써 기업의 규모를 이용하였다. 그러나, 초기에 투자하는 기업의 상황을 측정하는 더 나은 측정 도구를 개발하고 본 연구에서의 가설을 재검토하는 것은 향후 연구의 주제가 될 수 있을 것이며, 분석결과에 대한 해석에 있어서도 제휴에 있어서의 더 작은 기업이 더 큰 기업의 명성에 기인하는 이득을 얻을 수 있다는 해석이 가능하므로 향후 연구에서는 기업의 명성을 측정하고 이러한 명성 또는 자원의존성이 본 연구에서의 가설검정 결과를 설명할 수 있는지의 여부를 검토해야 할 것이다. 또한, 기업의 후속적인 성과가 언제나 최초 공시에 대한 주식 시장의 반응과 일치하는 것은 아니므로 기업의 후속적인 경영성과가 주식시장의 평가와 일치하는지의 여부를 검토하는 것은 매우 흥미로운 연구가 될 것이다.

## 참고 문헌

조명현·오대혁, "국제 전략적 제휴가 한국기업의 가치에 미치는 영향", 한국경영학회 '99 동계학술발

표논문집, 277-296.

한국신문기사데이터베이스(KINDS), <http://www.kinds.or.kr>.

한국증권거래소(KSE), <http://www.kse.or.kr>.

Bettis, R. A. and W. K. Hall(1982), "Diversification Strategy, Accounting-Determined Risk, and Accounting-Determined Return", *Academy of Management Journal*, 25, 254-265

Chan, C. H., J. W. Kensinger, A. J. Keown and J. D. Martin(1997), "Do Strategic Alliance Create Value?", *Journal of Financial Economic*, 46(3), 199-221.

Das, S., P. K. Sen and S. Sengupta(1998), "Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation", *Academy of Management Journal*, 41(1), 27-41.

Hagedoorn, J., "Understanding the Rationale of Strategic Technology Partnering : Interorganizational Modes of Cooperation and Sectoral Differences", *Strategic Management Journal*, 14, 371-385.

Hagedoorn, J. and J. Schakenraad(1994), "The Effect of Strategic Technology Alliances on Company Performance", *Strategic Management Journal*, 15, 291-309.

Hamel, G., Y. L. Doz and C. K. Prahalad, "Competition for Competence and Inter-Partner Learning within International Strategic Alliances", *Strategic Management Journal*, 12, pp.83-103.

Koh, J. S. and N. Venkatraman(1991), "Joint Venture Formations and Stock Market Reactions : An Assessment in the Information Technology Sector", *Academy of Management Journal*, 34(4), 869-892.

McConnell, J. J. and T. J. Nantell(1985), "Corporate Combinations and Common Stock Returns : The Case of Joint Ventures", *The Journal of Finance*, 14(2), 519-536.

Parkhe, A.(1993), "Strategic Alliance Structuring : A Game Theoretic and Transaction Cost Examination of Interfirm Cooperation", *Academy of Management Journal*, 36(4), 794-829.

Pfeffer, J. and G. Salancik(1978), 「The External Control of Organizations : A Resource Dependence Perspective.」 *New York: Harper & Row*.

Robinson, W. T.(1988), "Sources of Market Pioneer Advantages : The Case of Industrial Goods Industries", *Journal of Marketing Research*, 25, 87-94.

Robinson, W. T. and C. Fornell(1985), "Sources of Market Pioneer Advantages in Consumer Goods Industries", *Journal of Marketing Research*, 22, 305-317.

Rumelt, R. P.(1982), "Diversification Strategy and Profitability", *Strategic Management Journal*, 3, 359-369.

Singh, H. and C. A. Montgomery(1987), "Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance", *Strategic Management Journal*, 8, 377-386.

Williamson, O. and W. G. Ouchi(1981), "The Markets and Hierarchies and the Visible Hand Perspectives", 「Perspectives on Organization Design and Behavior.」, *New York: Wiley*, 347-370.

Woolridge, J. R. and C. C. Snow(1990), "Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions", *Strategic Management Journal*, 11, 353-363.