

韓國企業의 海外投資撤收가 株主富에 미치는 影響

(Market Response to Divestment of Korean Firms)

유 승 훈* · 이 창 훈**

요 약

최근 우리 나라 기업의 경영여건이 악화됨에 따라 해외투자철회현상이 급격히 증가하고 있다. 일반적으로 해외투자의 철회여부는 해외투자를 지속했을 때의 미래가치와 투자철회시 회수할 수 있는 현재가치를 비교하여 결정하게 된다. 자본시장에서 투자자들은 이러한 투자철회공시에 대해 상이한 반응을 보일 수 있는 근거가 모두 있다. 본 연구의 분석결과 한국기업의 해외투자철회 공시에 따른 자본시장의 반응은 해외투자철회 공시일에 통계적으로 주주부에 유의한 부(負)의 영향을 주고 있음을 보여주었다. 또한 해외투자철회의 유형에 따라 자본시장의 반응이 어떠한 차이가 있는지를 검증하여 본 결과 투자국요인, 철회시기, 철회의 비율 등이 차이를 나타내는 요인이라는 것을 확인할 수 있었다. 이상의 분석결과를 바탕으로 한국기업의 해외투자에 관한 전략적 함의를 도출하였다.

* 부산대학교 상과대학 무역학과 부교수

** 부산대학교 무역학과 박사과정

I. 序 論

최근 몇 년간의 사회·경제적인 논의의 초점은 國際化, 世界化라는 명제였다. 1990년대에 들어와서 世界經濟의 急速한 變化에 적응하기 위한 國家次元의 生存戰略으로 사회·경제 전반에 걸쳐 世界化를 주창하였다. 우리 나라 기업의 國際經營環境은 선진국의 심화되는 保護貿易主義에 직면하고 있을 뿐만 아니라, 後發開途國으로부터 경쟁의 위협을 느끼는 어려운 상황이다. 이와 같이 급격히 변화하는 환경에 적응하고 생존하기 위한 적극적인 國際經營戰略의 일환으로 우리기업들은 海外直接投資를 모색하게 되었다. 그리하여 기업의 국제화·세계화의 상징으로서 뿐만 아니라 企業生存戰略으로 海外直接投資를 시행하는 기업이 비약적으로 증가했고, 따라서 이에 대한 論議가 그 어느 때보다 활발히 진행되어 왔다. 우리 나라의 해외직접투자는 1986년 이후 급격히 증가하여 1994년 1,475건 약 23억 달러의 해외투자 실적을 정점으로 1997년말 현재 우리 나라의 海外直接投資 累計額은 8,484건 약 180억 8천만 달러 달러에 이르고 있다. 이와 같이 우리 나라의 해외직접투자의 건수와 금액은 규모 면에서 괄목할 만한 성장을 이루었지만, 뚜렷한 競爭優位要素 없는 밴드 웨건(band-wagon)식 투자의 결과로 해외투자를 清算하는 경우가 꾸준히 증가하고 있다. 그리하여 1997년 말 현재 海外投資 清算의 規模는 680건 약 25억 3천만 달러로 총투자 대비 금액에서는 12%, 건수에서는 7%를 점하고 있다. 그러나 해외직접투자를 둘러싼 논의의 대부분은 海外直接投資의 動機, 進入方式이나 所有權 問題, 成果의 分析에만 치중되어 있다. 최근에는 급변하는 글로벌산업환경의 변화로 인해 海外投資企業의 撤收라는 문제가 심각하게 대두되고 있으나 그 논의는 활발하지 못하다. 서민교(1992) 등 몇몇의 연구에서 海外投資撤收企業의 事例分析 研究를 행하였다. 이러한 사례연구는 個別企業이 처한 特정의 外部環境과 內部要因을 주로 분석하여 投資撤收에 영향을 주는 個別企業次元의 직·간접적인 요인과 동기를 분석하여 제시해 준다. 그렇지만 海外投資撤收가 株主富에 어떤 변화를 주는지에 관한 연구는 미진하다. 특히 이들 撤收企業들의 投資地域, 動機, 撤收理由 등의 要因별로 企業價値에 미치는 영향을 조사함으로써 海外投資企業에 대한 戰略的 含意를 찾을 수 있다. 본 연구는 최근 급증하고 있는 우리 나라의 海外投資撤收가 企業價値에 미치는 影響을 資本市場에서 檢證을 통하여 實證 分析하고자 한다.

II. 海外投資撤收의 理論 및 先行研究

1. 海外投資撤收의 概念

生産要素를 복합적으로 해외에 이동시키는 활동인 海外直接投資(Foreign Direct Investment)를 영위하는 동안, 기업의 경제적 또는 기타의 여러 이유로 인해 現地國(Host Country)으로부터 投資金額을 母國(Home Country)으로 回收하는 경우와 이를 現地에서 폐업 또는 제3국으로 사업활동을 이전하는 경우를 海外直接投資撤收(Foreign Direct Divestment : FDD) 혹은 海外 投資撤收(Foreign Divestment : FDI)¹⁾라고 한다.

Torneden²⁾은 ‘해외투자철수란, 본사에 의해 지배되는 積極的인 海外 事業體 持分の 減少’로 정의하고 있으며, 子會社의 清算, 完全賣却 및 部分賣却 등 自發的인 것은 물론 수용, 국유화 등에 의한 非自發的인 것도 포함한다.

Casson³⁾은 해외투자철수를 “海外 子會社에 대한 經營權의 全部나 중요한 減少”로 정의하고 있다. Sachdev⁴⁾는 투자국으로부터의 積極的인 해외사업부문의 자발적 또는 비자발적 철수라고 정의하였다.

이상과 같이 海外投資撤收의 概念은 적극적으로 활동하는 해외 사업체의 投資元金の 自發的 또는 非自發的 回收로써, 사업체의 완전 또는 부분적 매각 및 청산을 의미한다.

그리고 해외투자철수의 형태는 自發的 撤收(voluntary divestment)와 非自發的 撤收(involuntary divestment)로 크게 구분할 수 있다. 자발적 철수란 기업 외부의 영향을 배제한 상황에서 자유로운 의사 결정에 의한 모든 경우의 투자 철수를 말하는 것으로서 資源合理化, 포트폴리오 조정, 經營活動의 失敗, 現地國의 投資 與件

1) Divestment, Divestiture, Abandonment, Redeployment, Departure 등도 같은 의미로 사용된다 ; Business International S.A., *International Divestment a Survey of Corporate Experience*, Business International S.A., 1976, p.5.

2) R. L. Torneden, *Foreign divestment by U.S. Multinational Corporation with Eight Case Studies*, Prager Publishers, 1975, p.4.

3) M. Casson, *The Firm and Market*, MIT Press, 1987, p.211.

4) J. C. Sachdev, *Divestment: A New Problem in Multinational Coporation Host Government Interface*, *Management International Review*, Vol.16, 1976, p.4.

등의 주요 원인으로 발생하고 非自發的 投資撤收란 현지국에서 기업외부의 여러 가지 요인에 의해 強制的인 國有化 沒收, 押留 등을 일컬으며 強制撤收라고도 한다.

2. 海外投資撤收의 理論

投資撤收에 관한 研究는 1970년대 들어 先進國의 多國籍企業들이 成熟段階에 접어들어 해외직접투자의 흐름에도 새로운 변화가 나타나 再投資와 投資撤收가 중요한 새로운 흐름으로 바뀌기 시작하였다. 그리하여 海外 子會社의 撤收가 주목을 받게 되었으며, 이에 따라 투자철수에 관한 다양한 觀點의 理論들이 소개되기 시작하였지만 활발한 논의는 진행되지 못하고 있다.⁵⁾

(1) 直接投資의 延長的 接近

Wilson(1980)은 撤收를 直接投資의 연장선상에서 고찰하고 있다. 직접투자는 일반적으로 두 개의 범주로 구분되는데, 첫째는 競爭優位를 개척·확보하기 위한 積極的 投資이며, 둘째는 寡占的 産業에 있어서 그 안정성을 유지하기 위한 對應的 投資이다. 여기서 대응적 투자란 他企業이 경쟁우위를 확보하는 것을 防止하기 위해 그 기업이 투자한 나라에 經濟的 또는 合理的인 動機가 없더라도 투자를 행하는 防禦的 投資를 말한다.

이 두 유형의 投資撤收는 당초의 投資目的이 여건의 변화로 인해 더 이상 수행되거나 달성될 수 없을 때 발생한다고 할 수 있다. 이에 따르면 撤收의 價値(자회사 매각가격)가 母企業측에서 판단하는 자회사 가치를 上廻할 시점부터 그 철수는 經濟的으로 妥當性을 지니게 된다.⁶⁾

5) 이는 投資撤收를 失敗로 간주하여 이를 외부에 공개하기를 꺼리고, 또한 철수에 관한 의사결정이 최고경영층의 협의로만 진행되는 경향으로 말미암아 공식적인 文書나 報告書의 작성이 없는 편이며, 이에 따라 해외투자철수에 관련된 기초자료를 확보하기가 쉽지 않기 때문이다.

6) Wilson은 이러한 子會社의 價値를 현금흐름 접근방식을 이용하여 측정한다. 즉 자회사의 가치는 당해 자회사와 관련하여 발생하는 현금흐름을 資本費用으로 割引한 現在價値로 측정되는데, 子會社 관련 現金흐름이란 당해 자회사의 활동뿐만 아니라 이와 관련하여 기업조직 전체에서 발생하는 현금흐름의 합계를 의미한다. 만약 産業構造의 變化로 子會社의 保有價値가 충분히 감소하면 子會社의 賣却價値, 즉 撤收價値는 이를 상회하게 될 것이다. 이와 같은 관계를 식으로 나타내면 다음과 같다.

(2) 海外投資撤收의 過程論的 接近

Boddewyn(1985)은 해외투자철수는 일정한 條件이 발생하고 그 조건하에서 투자철수를 저해하는 撤收障壁과 철수를 자극하는 動機要素가 존재하는 상황에서 투자철수를 결정적으로 促進하는 意思決定 상의 要因을 포괄하는 해외투자철수의 과정을 연구하였다.

우선, 海外投資撤收의 條件을 강조한 이론의 관점에서 살펴보면, 국가간의 經濟環境의 차이가 서로 相異한 收益率을 낳게 하고, 따라서 企業經營의 與件의 差異가 발생하므로 이에 따라 기업은 자연히 기업경영조건이 좋은 곳으로 기업의 生産要素를 옮기고자 할 것이다.

Boddewyn(1983)은 Dunning의 절충이론을 逆으로 적용하여 海外投資撤收理論을 전개하였다. 이같은 “逆”의 理論에 따르면 다음과 같은 條件으로 경영환경이 변할 때 해외직접투자철수가 즉시 발생한다고 한다. 첫째, 外國企業에 비해 獨占的 優位要素를 지니지 못할 때, 또는 둘째, 獨占的 優位要素를 보유하더라도, 그 우위요소를 內部化하지 않고 외국기업에 賣却하는 것이 더 利益일 때, 즉 위의 독점적 우위, 내부화 우위, 입지우위 중 하나라도 없어지면 즉시 해외투자철수가 발생한다는 것이다.

다음으로 철수동기에 관련한 이론으로서 Boddewyn(1976)은 美國의 海外投資撤收에 관한 다수의 연구를 기초로, 이와 같은 현상에 관련된 다양한 요인들을 찾아 내었다. 이들 요인을 나누어 살펴보면, 첫째, 財務的 考慮로서 해외 자회사가 지속적으로 경영성과가 부진하고 앞으로도 개선될 전망이 없는 경우와 母會社의 자본 지원 여력이 충분하지 않을 때, 이와 같은 빈약한 재무 상황은 투자를 발생시키는 중요한 요인이 된다. 둘째, 不充分한 事前投資分析은 저조한 성과로 早期投資撤收을 야기한다. 셋째, 不利한 環境條件으로 현지국의 정치, 경제, 사회적인 환경조건이 불리하거나 現地國의 입지조건이 나쁘면 철수의 가능성은 더욱 높아지게 된다. 넷째, 適合성과 資源의 不足으로서, 해외투자를 행하기 위해서는 그 규모와 복잡성

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} < \text{철수가치}$$

CF : 장래 예상되는 당해 자회사의 관련된 현금흐름

k : 적용 할인율

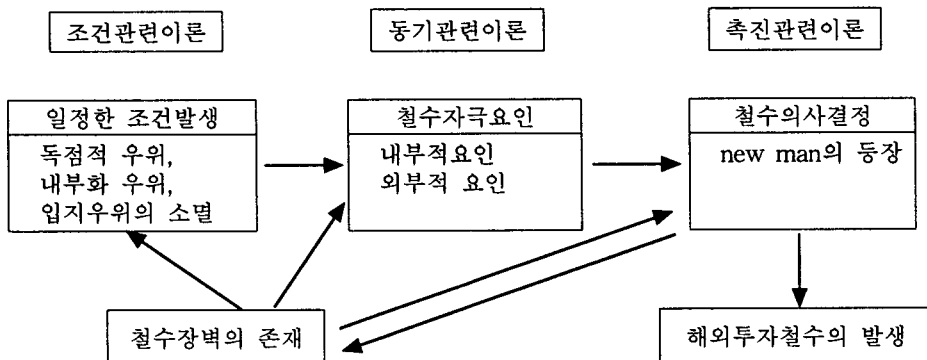
t : 사업의 경제적 수명

에 대처할 수 있는 기업의 능력이 요구되는데, 이를 지원할 자원과 경영능력이 부족하다면 투자철수가 발생한다. 다섯째, 構造的, 組織的 要因으로 해외자회사와 모회사간의 원활하지 못한 意思疏通과 같은 組織構造는 투자를 철수시키는 요인이 된다. 여섯째, 外部的 壓力으로 현지국의 각종 정책과 현지국의 미래전망이 불투명할 때 자발적 또는 비자발적 철수의 요인이 된다. 일곱째, 外國企業과 自國企業間의 差異로 외국기업이 현지국의 자국기업보다 더 쉽게 철수하는데 이는 철수에 관해 종결비용이 적게 들고, 기업이 해외투자관련 의사결정에는 社會的 側面보다 財務的 側面을 더 강조하는 경향이 있기 때문이다.

Torneden(1975)과 Boddewyn(1983) 등은 'new man'의 등장인 撤收促進要因으로 작용한다고 한다. 投資撤收 決定要因이 존재하여 당연히 철수해야 됨에도 불구하고 撤收障壁이 존재하여 철수를 결정하지 못할 때 기존의 투자에 전혀 편견이나 애착을 갖지 않는 'new man'이 등장하여 철수장벽을 극복하고 투자철수를 행하게 하는 촉매제로 작용하여 투자철수가 이루어진다고 설명한다. 여기서 'new man'은 고위 경영자에 해당하는 사람으로 철수의 아이디어를 제공하고 실행하여 최종적으로 절대권을 가진 회장이나 이사회 의 재가를 받아 내는 사람이다.

그리고 Wilson(1980)은 最高經營者 및 中間管理者의 交替, 企業全體의 收益減少 등이 撤收促進要因으로 작용한다고 한다. 그는 기업의 철수에는 撤收要因, 撤收障壁, 그리고 撤收促進要因이 있는데 이들이 함께 작용하여 撤收意思決定이 이루어진다고 한다.

[그림 II-1] 해외투자철수의 과정이론 도해



(3) 巨視經濟學的 接近

日本の Kojima(1985)는 해외직접투자의 결정요인으로서 巨視經濟學的 觀點에서 설명하여야 한다고 주장하였다. 美國型 海外直接投資는 국내에서 첨단 독점산업이 해외로 진출하여 世界貿易의 觀點에서는 逆貿易指向的이며, 日本型 海外直接投資는 국내에서 사양화되어가는 산업이 현지 개도국의 저렴한 勞動力과 결합하여 새로운 貿易을 創出하는 순수역지향적이라고 한다. 또한 미국형 해외직접투자는 자본집약적 생산기술을 가지고 진출하기 때문에 現地國의 雇傭效果가 크지 않은데 비하여, 日本型은 勞動集約的 生産技術로 현지국 고용효과가 크다고 한다.

이러한 고지마의 주장대로라면 일본형 해외직접투자는 미국형 해외직접투자보다 철수기간이 짧을 것이다. 왜냐하면 사양화된 기술은 머지 않아 현지국에서 경쟁력이 오래가지 않을 것이고 따라서 철수준비를 서둘러야 할 것이다. 이 이론에 의한 海外直接投資는 斜陽化되고 단순한 요소를 해외에 이전함으로써 해외진입 초기부터 이미 撤收를 고려하게 되고, 周邊營業環境이 변화될 때 쉽게 철수를 행하게 되는 특성을 강조함으로써 投資規模가 적고 기업의 환경변화에 대한 適應能力이 적은 中小企業의 投資나 開途國의 海外投資撤收를 설명할 수 있는 이론이라고 할 수 있다.

3. 先行研究

(1) Ittner와 Oyon(1993)의 연구

Ittner와 Oyon(1993)는 1984년에서 1987년까지 남아프리카공화국에서 철수한 美國企業의 44건의 공시가 株價에 미치는 영향을 실증분석하였다. 이 연구의 배경은 남아프리카공화국에서 사업을 영위하는 기업들에 대해 反人種差別主義 관련단체들이 남아프리카공화국으로부터 미국기업을 철수시키기 위해, 機關投資者들로 하여금 남아프리카공화국에서 사업을 영위하는 기업주식의 포트폴리오를 포기하도록 압력을 가하고, 株主總會의 結果로서 그 기업의 남아프리카공화국 내 投資資產을 回收하도록 요구함에 따라 投資撤收를 행하는 企業이 등장하고 있다. 아직도, 상당한 수의 기업들이 남아프리카공화국에서 사업을 영위하지만, 投資撤收를 행한 企業의 株主들이 그들의 부에 있어 어떤 영향을 받는지를 검증하였다. 따라서, 이 연구는

남아프리카공화국으로부터의 투자회수라는 사건에 의한 株主富의 變化를 검증하고자 하였다.

〈표 II-1〉 철수공시에 따른 미국기업의 비정상수익률

(남아프리카투자철수)

사건일	비정상수익률	t-statistic
-1	-0.20%	-0.94
0	-0.10%	-0.36
1	0.03%	0.11
CAR(-1,0)	-0.30	-0.78

그리하여 남아프리카로부터의 投資回收는 負의 株價反應을 나타낼 것으로 가설을 세웠으나 CAR(-1,0)에서 통계적으로 유의하지 않은 株主富의 變化를 경험하는 것으로 나타났다. 이 결과는 남아프리카공화국에서의 투자철수에 대한 陽의 效果와 負의 效果가 서로 相殺하는 것인지, 아니면, 投資撤收에 대한 투자자들의 豫測 때문인지에 대한 논의를 지지할 만한 증거를 찾지 못했다.

그리고 CAR(-1,0)에 미치는 영향을 분석하기 위해 종속변수를 CAR(-1,0)으로 두고 투자철수에 대한 기관투자자의 비중을 INST, 투자철수 후에도 간접적인 남아공에 대한 수출이나 라이선스에 의한 판매여부를 더미변수로 활용하여 PRESENCE로 두고, YEAR는 예상상 철수공시에 대한 통제변수로서 쓰였다. 그리하여 회귀식을 $CAR(-1,0) = a + b_1INST + b_2 PRESENCE + b_3 YEAR + \mu$ 로 두고 분석을 행하였으나 이 역시 통계적으로 유의한 결과를 얻지는 못했다.

이 연구에서 이 같은 결과는 公示日을 New York Times지 또는 Wall Street Journal지, IRRC(Investor Responsibility Research Center listing) 중에 제일 먼저 보도된 일자를 공시일로 잡았지만, 남아프리카공화국에서의 투자철수에 대한 情報가 株式市場에 도달되는 일자와 일치하지 않았기 때문인지는 알 수 없었다.

(2) Blumberg와 Owers(1996)의 연구

Blumberg와 Owers(1996)는 外國企業이 FDI의 일환으로서 미국내 기업이 리스

트럭처링의 일환으로 清算하는 事業單位를 引受할 때, 그 賣渡企業의 價値變化를 살펴봄으로서, 리스트럭처링과 FDI의 相互關聯性에 대해 검증하고자 하였다. 그리하여 1980년부터 1990년까지 그들의 戰略的 事業單位를 외국기업에게 매도함으로 청산하였던 204건의 경우를 분석하였다.

이들은 외국기업의 경우, 既存의 美國企業을 引受하는 것이 新規로 設立하는 것보다 더 容易하기 때문에, 미국기업에 의해 청산되는 사업단위를 미국내 다른 매수 희망기업보다 더 높은 가격으로 매수하려고 하고, 이것은 賣渡企業에게 陽으로 企業價値에 變化를 주고, 이 變化는 사업단위를 같은 미국내 企業에 매도하는 것보다 상당한 차이가 있을 것이라고 하였다.

그렇게 되면 리스트럭처링과 FDI의 두 경제적 행위과정은 상당히 밀접하게 되는데, 그 이유는 미국기업의 리스트럭처링으로서의 事業單位 清算이 外國企業의 FDI를 행하게 하는 牽引車가 되기 때문이다.

이들은 研究方法論에서는 기존의 事件研究方法論을 이용하여 미국기업이 외국기업에게 그들의 사업단위를 청산하는 公示日을 기준으로 매도기업의 價値變化를 測定하고 國內企業에 賣渡하는 경우와 비교함으로써 이들간에는 상당한 차이가 있는지를 검증하였다. 外國 購買者에게 清算하는 경우에는 그 매도기업은 통계적으로 상당히 유의한 陽의 價値變化를 보였으나, 이는 國內企業에게 매도하는 경우에도 類似한 反應을 보임으로서 이들간의 차이에 관한 증거를 찾을 수 없었다. 이는 기존의 연구들이 외국기업에게 그들의 사업단위를 청산하는 것이 주주부에 상당한 이익을 줄 것이라고 하는 것에 반하는 것이며, 외국기업이 그들의 FDI유형을 선택하는데 있어 상당한 政策的·戰略的 含意를 준다고 하겠다.

그리고 이들의 연구는 외국기업에게 매도하는 국내기업의 가치변화만을 검증하였기 때문에, 매수하는 外國企業의 株主富의 變化를 함께 연구해야만 FDI와 리스트럭처링으로서의 사업단위의 매각의 상호관련성을 검증할 수 있을 것이라는 한계를 보였다.

(3) 이장로와 서민교의 연구

이장로와 서민교(1989)는 해외투자에 관한 기존연구들을 종합한 후 海外投資撤收에 확장하여 적용함으로써 오늘날 꾸준히 증가세에 있는 韓國企業의 海外投資撤收

에 대한 理論的인 基礎를 제시하였다.

그들은 한국기업의 투자철수가 지니는 特徵과 撤收要因에 대한 정교한 分析을 하기 위해 한국기업의 대표적인 해외투자사례인 K전자(주)의 미국 실리콘밸리 투자철수사례를 분석함으로써 피상적인 철수동기의 분석에서 심층적이고 구체적인 투자철수 사례분석을 시도했다.

특히 研究의 목적상 K전자의 投資撤收要因을 보다 분명하게 파악하기 위해 성공했다고 평가되는 S전자(주)의 성공사례와 比較分析하였다. 이 분석에서 드러난 K전자(주)의 撤收의 要因 및 動機는 무리한 投資, 研究開發 및 營業實績의 不振, 投資意思決定上的의 問題, 그리고 半導體産業의 전 세계적 불황 등으로 나타났다.

따라서 이들은 해외투자이론과 연계해 이들의 철수요인과 관련시켜 검토하였는데 産業組織論 측면에서는 折衷理論의 세 가지 우위요소 중 하나도 가지지 못했으며, 둘째, 動態的 企業國際化에 관한 연구의 입장에서 볼 때, 漸進的인 國際化를 추구하지 못했다는 것을 언급했으며, 企業行爲論의 입장에서 전문경영자의 역할보다는 최고경영자의 독단에 의한 해외투자결정으로 충분한 事前投資妥當性調査가 이루어지지 않았다는 것이다.

이 사례분석연구는 韓國的 企業環境에서 海外投資撤收 原因을 分析하는 先導的인 事例研究로 볼 수 있으나 사례의 건수가 너무 적다는 短點도 아울러 지니고 있다.

(4) 서민교(1992)의 연구

서민교는 1988년 12월말까지 韓國企業의 해외투자 69건을 대상으로 韓國기업의 海外投資撤收 決定要因을 분석하고자 하였다. 그는 어떤 요인이 해외생산자회사의 撤收 또는 殘存을 결정하는데 크게 영향을 미쳤는지를 多變因判別分析 및 交叉分離分析을 통하여 분석하였다.

연구의 결과로 첫째, 한국기업의 투자철수의 직접적 동기는 子會社의 營業不實로 나타났고, 두 번째는, 企業內部要因으로 취약한 獨占的 優位, 不充分的인 事前投資妥當性調査, 國際化經驗의 不充分, 母企業의 營業부실, 단독투자보다 합작투자 방식일 때 등이 해외투자철수에 영향을 미친다고 하였다. 그러나, 모기업의 규모, 동종·이종산업진출 여부 등은 통계적으로 유의하지 않았다. 세 번째, 外部環境要因으로 현 지국의 모든 환경에 관련된 變數들이 통계적으로 유의하지 않게 나왔다. 네 번째로

企業內部去來比率로 측정한 內部化 優位가 높을수록 撤收할 可能性이 낮다고 나타남으로서 철수의 전략적 장벽이 존재함을 알 수 있었다. 이 연구는 國內企業의 投資撤收 決定要因에 관한 先導的 研究로서 의의가 있다.

(5) Gombola와 Tsetsekos의 연구(1992)

Gombola와 Tsetsekos(1992)는 工場閉鎖公示가 株價에 負의 影響을 미친다는 것을 1980년부터 1986년까지 工場폐쇄공시를 한 미국의 134개 上場企業을 대상으로 실증분석하였다. 이 연구에 의하면 工場폐쇄공시는 단지 閉鎖라는 정보 뿐만 아니라 母企業 經營活動 全般에 걸친 정보를 제공해 줌으로써 企業全體의 成果에까지 影響을 미친다고 한다.

그리고 閉鎖公示에 따른 株式市場에서 양의 반응과 음의 반응을 결정짓는 요인으로 투자자들이 工場에 대한 가치와 그 기업에 대한 문제를 어느 정도 인식하느냐 여부에 달려있다고 한다. 일반적으로 工場폐쇄 결정은 양의 순현재가치를 지날 때 이루어진다. 그러나 투자자들이 이를 인식할 만한 이유가 없다면, 주가반응은 음으로 나타날 것이다. 반면에 投資者들이 工場의 價値와 企業이 지니고 있는 문제점을 잘 인식하고 있고, 그럼에도 불구하고 工場이 계속 운영되길 기대하고 있다면, 폐쇄공시는 陽의 株價反應을 나타낼 것이라고 한다.

株式市場에서 반응의 크기는 특히 閉鎖되는 工場의 現金흐름이 母企業 財務狀態에 크게 관련되어 있고, 또한 기업전체 운영에 높은 比重을 점할 때에 그 閉鎖公示는 株價에 통계적으로 유의한 負의 影響을 준다는 것을 보여준다.

<표 II-2> 工場폐쇄 공시에 따른 CAR(미국 상장기업)

사건기간	CAR	Z-statistic	음의 비율
[-10,-2]	0.109	1.012	48.5
[-1, 0]	-0.582	-3.222*	51.1
[-1, 1]	-0.450	-1.596	51.1
[-2, 2]	-0.333	-0.507	54.3
[1, 10]	0.446	1.076	47.9

이 연구의 결과는 공장폐쇄공시가 전체표본에 있어 CAR(-1,0)에서 통계적으로 유의하게 부의 비정상수익을 얻은 것을 밝혀 내었다. 그리고 폐쇄의 이유별로 검증한 企業外部的 理由들은 통계적으로 유의하지 않았고 企業內部的 理由들은 통계적으로 유의한 負의 株價反應을 보였다. 내부적인 이유 중에서는 運營의 比收益性만이 통계적으로 유의하게 나타났고 기업의 再構造化(restructuring)는 통계적으로 유의하지 않을 뿐만 아니라 반대로 陽의 株價反應을 보였다.

그리고 폐쇄되는 공장의 규모별 표본에서는 기업 내에서 比重이 큰 기업이 보다 강한 負의 株價反應을 보였다.

Ⅲ. 實證分析의 方法과 假說

1. 資料募集과 標本構成

본 연구에서 사용된 標本은 1980년부터 1998년 5월말까지 海外投資撤收를 행한 기업들의 자료를 모집하였다. 본 표본의 基礎資料는 일간으로 발행되는 證券市場紙가 수록되어 있는 한국증권연구원의 CD ROM과 한국 증권거래소의 上場會社公示總攬 및 인터넷 서비스로부터 입수하였다.

기초자료에서 본 연구에 부합되는 標本の 基準은 다음과 같다.

첫째, 투자철수기업의 日別收益率이 (주)한국신용평가 자료에 포함되어 있어야 한다.

둘째, 그 투자철수기업의 일별 수익률이 (주)한국신용평가 주식수익률 자료에 최소 360일 연속 나타나는 상장기업이어야 한다.

셋째, 투자철수가 모기업의 不渡나 破産에 기인한 것이 아니어야 한다.

위의 과정을 거쳐 최종표본은 해외투자철수를 행한 상장기업의 공시정보 30건이나 株價收益率資料가 포함되어있지 않은 98년에 투자철수를 행한 10개의 기업은 실증분석에서는 제외하여 총 20건의 공시정보로 표본을 구성하였다. 하지만 98년에 철수한 10개의 기업도 해외투자철수의 현황과 의의를 설명하는 중요한 자료로 참고하였다.

<표 Ⅲ-1>에서 최종표본을 年度別로 보면 1988년에 첫 투자철수건이 발생한 후

매년 약간의 투자건수가 있어왔으나 1994년부터 투자철회 건수가 전반적으로 증가세에 있다. 특히 <표 4-1>에서 1998년도의 투자철회는 5월말까지의 投資撤收를 포함하였으나 그 건수에서 10건으로 1997년부터 더욱 어려워진 우리 경제의 현실을 반영하는 것이라고 볼 수 있다. 그러므로 해외투자철회 현상은 앞으로는 보편적인 경제현상이 될 것이라는 것을 예견할 수 있다.

그리고 국가별로 살펴보면, 미국, 독일 등 先進國에서의 철회건수가 전체 30건 중 21건으로 70%에 달하고, 後進國의 경우에는 9건, 30%으로 상대적으로 비중이 적었다. 이는 상대적으로 선진국에서의 투자가 후진국보다 규제를 더 많이 받고 시장에서의 경쟁 또한 더 치열하기 때문이라고 볼 수 있다. 그리고, 철회이유는 대부분은 경쟁우위요소 없이 투자를 행했다가 영업부진 등 경쟁에 실패하는 경우와 현지국의 規制環境의 深化 등이 철회이유로 나타났다. 그리고 製造業과 非製造業의 비율은 각각 18건과 12건으로 우리나라의 해외투자철회가 진출한 모든 업종에 걸쳐 발생함을 알 수 있다.

<표 III-1> 표본의 연도별 지역별 분포

연도 지역	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
일 본	1										
독 일		1	1							1	
미 국						1	4	1	1		4
인도네시아						1	1				
말레이시아								2			
영 국								1			2
대 만								1			
캐 나 다									1		1
이 태 리									1		
슬로바키아										1	
태 국										1	1
파테말라										1	
홍 콩										1	
중 국											1
필 리 핀											1

2. 事件研究

본 연구에서 사용되는 시장모형은 다음과 같이 나타낼수 있다.

$$\tilde{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i \tilde{R}_{mt} + \tilde{\mu}_{it} \quad (\text{식 III-1})$$

α_i : 주식 i 의절편

β_i : 주식 i 의기울기

\tilde{R}_{mt} : t 일의가중평균시장수익률

$\tilde{\mu}_{it}$: 주식 i 의 잔차

$$\hat{\mu}_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \quad (\text{식 III-2})$$

$R_{i,t}$: t 일의 주식 i 의 수익률

$R_{m,t}$: t 일의가중평균시장수익률

$\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i$: 시장모형의 OLS추정치

본 연구에서는 추정기간을 사건일 전의 330일전(-330)에서 31일전(-31)으로 사건기간을 사건일전 10일(-10)에서 사건일후 10일(+10)로 정하였다. 그리고 모수통계량을 다음의 과정을 통해 행하고자 한다. N개의 증권을 표본으로 할 경우에는 평균 일별수익률은 다음과 같이 계산된다.

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{\mu}_{i,t} \quad t = -30 \dots +30 \quad (\text{식 III-3})$$

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

한편 평균 누적비정상수익률($\overline{CAR}_{a,2}$)은 다양한 간격에 대한 AR_t 값들의 합계로 추출되어 다음과 같이 계산된다.

$$\overline{CAR}_{t_1, t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_t \quad (t = t_1, t_2) \quad (\text{식 III-4})$$

AR_t 와 $\overline{CAR}_{a,2}$ 의 예상치는 주가의 비정상 수행의 부재시에는 '0'이다.

주식 i 의 t 시점에서의 표준화비정상수익률과 표준화 누적비정상수익률은 각각 다음과 같이 계산된다.

$$SAR_{i,t} = \frac{\hat{\mu}_{it}}{S_{it}} \quad (\text{식 III-5})$$

$$S_{it} = \left[S_i^2 \left[1 + \frac{1}{300} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{k=1}^{300} (R_{mk} - \bar{R}_m)^2} \right] \right]$$

S_i^2 : 추정기간 동안 해외투자철수기업 i 의 초과수익률 $\hat{\mu}_i$ 의 분산

R_{mk} : 추정기간에서의 k 일의 시장수익률

R_{mt} : 사건기간에서의 t 일의 시장수익률

\bar{R}_m : 추정기간 동안의 평균수익률

숫자 300은 추정기간의 일수

따라서 평균 표준화 비정상수익률($ASAR_t$)과 평균 표준화 누적비정상수익률($ASCAR$)은 다음과 같이 정의된다.

$$ASAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{i,t} \quad (\text{식 III-6})$$

$$ASCAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_i$$

$SAR_{i,t}$ 는 t 분포를 하기 때문에 표준화된 비정상수익률의 평균값은 중심극한정리에 의해 초과수익률의 기대치가 0이라는 가설 아래 정규분포를 갖게 된다.

그러므로 사건기간에서의 非正常收益率의 檢定統計量은 아래 식과 같다.

$$Z_t = \sqrt{N} \times \overline{SAR}_t \sim N(0, 1)$$

누적평균 비정상수익률이 특정기간동안 0이라는 귀무가설을 검증하기 위한 통계량은 다음과 같이 구한다.

$$Z_{t_1, t_2} = \frac{\sqrt{N}}{\sqrt{t_2 - t_1 + 1}} \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{SAR}_t \sim N(0, 1) \quad (\text{식 III-7})$$

또한, 중심극한정리(central limit theorem)에 의해 $ASAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{i,t}$ 는 \overline{SAR}_t 의 분산으로 점근적으로 定規分布를 한다. 이 경우 철수방식의 차이에 따라 철수기업군 간의 비정상수익률에 차이가 있는가를 검정하기 위한 통계량은 다음과 같다.

$$D_t = \frac{ASAR_{nt} - ASAR_{ct}}{\sqrt{\frac{1}{N_n} + \frac{1}{N_c}}} \sim N(0, 1) \quad (\text{식 III-8})$$

철수방법 j 하에서의 철수기업 주식 N_j 에 대한 累積標準非正常收益率(cumulative standardized abnormal returns)은

$$ASCAR_j(t_0, t_1) = \sum_{t=t_0}^{t_1} ASAR_{jt} \quad (\text{식 III-9})$$

이 경우 누적 비정상수익률의 차이에 대한 통계량도 역시 분산이 1인(unit variance) 정규분포를 한다.

$$D(t_0, t_1)' = \frac{ASCAR_n(t_0, t_1) - ASCAR_c(t_0, t_1)}{\sqrt{(t_1 - t_0 + 1)\left(\frac{1}{N_n} + \frac{1}{N_c}\right)}} \sim N(0, 1) \quad (\text{식 III-10})$$

3. 假 說

가설: 한국기업의 해외투자 철수는 주주부에 부의 영향을 미친다.

한국기업의 경우 투자자들이 해외투자사업을 폐쇄하지 않을 때 기대 할인현가가 해외사업 폐쇄시 기대할인 현가보다 크다면 海外投資 撤收의 決定은 기업의 가치를 하락시키며, 시장의 반응은 이러한 철수공시에 負(-)의 反應을 하고 있다고 볼 수 있다. 그러나 본 연구의 경우 전체 30개의 표본 중에서 23개의 海外投資撤收 事業들이 營業不振에 의한 것으로 나타나 상기와 같은 경우로는 볼 수가 없음을 알 수 있다. 오히려 투자자들은 해외투자사업을 폐쇄하는 기업들이 과거에 지니고 있던 것 보다 더 적은 成長機會를 갖는다고 보거나 해외투자철수를 일종의 海外投資 事業의 失敗로 간주하여 投資母企業들의 미래 현금 흐름에 대한 悲觀的 期待를 받

영하여 株價에 負(-)의 影響을 미치는 것으로 볼 수 있다. 특히 우리나라 투자자들의 경우 相對的인 情報의 非對稱性에 의해 해외투자사업에 대한 정확한 정보를 갖지 못하는 경우가 많으므로 해외투자철수가 기업가치에 어떤 영향을 미칠지에 대한 예측을 못하게 되는 경우가 있다면 Blackwell, Marr와 Spivey(1990)이 주장한 바와 같이 기업의 投資撤收 決定이 실제로는 正(+)의 純 現在價値를 가진다 할지라도 株價는 그 公示에 負(-)의 주주부의 변화를 보일수도 있다. 나아가서 한국기업의 경우 Tormeden(1975)과 Boddewin(1983)이 주장한 new man이 등장하여 투자철수 요인이 있게되면 기존의 투자에 전혀 편견을 갖지 않은채 합리적 의사결정을 할 수 있는 경영자가 상대적으로 많지 않기 때문에 투자철수에 대한 부의 반응을 보일 수도 있다.

IV. 實證分析

본 연구에서는 韓國 上場企業들의 海外投資 撤收公示에 따른 資本市場에서의 株價反應을 사건연구방법론에 의하여 檢證함으로써 株主富에 미치는 영향을 分析하였다. 아래의 <표 IV-1>에서 보면 公示日에 陰의 非正常收益率이 1% 수준에서 유의하게 나타나고 있다. 한편 陰의 非正常收益率의 개수가 전체 20개의 표본 중에서 15개로 나타나 負(-)의 비정상수익을 개수가 全體 標本의 50%이상의 比率分析의 결과도 5% 유의수준에서 받아들여지고 있다. 한편 공시일 전 10일부터 하루전까지와 공시후 하루부터 10일까지 (즉 공시일을 제외한 사건기간) 어느 날에도 비정상 초과수익율이 유의하게 나타나지 않고 있어 海外投資 撤收公示에 따른 株價反應은 公示日에만 뚜렷하게 나타나고 있는 明確한 모습을 보여주고 있다. 이는 [그림 IV-2]에서도 나타나고 있다.

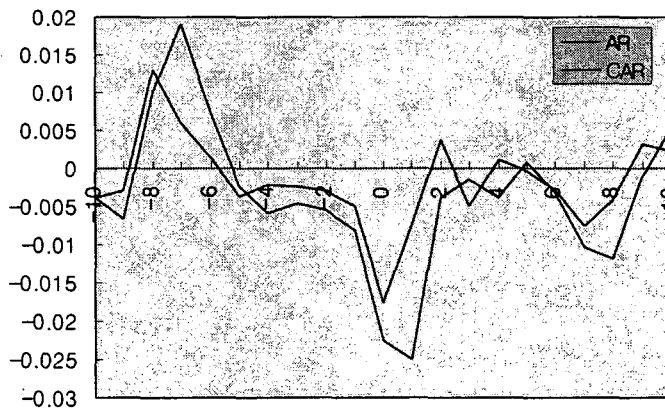
<표 IV-2>에서 공시일 하루전과 공시일의 累積非正常收益率과 공시일을 포함한 전후의 累積非正常收益率은 負(-)의 非正常收益率을 보이고 있고 공시일 5일전부터 하루 전까지의 누적비정상수익율과 공시하루 후부터 5일후까지의 累積非正常收益率은 유의하지 않게 나타나고 있어 <표 IV-1>의 결과를 명확히 지지하고 있다. 이상에서 海外投資 撤收公示의 情報價値는 株價에 負(-)의 影響을 미칠 뿐만 아니

라 이러한 情報가 시장에 효율적으로 반영되고 있음을 알 수 있다.

〈표 IV-1〉 한국기업 해외투자철수 공시일 전후의 철수기업
 평균비정상수익률(AR) : 전체표본(N=20)

일자	AR	AR의 Z값	-AR의 개수	-AR비율의 Z값
-10	-0.00380965	-1.126884	13	1.341640786
-9	-0.00293545	-0.637548	11	0.447213595
-8	0.0130203	2.186035	6	-1.788854382
-7	0.0059639	1.751286	7	-1.341640786
-6	0.00123575	0.418356	8	-0.894427191
-5	-0.00366075	-0.64732	11	0.447213595
-4	-0.0021937	0.277976	10	0
-3	-0.0024136	-0.302237	10	0
-2	-0.0030544	0.018452	11	0.447213595
-1	-0.00508595	-0.064289	11	0.447213595
0	-0.01756765	-2.948956	15	2.236067977
1	-0.00750395	-0.616127	12	0.894427191
2	0.003668	0.295937	9	-0.447213595
3	-0.0050614	-0.650639	9	-0.447213595
4	0.0011532	1.451569	3	-3.130495168
5	-0.0003413	0.466925	11	0.447213595
6	-0.00283445	-0.904224	13	1.341640786
7	-0.0075963	-0.64494	10	0
8	-0.00422125	-0.472852	13	1.341640786
9	0.0030615	0.941313	7	-1.341640786
10	0.0021997	0.178637	7	-1.341640786

[그림 IV-1] 한국기업 해외투자철수 공시일 전후의 철수기업 평균비정상 수익률(AR)과 누적평균비정상수익률(CAR)의 추이



〈표 IV-2〉 한국기업 해외투자철수 공시일 전후의 철수기업
 평균비정상수익률(AR) : 전체표본(N=20)

누적기간		CAR(A,B)	Z-VALUE OF CAR
START(A)	END(B)		
-5	-1	-0.7174	-0.3208
-1	0	-3.0082	-2.1272
-1	1	-3.6244	-2.0925
1	5	0.947665	0.423809

다음으로 海外投資撤收 類型에 따른 非正常收益率의 차이가 있는지를 검증함으로써 海外投資 撤收公示에 따른 주가반응을 심층적으로 분석하고자 한다. <표 IV-3>에서 보면 先進國과 後進國의 경우 car(-1,0)의 累積非正常收益率의 차이가 5% 수준에서 유의하게 나타나는데 後進國 撤收시 선진국에 비해 負(-)의 超過收益率이 크게 나타남을 알 수 있다. 이는 先進國에 투자한 경우와는 달리 後進國에 투자한 우리기업들이 주로 低賃金을 추구하는 生産 效率性指向 投資이거나, 市場追求型 投資일지라도 뚜렷한 경쟁우위가 없는 상태에서 나간 防禦的 投資인 경우(전용욱과 윤동진,1992)가 대부분이기 때문에 負(-)의 超過收益率이 크게 나타난 것으로 해석할 수 있다. Kojima 교수의 주장대로 한국형 해외직접투자 역시 국내에서 사양화 되어가는 산업이 현재 개도국의 저렴한 노동력을 이용하고자 하는 사양화된 기술을 가지고 진출하는 경우가 대부분이어서 현지국에서의 경쟁력이 오래가지 못하는 한계가 있음을 반영하는 것이라 볼 수 있다. 연구자는 해외투자 撤收企業의 撤收理由를 크게 戰略的 撤收와 營業不振에 의한 撤收로 나누었다. 전략적 철수의 경우 예컨대 쌍용투자증권의 경우 EC통합에 대비 영국에 단독진출하고자 기존의 투자사업을 철수하였고 또한 투자이익의 목표달성, 국외점포 경영개선 계획의 일환 등이다. 영업부진의 경우 해외투자산업의 결손누적, 경영악화에 의한 철수이다. 이들 企業群 間의 非正常超過收益率의 差異는 공시일에서 유의하게 나타나고 있다. 영업부진에 의한 투자철수는 負(-)의 超過收益率을 보이는 반면 전략적 투자철수는 正(+)의 超過收益率을 보이고 있다. 이는 투자자들이 전략적 해외투자 철수에 대해서는 긍정적인 반응을 보이는 반면 영업부진에 의한 해외투자 철수의 경우 해외투자사

업에 대한 經營不實에 대해 민감하게 否定的인 反應을 나타내고 있음을 알 수 있다. 한편 製造業과 非製造業으로 나누어서 분석하여 본 결과 이들 기업군간의 CAR(-1,0)만이 10% 유의수준에서 차이가 있는 것으로 나타났다. 제조업의 투자철수시 비제조업 해외투자철수에 비해 음의 누적초과수익율이 큰 것으로 나타나고 있다. 이는 제조업의 경우 투자 철수 이유가 대부분 영업부진에 의한 반면에 비제조업의 경우 전략적 동기에 의한 투자 철수가 상대적으로 분포하기 때문으로 보인다.

연구자는 投資母企業과 海外投資産業이 同種에 속하는 企業群과 서로 다른 異種 企業群으로 분류하여 非正常超過收益率의 차이를 檢證하여 보았다. 분석의 결과 이들 기업군 사이에서는 非正常收益率과 累積非正常收益率의 차이가 거의 없는 것으로 나타나서 투자기업과 해외투자산업의 유사유무는 투자자들이 중요하게 여기지 않는 것으로 나타났다. 한편 부분 철수기업과 완전철수기업의 해외투자철수에 대한 주가반응의 차이를 분석해본 결과 CAR(-1,0)에서 유의하게 차이가 있음을 알 수 있다. 부분 철수의 경우가 보다 큰 負의 누적초과수익율을 나타내고 있다. 전면 철수의 경우 전체 선진국 투자철수기업 20개중에서 17개인 반면 부분 철수의 경우 상대적으로 후진국에서 철수한 경우가 높기 때문으로 보인다.

〈표 IV-3〉 한국기업 해외투자철수 공시일 전후의 철수유형별 비정상수익률(AR)차이^{7) 8)} : 전체표본(N=20)

철수유형	해외투자철수 공시일 0)			초과수익률차이의 Z통계량		
	-1	0	1	공시일	CAR(-1,0)	
선진국	AR	-0.00388	-0.008	-0.0022	-1.8076*	-2.2191**
	AR의 Z값	0.675021	-1.473	0.30178		
후진국	AR	-0.026	-0.04	-0.0198	-1.8076*	-2.2191**
	AR의 Z값	-1.1485	-3.1248	-1.5859		

$$7) D_i = \frac{ASAR_n - ASAR_c}{\sqrt{\frac{1}{N_n} + \frac{1}{N_c}}} \sim N(0, 1)$$

$$8) D(t_0, t_1) = \frac{ASCAR_n(t_0, t_1) - ASCAR_c(t_0, t_1)}{\sqrt{(t_1 - t_0 + 1) \left(\frac{1}{N_n} + \frac{1}{N_c} \right)}} \sim N(0, 1)$$

〈표 IV-3〉 계속

철수유형		해외투자철수 공시일 0)			초과수익률차이의 Z통계량	
		-1	0	1	공시일	CAR(-1,0)
전략적	AR	-0.00132	0.003061	0.003436	-2.293**	-1.5994
	AR의 Z값	-0.0613	0.305997	0.941127		
영업부진	AR	-0.0079	-0.0256	-0.0129		
	AR의 Z값	-0.0367	-3.719	-1.3525		
제조업	AR	-0.014	-0.0284	-0.0083	-1.5623	-1.7348*
	AR의 Z값	-0.6755	-3.1864	-0.4059		
비제조업	AR	0.003844	-0.0068	-0.0067		
	AR의 Z값	0.58456	-0.977	-0.4655		
동종산업	AR	-0.0051	-0.0193	-0.0083	0.339966	0.288844
	AR의 Z값	0.213134	-2.7211	-0.5336		
이종산업	AR	-0.0052	-0.0108	-0.0042		
	AR의 Z값	-0.57	-1.1407	-0.3105		
완전철수	AR	0.006055	-0.0094	-0.0053	1.833111*	3.257148***
	AR의 Z값	1.330919	-1.633	-0.3883		
부분철수	AR	-0.0385	-0.0422	-0.0141		
	AR의 Z값	-2.4338	-3.0595	-0.5597		

*** 1%유의수준

** 5% 유의수준 * 10% 유의수준

V. 結 論

급격하게 변화하는 國際經營環境에 能動的으로 대처하기 위하여 우리기업들은 1980년대 말부터 海外直接投資를 통한 國際化 前略을 추구하였다. 그리하여 이러한 한국기업들의 國際化 決定要因이나 海外市場進入 方式에 관한 연구가 활발히 진행되어져 왔으나 投資後 現地經營의 문제나 海外 子會社들의 철수에 관한 연구는 상대적으로 미진한 실정이다. 한국기업들의 國際化가 상당히 진전된 현 상황에서는 投資後 現地經營에 관한 제반요인들에 관한 구체적인 사례분석뿐만 아니라 투자 철수에 관한 심도 있는 분석을 통해 추후 한국기업의 국제화 방향에 대한 지침을

제시한다는 점에서도 이와 같은 研究의 重要性을 강조할 수 있다.⁹⁾

이에 본 연구에서는 상장회사의 海外投資撤收가 株主富에 미치는 影響을 實證分析하고 어떤 要因들에 의해서 非正常收益率이 영향을 받는지를 검증함으로써 한국 기업들의 海外投資 撤收現象을 資本市場의 株價反應을 통해 재조명하였다.

총 30건의 해외투자 철수사례 중 선진국에서 21개의 기업이 철수 한 것으로 나타나 한국기업들의 對先進國 投資事例의 問題點을 잘 보여주고 있다. 이들 선진국 기업들이 철수 이유는 5건의 投資利益回收나 戰略的 動機에 의한 철수를 제외하고는 16건이 영업부진이나 현지국 규제에 의한 철수로 나타났다. 이는 韓國企業의 對先進國 投資가 선진국의 수출장벽을 피하기 위해서 뚜렷한 獨占的 優位가 없는 상태에서 선진현지시장에 진출하였으나 선진국의 고임금과 차별화 되지 않은 제품으로 선진시장에서 시장확보의 실패로 인한 영업부진으로 이어진 경우가 많았으며 또한 선진 현지국의 까다로운 環境規制 등으로 인해 어려움을 겪음을 보여준다.

撤收 動機를 살펴보면 전체 30건의 사례 중 營業不振에 의한 철수가 23건을 점하여 약 77%를 점하고 있어 한국기업의 해외투자 철수는 해외투자 실패에 기인한 것이라 해도 과언이 아님을 알 수 있다. 해외사업부문의 발전적 재조정이나 새로운 多角化 戰略 등 戰略的 海外投資撤收가 상대적으로 적다는 사실은 우리기업들의 해외투자에 대해 다음과 같은 전략적 함의를 준다. 즉 한국기업들은 해외투자시 투자사업의 妥當性分析에 좀더 신중할 필요가 있으며, 동종 업종에 속하는 기업이 투자하니 우리도 나간다는 식의 bandwagon식의 해외투자는 지양되어야 함을 보여준다고 하겠다. 신중한 투자여건 분석이 선행된 뒤 전략적 마인드를 가지고 해외투자를 행하는 것이 중요함을 시사해준다 볼 수 있다.

한편 母企業과 同種産業에서 철수하는 비율이 전체 30건 중 23건이나 되고 있다. 이는 한국기업들이 해외투자시 모기업이 가진 競爭優位要因의 해외자회사로의 移

9) 한국기업의 국제화가 진행됨에 따라 재무 분야에서는 한국기업의 해외투자나 해외 인수 합병에 대한 자본시장의 반응에 대한 연구는 행하여 진 바 있다. 그러나 이제 한국 기업들도 해외투자나 인수합병의 문제뿐만 아니라 국제화의 연혁이 깊어짐에 따라 해외투자 철수에 관하여도 관심을 갖게 되었다. 구미에서는 해외투자 철수에 대한 자본시장관련 연구가 행하여 진 바 있으나 우리 나라에서는 전무한 실정이다. 이에 본 연구 한국 기업의 해외투자 철수에 대한 자본시장의 반응에 대한 첫 연구라는 점에서 의의가 있고 앞으로 철수사례가 좀더 많아지면 좀더 심도 깊은 연구를 할 수 있을 것이다.

轉이 원활치 않았거나 혹은 투자 모기업의 경쟁우위요소 자체가 열악하였기 때문으로 볼 수 있다. 이와 같은 사실은 해외투자 철수에 대한 투자자들의 자본시장반응이 負(-)의 비정상수익율이 나타내고 이러한 情報은 자본시장에서 效率的으로 반영되고 있음을 확인할 수 있었다. 즉 해외투자 사업에 대한 철수가 투자자들에게는 投資失敗로 간주되어 모기업의 미래현금흐름에 대한 비관적 기대를 야기하게 되었다고 볼 수 있다.

본 연구에서는 해외투자철수의 類型에 따라 자본시장의 반응이 어떠한 차이가 있는지를 검증하여 본 결과 投資國要因, 投資動機, 撤收의 比率 등이 차이를 나타내는 요인이 됨을 확인하였다. 서민교(1996)의 연구에서는 선진국 다국적 기업의 해외투자 철수의 경우 기업들은 일반적으로 生成(born), 成熟(mature), 消滅(die)의 단계를 거치므로 투자 철수가 투자건의 실패로서보다는 기업전체 차원의 보유자원의 재분배 및 보다 나은 투자기회의 추구라는 戰略的 觀點의 撤收가 중요함을 강조하고 있는데 이는 우리기업들의 투자 철수와는 많은 차이를 보여주고 있다. 이상에서 우리기업들의 해외투자의 취약성이 재확인되었고, 따라서 해외투자시 경영자들이 사업의 성과나 환경변화를 주도 면밀하게 분석하여야 할뿐만 아니라 기본적으로는 海外事業의 불리함(cost of foreignness)을 극복할 수 있는 기업들의 競爭優位의 確保가 중요함을 다시 강조한다.

韓國企業의 해외투자 철수 공시가 주주부에 유의한 負(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났으며 이러한 공시는 공시일에만 영향을 미치는 것으로 나타나서 資本市場에 效率的으로 情報가 반영됨을 확인하였다.

本 研究의 경우 해외투자철수의 건수가 많지 않아 다양한 獨立變數를 도입하여 철수 요인의 결정요인을 검증하는데는 한계가 있었다. 나아가서 특정기업들의 철수 사례를 심도 있게 분석한 뒤 이들 事例分析이 바탕이 된 뒤 이들 기업들을 대상으로 한 資本市場에서의 投資者들의 反應을 검증하는 것도 의미 있는 연구가 될 것이다.

參 考 文 獻

- 서민교, “한국기업의 해외투자철수 결정요인에 관한 연구”, 영남경상논총 제10집, 영남경상학회, 1992. 12.
- _____, “한국기업의 해외투자철수와 그 시사점”, 대구경북경제리뷰 142, 1996.
- 이장로, 서민교, “한국기업의 해외투자철수(Foreign Divestment) -k전자(주)의 해외투자철수사례를 중심으로-”, 경영연구, 1989 합병호, 고려대 기업경영연구소, 1990. 2.
- 전용욱, 윤동진, “한국의 대선진국 직접투자에 대한 소고 ; 구조적 시장방어론”, 국제경영연구, 1991, 5. pp.1-32.
- 小島清, 日本の海外直接投資 經濟學的 接近, 東京大學, 1985.
- Blackwell, David, Wayne Marr, M. and Spivey, F., “Plant-closing and the market value of the Firm”, *Journal of Financial Economics*, Vol.26, 1990.
- Blumberg A. and Owers J. E, “The convergence of foreign direct investment and restructuring : evidence from cross-border divestitures”, *Global Finance Journal*, 7(1), 1996.
- Boddewyn, J. J., “Foreign Direct Divestment Theory : Is it the Reverse of FDI Theory”, *Weltwirtschaftliches Archiv.*, Vol.119, No.2, 1998.
- _____, “Foreign and Domestic Divestment and Investment Decision : Like or Un Like”, *Journal of International Business Studies*, Winter, 1983.
- _____, “Foreign Divestment : Magnitude and Factors”, *Journal of International Business Studies*, Vol.10, Spring/Summer, 1979.
- _____, “Theories Foreign Investment and Divestment : A Classificatory Note”, *Management International Review*, Vol.25, 1985.
- Brown. S. and Warner. J., “Using Daily Stock Returns : the case of event studies”, *Journal of Financial Economics*, 1985.
- Business International S.A., International Divestment a Survey of Corporate Experience, *Business International S.A.*, 1976.
- Casson M., The Firm and Market, MIT Press, 1987.
- Cave, R. E. & Porter, M. E., “Barrier to Exit”, in Essays on Industrial Organization Honor of J. H. Bain, Edits by R. T. Masson & P. D. Qualls, Mass : Balling Publishing Co., 1976.

- Duhaime M., Irene and Grant H., John, "Factor Influencing Divestment Decision-making : Evidence from a Field Study", *Strategic Management Journal*, Vol.5, 1984.
- Dunning, J. H., "The Eclectic Paradigm of International Production : A Re-statement at Some Possible Extensions", *Journal of International Business Studies*, Spring, 1988.
- Gombola M. J. and George P. Tsetsekos, "The Information Content of Plant Closing Announcements : Evidence Form Financial Profiles and the Stock Price Reaction", *Financial Management*, Summer, 1992.
- Ittner, C. D. and Oyon. D. F., "The Market Response to South African Divestment", *International Journal of Management*, Vol.10, No.2, June, 1993.
- Sachdev J. C., "Divestment: A New Problem in Multinational Corporation Host Government Interface", *Management International Review*, Vol.16, 1976.
- Torneden R .L., *Foreign divestment by U.S. Multinational Corporation with Eight Case Studies*, Prager Publishers, 1975.
- Tompson, R., "Conditioning the Return-Generating Process on Firm-Specific Event : A Discussion of Study Methods", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1985.
- Wilson, B. D., *Divestment of Foreign Subsidiaries*, UMI Press, 1980.

〈부 록〉

한국기업의 해외투자철수 공시와 내용

회 사 명	공 시 일	투자지역	사 업 내 용	철수 이유
강원산업	1988. 8. 10	일 본	무역업(철강제품)	투자이익회수
삼미종합특수강	1989. 4. 27	독 일	무역업(특수강)	영업부진
쌍용투자증권	1990. 12. 26	독 일	금융업	전략적 철수
대우중공업	1993. 1. 26	미 국	헬리콥터 제조수리 및 판매	현지국 규제
선 경	1993. 11. 3	인도네시아	공단개발 및 운영	영업부진
대한항공	1994. 8. 3	미 국	소프트웨어의 개발 및 판매사업	현지국 규제
대우중공업	1994. 8. 16	미 국	반도체 제조판매	영업부진
서울은행	1994. 9. 1	미 국	금융업	전략적 철수
지원산업	1994. 11. 28	인도네시아	전자부품제조판매업	영업부진
성창기업	1995. 7. 31	말레이시아	합판제조업	현지국 규제
금강피혁	1995. 7. 31	말레이시아	합판제조업	현지국 규제
엘지상사	1995. 11. 23	영 국	칠레동광개발사업	투자이익회수
동양시멘트	1995. 12. 23	대 만	시멘트판매, 무역업	투자이익회수
현대자동차	1996. 2. 1	캐 나 다	자동차,동부품의수입,제조판매	영업부진
일진전기공업	1996. 4. 8	미 국	인공뼈, 치근, 치주	영업부진
유 공	1996. 11. 13	미 국	이동통신서비스	영업부진
엘지전자	1997. 1. 23	독 일	VCR 생산	영업부진
SK텔레콤	1997. 8. 26	태 국	태국내 이동전화사업	전략적 철수
캠브리지	1997. 12. 5	과테말라	여성복제조	영업부진
대한종합금융	1997. 12. 10	홍 콩	종합금융업	영업부진
동성화학	1998. 1. 13	태 국	접착제제조판매	영업부진
동서증권	1998. 1. 16	영 국	증권업	영업부진
한라공조	1998. 1. 23	캐 나 다	자동차용 냉난방기제조	전략적 철수
삼양식품	1998. 2. 4	미 국	라면제조판매	영업부진
건 영	1998. 2. 16	미 국	주택사업	영업부진
영창악기제조	1998. 4. 8	중 국	합판제조	영업부진
삼성전자	1998. 4. 17	미 국	통신용 반도체 개발 및 판매	전략적 이유
대신증권	1998. 4. 27	영 국	증권업	영업부진
대신증권	1998. 4. 27	미 국	증권업	영업부진
아남반도체	1998. 5. 22	필 리 핀	반도체 조립	영업부진