

한국 상장기업의 해외자회사 철수에
관한 연구

Divestment of Foreign Operations by Korean
Listed Manufacturing Firms

홍 성 훈 (Hong, Sung-hoon) *

(E-mail : shhong@honam.ac.kr)

논문접수일 : 2008년 8월 20일

논문심사일 : 2008년 9월 10일

게재확정일 : 2008년 9월 26일

* 학위취득대학 : 영국 University of Warwick
현직 : 호남대학교 관광경영대학 무역학과 교수

한국 상장기업의 해외자회사 철수에 관한 연구 *

<국문요약>

최근에 우리나라 기업들은 해외직접투자에 있어서 괄목할만한 성과를 거두어 왔다. 그러나 해외에 설립한 자회사 중에서 일부는 철수하는 사례가 발생하고 있다. 정부 자료에 의하면, 2004년 말까지 약 650건 정도의 철수 건수가 공식적으로 보고 되었다. 본 연구에서는 1986년-2004년의 기간 동안 상장 제조 기업의 해외 자회사 철수에 영향을 미친 요인들을 실증적으로 분석하였다. 실증 결과에 의하면, 모기업의 해외 생산 경험과 투자대상국의 경제성장률은 해외 자회사의 철수율을 억제하는 효과가 있는 것으로 나타났다. 해외 경험은 기술집약도가 높은 기업에서 유의성을 보여 경험이 모기업 생산 기술의 해외 이전을 수월하게 하여 자회사의 철수율을 낮춘다고 해석할 수 있다. 시장성장률은 완전 철수와 기술집약적인 기업에서 높은 유의성을 보여 투자대상국의 경제적 환경의 중요성을 암시하고 있다. 그러나 일부 실증 결과는 가설과는 반대로 나타났다. 예를 들어 재벌 소속 기업들의 자회사는 오히려 철수율이 높은 것으로 나타났다. 이는 해외 경험이 풍부한 재벌 기업들이 전략적 차원에서 자회사들 사이에 자원을 빈번하게 이동하거나 생산 입지를 조정하기 때문이라고 판단된다. 본 연구는 기존의 국내 연구와 다소 상이한 결론을 제시하므로 추후에 보다 광범위한 자료를 사용하는 후속 연구가 필요하다고 판단된다.

[주제어] 해외직접투자, 해외 자회사의 철수, 상장 제조 기업

* 이 연구는 2007년도 호남대학교 연구비 지원에 의한 결과임.

I. 서론

한국수출입은행의 자료에 의하면, 2004년 기준으로 한국 기업들은 해외 시장에 약 1만 7천 개 정도의 제조 법인을 설립하여 운영 중이다. 하지만 일부 해외자회사들은 부분적으로 혹은 완전한 철수를 시도하였다. 이 자료에 의하면, 1968부터 2004년까지의 기간 동안에 약 650건 정도의 철수 건수가 정부에 보고 되었고 아울러 철수 건수가 점진적으로 증가하는 추세에 있다. 필자는 이러한 상황을 고려하여 해외 제조 법인의 철수 현상에 관한 연구를 시도하는 것이 매우 시의적절하다고 판단한다.

본 연구는 기존 연구와 비교할 때 다음과 같은 차별성을 지니며, 아울러 연구 목적도 같은 시각에서 제시한다. 첫째, 과거의 연구들은 해외 시장에서의 성공 여부를 분석하기 위하여 주로 자회사의 재무적인 성과에 치중하는 경향이 있었다. 예를 들어 판·차이(Pan & Chi 1999)는 기업 및 생산 입지의 경쟁 우위가 자회사의 재무적 성과에 미치는 영향을 분석하고 있다. 이 접근 방법에 의하면, 특정 기간 동안 매출액대비 이익률과 같은 재무적 성과가 높으면 성공적인 자회사로 간주하는 경향이 있다. 국내 연구인 이장로·박지훈·김미옥(2005)에서도 국내 은행의 해외 지점의 성공 여부를 파악하기 위하여 자산수익률과 같은 재무적 성과를 측정하였다. 하지만 본 연구에서는 해외 자회사의 생존 기간을 분석하고자 한다. 이 방법에 의하면 자회사가 해외 시장에서 장기간 철수하지 않고 생존한다면 성공 확률이 높은 것으로 간주 한다. 해외자회사의 재무적 성과와 생존 기간은 밀접한 관계가 있으므로 두 가지의 접근 방법은 상충하기 보다는 보완적인 관계라고 할 수 있다. 그러나 후자의 접근 방법이 보다 장기적인 의사결정에 근거를 두고 있다고 할 수 있다. 철수에 관한 의사결정은 매우 신중하고 번복하기 어렵다. 따라서 해외 자회사가 일정 기간 동안 재무적 성과가 낮다고

하더라도 철수하지 않고 생존한다면 미래에 성공할 가능성이 존재한다고 볼 수 있다. 본 연구는 후자의 접근방법에 입각하여 한국의 상장 제조 기업들의 해외자회사 철수에 관한 의사결정을 실증적으로 분석하고자 한다.

둘째, 해외 학자들에 의한 기존 연구들은 선진국 기업에 초점을 두고 있지만 본 연구는 아시아 신흥산업국인 한국 기업의 의사결정에 주안점을 두고자 한다. 해외 자회사의 철수 혹은 생존에 관한 연구는 주로 미국과 유럽 학자들에 의하여 이루어졌다. 산업조직적 접근방법에 입각하여 시그프리트·에반스(Siegfried & Evans 1994)가 서구 학자들의 기존 연구들을 정리한 결과에 의하면, 철수의 가장 중요한 원인은 기대보다 낮은 이익률이다. 자회사의 낮은 이익률은 과도한 생산 비용, 수요 결핍, 해당 산업의 치열한 경쟁, 새로운 경쟁자의 진입 등의 원인 때문에 발생할 수 있다. 그리고 두하임·그란트(Duhaime & Grant 1984)가 미국의 다각화된 대기업들의 철수 행태를 분석한 결과에 의하면, 자회사와 계열 회사 간의 상호의존성이 약할수록, 모기업의 재무적 성과가 낮을수록, 자회사의 경쟁력이 낮을수록 철수 가능성이 높아진다고 주장하였다. 전략적 접근방법에 속하는 해리건(Harrigan 1980)은 기업 철수가 제품수명주기이론과 연관이 있다고 주장한다. 즉 철수는 쇠퇴기 산업에서 나타나는 전략적 의사결정의 일부이다. 신기술과 신상품의 등장, 소비 패턴의 변화 등으로 수요가 지속적으로 감소하는 산업에서 경쟁 상황이 불리하거나 기업의 경쟁력이 부족하면 공장 매각을 통하여 철수하는 것이 합리적인 대안이 될 수 있다. 또한 사업 포트폴리오의 관점에서 철수 행태를 고찰할 수 있다. 예를 들어, 기업의 제한된 자원을 수익성이 낮은 사업에서 수익성이 높은 사업으로, 비핵심 사업에서 핵심 사업으로, 비관련 사업에서 관련 사업으로 자원을 이동하는 과정에서 철수가 발생한다. 이러한 철수 행위는 해당 사업부의 관점에서는 실패로 간주되지만 기업 전체의 입장에서 보면 긍정적인 효과를 가져다 줄 수 있다. 베니토(Benito

1997)는 노르웨이 기업들을 분석한 결과, 본사와의 전략적 적합성이 높고 관련 산업으로 진출한 자회사가 그렇지 않은 자회사에 비하여 철수율이 낮다고 주장하였다. 그리고 몽고메리(Montgomey *et al.* 1984)는 선진 다국적기업들의 의사결정을 분석한 결과에 의하면, 장기적이고 통합적인 계획에 입각하여 결정된 철수는 기업 가치에 긍정적 영향을 미치지만 단기적인 실적의 차원에서 이루어진 철수는 부정적인 영향을 미친다는 것이다. 이 외에도 베인·노이바우어(Bane & Neubauer 1981)는 다각화와 해외자회사의 실패에 관하여 분석하였고, 블로젯(Blodgett 1992)과 헤너트(Hennart *et al.* 1998)는 국제합작투자의 불안정성에 관하여 논의하였으며, 리(Li 1995)와 바르케마(Barkema *et al.* 1996)는 모기업의 문화와 경험이 자회사의 철수에 미치는 영향을 분석하였다. 이상과 같은 서구학자들에 의한 연구들은 모두 분석 초점이 유럽·미국·일본 등 선진 다국적기업의 의사결정에 맞추어져 있으며 아시아 개도국 기업의 행태는 포함하지 않았다. 따라서 본 연구에서는 한국 기업의 행태를 집중적으로 분석함으로써 기존 해외 연구와의 차별화를 시도하고자 한다.

셋째, 한국 기업의 해외 자회사 철수에 관한 연구가 소수의 국내 학자들에 의하여 진행된 바 있으나 실증 결과가 상이하므로 이를 재검토할 필요가 있다. 박영렬·박세웅(2003)의 연구에서는 469개 해외 자회사의 생존 여부를 Cox 회귀방정식을 사용하여 분석하였다. 이들의 분석 결과에 의하면, 모기업의 광고집약도, 현지 기업과의 합작투자, 자회사의 제품다각화 등에 관한 변수들은 자회사의 생존율에 부정적인 영향을 미친다는 사실이 밝혀졌다. 반면에 투자대상국의 경제성장률, 모기업의 규모 등은 자회사의 생존율에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 모기업의 연구 개발과 국제경험, 투자국과 투자대상국의 문화적 거리, 투자대상국의 시장 규모, 모기업의 유동자산 등은 통계적 유의성을 나타내지 못 하였다. 한병섭·김익수(2004)의 연구에서는 이항분석법을 활용하여 국내

상장기업이 중국에 설립한 789건의 자회사를 분석하였다. 이들의 분석에 의하면, 자회사의 연령이 높을수록, 자회사의 진출시점이 늦을수록, 모기업의 부채비율이 높을수록 자회사의 생존 가능성이 낮다. 그리고 모기업의 투자 경험이 많은 경우, 자회사가 합작 형태로 진출하는 경우, 모기업의 자산 규모가 큰 경우, 모기업의 유동자산과 수익률이 높은 경우에는 생존 가능성이 증가하는 것으로 나타났다. 반면에 모기업의 광고 및 연구개발, 현지 소비자의 구매력, 현지국의 환율 변동은 유의한 영향력을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 요약하면, 박영렬·박세웅(2003)의 연구는 1997년까지 철수한 기업들을 분석하였고, 한병섭·김익수(2004)의 연구는 투자대상국을 중국으로 한정하였으나 일치된 결과를 보이지 않고 있다. 본 연구에서는 투자 기간과 투자대상국을 확대하여 보다 광범위한 표본을 기반으로 결론을 도출하고 기존 국내 연구와의 차이점을 살펴보고자 한다.

II. 분석 방법

1. 연구 가설

본 연구에서는 해외 자회사 철수에 가장 영향력이 높다고 여겨지는 세 가지 요소, 즉 모기업·자회사·투자대상국에 관한 명제를 제시하고 이의 타당성을 통계적으로 검증하고자 한다. 본 연구에서 제시하는 가설들은 기존 연구에서 언급한 중요성과 통계 수집의 가능성을 고려하여 선택하였다.

첫 번째 가설은 모기업의 재벌 소속 여부와 관련이 있다. 이 가설을 제시하는 이유는 우리나라의 해외직접투자가 주로 재벌 기업에 의하여 이루어졌기 때문이다. 1986-2004년의 기간 동안에 증권거래소에 상장한 제조 기업들이 1,300개 정도의 해외 공장을 설립

하였는데, 이 중에서 49.8%가 30대 재벌 소속 기업에 의하여 설립되었다. 이들의 평균 투자 금액은 비재벌기업의 3배에 해당하여 중요한 해외 프로젝트를 거의 통제하고 있다. 유·리(Yoo & Lee 1987)의 견해에 의하면, 재벌은 한국 특유의 기업집단으로서 설립자와 직계 가족이 다각화된 산업에서 계열사를 소유하고 통제하는 구조를 형성한다. 이 가설은 해외 및 국내 학자들의 기존 연구에서 제시된 바가 없고 본 연구에서 최초로 시도한다고 할 수 있다. 일반적으로 재벌 기업들이 설립한 해외자회사들의 철수율은 비재벌 기업에 비하여 낮을 것으로 예상할 수 있는데, 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 재벌 소속 기업들은 상대적으로 높은 기술력과 브랜드를 소유하고, 우수한 인적 자원을 확보하며, 수직적으로 통합되어 있으므로 효율성을 높일 수 있다. 재벌 소속 기업들은 이러한 물질·인적 자원을 충분히 활용함으로써 미숙한 해외 자회사들이 외국영업비용을 상쇄하고 현지 시장에 성공적으로 정착하는 데에 도움을 준다. 둘째, 재벌 소속 기업들은 일반적으로 신용과 담보력이 높기 때문에 자본 조달 비용이 낮다. 더구나 계열사들이 보험 및 증권 산업에도 참여하므로 단기적으로 현금 흐름이 상대적으로 우수하다. 궁극적으로 자금의 기회비용이 낮으므로 어려움을 봉착한 해외 자회사를 위한 재정적 지원이 용이하다. 낮은 자본 비용은 해외 자회사들의 수익률이 기대보다 떨어져도 이를 수용할 가능성을 높여 준다. 셋째, 독립적인 중견기업에 비하여 재벌 소속의 대기업들은 관련 기업 간의 협동체제가 잘 발달되어 있다. 이들은 정보와 경험을 공유하고 위험이 높은 해외 프로젝트를 상호 지원하며 숙련된 경영자와 기술자를 상호 교환한다. 동일한 재벌에 소속한 기업들은 마치 동일 기업 내의 사업부서들처럼 일사분란하게 협력하는 경향이 있으므로 경험이 풍부한 기업은 그렇지 않은 계열사를 지원할 수 있다. 그리고 특정의 자회사가 관련 산업의 계열회사와 중요한 자원을 공유하거나 계열 회사에게 핵심적인 투입물을 제공하는 경우에는 철수를 단행하지 않고 계속 유지하려는 경

향이 나타난다 (Shapiro & Khemani 1987). 따라서 다음과 같은 가설을 제시하고자 한다.

가설 1: 재벌 기업의 해외 자회사는 비재벌 기업에 비하여
철수율이 낮다.

두 번째 가설은 모기업의 해외 시장 경험에 관한 것이다. 이 가설을 제시하는 이유는, 해외 및 국내 학자들의 기존 연구에서 국제적 경험이 중요한 변수로 작용하므로 이 변수가 해외 투자 역사가 상대적으로 짧은 한국 기업들에게도 중요한가를 검토할 필요가 있기 때문이다. 해외 시장에서의 생산 경험은 다국적기업의 중요한 경쟁 원천이며 경험적 지식은 해외 시장에서의 불확실성을 감소시켜 외국인 비용을 상쇄하는 역할을 한다. 경험적 지식은 인지적 지식과는 달리 단기간 내에 학습을 통하여 획득하기가 어려우며 장기간에 걸쳐 점진적으로 축적되는 경향이 있다 (Johanson & Vahlne 1990). 따라서 상당한 기간 동안 국제적 경험을 축적한 기업들은 그렇지 않은 기업에 비하여 해외 시장에서의 영업 위험을 줄일 수 있다. 델리우스·비미쉬(Delios & Beamish 2001)는 특정 투자대상국에서 사전적 경험은 그 국가에서 영업하는 자회사들의 생존율에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 리(Li 1995)는 미국의 컴퓨터 및 제약 산업에 투자한 외국 기업들을 분석하였다. 이 연구를 통하여 투자 경험이 많은 기업이 최초로 투자하는 기업보다 높은 생존율을 보인다는 사실을 입증하였다. 바르케마(Barkema *et al.* 1996)는 네덜란드 기업들의 의사결정을 연구하였는데, 그 결과 문화적으로 유사한 국가에 투자한 기업들이 그렇지 않은 기업에 비하여 높은 생존율을 보인다는 사실을 알아내었다. 이는 문화적 유사성 때문에 과거의 경험을 적용할 수 있는 가능성이 높아진다는 사실을 의미한다. 그리고 셰이버(Shaver *et al.* 1997)는 미국의 관련 산업에 이미 투자 경험이 있는 외국 기업들은 자회사를

신규로 설립하는 외국 기업에 비하여 생존율이 높다고 주장하였다. 따라서 다음과 같은 가설을 제시한다.

가설 2: 해외 생산 경험이 많은 기업이 설립한 해외 자회사의 철수율은 그렇지 않은 기업에 비하여 낮다.

세 번째 가설은 모기업이 해외 자회사를 통제하는 수준과 관련이 있다. 이 가설을 제시하는 이유는, 해외 및 국내 연구에서 중요한 변수로 취급되었으나 실증 결과는 서로 상이하므로 본 연구에서 재검토하는 것이 바람직하다고 판단하였기 때문이다. 예를 들어 합작 여부가 자회사의 생존 가능성에 미치는 영향이 박영렬·박세웅(2003)의 연구에서는 부정적으로, 한병섭·김익수(2004)의 연구에서는 긍정적으로 나타나고 있다. 일반적으로 완전 소유의 자회사는 합작 기업보다 높은 수준으로 통제되고 이는 철수율에 중요한 영향을 미칠 수 있다. 국제합작투자는 파트너와의 갈등을 빈번하게 경험하지만 완전소유 자회사는 단일 기업이 통제하므로 이러한 문제가 발생하지 않는다. 서구 학자들은 합작 기업의 불안정성에 대하여 강조한 바 있다. 고메즈-카세레스(Gomes-Casseres 1987)는 합작의 불안정성은 완전 소유의 두 배에 이른다고 주장하였고, 코거트(Kogut 1989)는 합작 기업은 근본적으로 불안정한 구조를 지닌다고 주장하였다. 몇몇 학자들은 합작 기업의 불안정성을 뒷받침하는 실증적 증거를 제시하였다. 리(Li 1995)의 연구에 의하면, 합작기업은 신규 투자로 설립된 자회사보다 철수율이 높다. 헨너트(Hennart *et al.* 1998)는 미국에서 영업하는 일본 자회사들을 분석한 결과, 합작 자회사가 완전 소유 자회사에 비하여 높은 철수율을 보인다는 사실을 입증하였다. 그리고 마타·포르투갈(Mata & Portugal 2000)은 포르투갈에 투자한 1000개 이상의 외국 기업들을 분석한 결과, 다수의 지분을 소유한 외국 자회사는 그렇지 않은 외국 자회사에 비하여 실패율이 낮다는 사실을 발견하였다. 이는 높

은 통제 수준이 합작 파트너와의 갈등을 예방하고 모기업의 자원과 경험을 수월하게 이전함으로써 자회사의 생존에 도움을 준다는 사실을 의미한다. 따라서 다음과 같은 가설을 제시하고자 한다.

가설 3: 완전 소유의 자회사는 합작기업에 비하여 철수율이 낮다.

네 번째 가설은 투자대상국의 경제적 환경에 관한 것이다. 이 가설을 제시하는 이유는, 해외 및 국내의 기존 연구에서 중요한 요인으로 취급이 되었기 때문이다. 한국 기업들이 투자대상국의 경제적 환경으로부터 어느 정도의 영향을 받는지를 검토하는 것은 의미가 있다. 더닝(Dunning 1988)의 절충이론에 의하면, 투자대상국의 입지 특유의 우위는 독점적 우위, 내부화 우위와 더불어 해외직접투자를 구성하는 중요한 요소이다. 일반적으로 투자대상국의 경제 여건이 유리하면, 그 국가에서 영업 중인 자회사들은 수익성을 증대시킬 수 있고 따라서 생존율은 높아질 수밖에 없다. 투자대상국의 경제적 환경은 주로 시장 규모와 시장 성장률로 나타낼 수 있다.¹⁾ 실증적 분석의 예로서, 베니토(Benito 1997)는 노르웨이 기업들이 해외에 설립한 제조 법인들을 관찰한 결과, 경제성장률이 높은 국가에 설립된 자회사들의 철수율이 상대적으로 낮다는 사실을 발견하였다. 그리고 마타·포르투갈(Mata & Portugal 1994)이 포르투갈 기업들을 분석한 결과에 의하면, 표본 기업의 50%만이 4년 이상 생존하였는데, 성장률이 높은 산업에 설립된 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 철수율이 낮다는 사실이 발견되었다. 아우드레치(Audretsch 1994)는 8,000개 이상의 공장들을 대상으로 설립 후 생존 기간을 조사하였다. 그 결과 해당 산업의 성장률이 높으면 철수 가능성이 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 관점에서 다음과 같은 가설들을 제시하고자 한다.

1) 자료의 제한성으로 인하여 시장 규모와 시장 성장률을 산업별이 아니라 국가별로 파악하고자 한다.

가설 4a: 시장 규모가 큰 국가에 설립한 자회사는 철수율이 낮다.
 가설 4b: 경제성장률이 높은 국가에 설립한 자회사는 철수율이 낮다.

2. 연구 모델

본 연구에서 사용하고자 하는 모델은 Cox의 회귀분석방법이다. 이 모델은 아래와 같은 식에 근거 한다 (Allison 1995).

$$h_i(t) = \lambda_0(t)\exp(\beta_1 X_{i1} + \dots + \beta_k X_{ik}) \quad (1)$$

$$\ln h_i(t) = a(t) + \beta_1 X_{i1} + \dots + \beta_k X_{ik} \quad (2)$$

$$h_i(t)/h_j(t) = \exp\{\beta_1(X_{i1}-X_{j1}) + \dots + \beta_k(X_{ik}-X_{jk})\} \quad (3)$$

(식 1)에서 $h_i(t)$ 는 t 시점에서 i 개체의 위험함수, $\lambda_0(t)$ 는 기저위험함수, β 는 회귀계수, X 는 독립변수를 각각 나타낸다. (식 2)에서 $a(t)$ 는 $\ln\lambda_0(t)$ 를 의미한다.

이 모델이 본 연구에 적합한 이유는 다음과 같다. 첫째, 이 모델은 부분적 최대우도방법(partial maximum likelihood)에 의하여 추정하는 장점이 있다. 부분적 최대우도방법에서는 한 개체의 위험함수(hazard function)는 다른 개체의 위험함수의 비율로 추정 한다 (식 3). 따라서 생존 기간에 관계없이 일정한 비율로 나타나므로 생존 기간에 관한 통계 분포 함수를 명확하게 파악하기 어려운 경우에도 사용할 수 있다. 둘째, 이항분포를 활용한 방법론에서는 생존과 철수만을 구분하고 생존 기간은 고려하지 않지만 이 모델에서는 표본 기업의 생존 기간까지 고려한다. 따라서 철수 기업들이 모두 동일하게 처리하는 것이 아니라 생존기간이 긴 기업과 짧은 기업에 미치는 영향력을 다르게 고려한다. 셋째, 철수를 하지 않고 관찰 기간이 종료할 때까지 생존한 기업들을 표본에서 제거하는

것이 아니라 우측절단(right-censoring)의 자료로 처리함으로써 회귀계수 추정적 적합성을 높이는 장점이 있다.

III. 표본과 변수

본 연구의 실증 분석을 위한 표본은 한국증권거래소에 상장되어 있고 1986-2004년 기간 동안에 해외 생산 공장을 설립한 제조 기업으로 구성되어 있다. 이 중에서 모기업이 자회사에 투자한 자금을 부분적으로 회수한 사례(부분 철수)와 전부 회수한 사례(전체 철수)는 약 200건에 달한다. 그러나 본 연구에서는 관찰 기간 동안에 모기업·자회사·투자대상국에 관한 자료 수집이 가능한 140건의 철수에 대해서만 분석하고자 한다. 표본 기업들은 1990년부터 철수를 시작하였으며 특히 IMF 외환위기 사태를 계기로 철수 건수가 급증하였다. (표 1)에 의하면, 1998년-1999년의 기간 동안에 30건의 철수가 발생하여 총 철수 건수의 21.4%를 차지하고 있다.

철수를 실행한 자회사들의 평균 생존 기간은 5.4년으로 나타나고 있다. (표 2)를 보면, 철수가 가장 빈번하게 발생하는 시기는 4년-6년 사이의 기간이며 그 이후에는 감소하기 시작한다.²⁾ 그리고 10년 이상이 지나면 철수를 위한 의사결정 건수가 현저하게 줄어드는데, 결과적으로 이 기간이 지나면 현지 시장에 성공적으로 정착하였다고 간주할 수 있다. 투자를 실행하는 모기업에 관한 한국상장회사협의회에서, 해외 자회사에 관한 자료는 한국수출입은행에서, 투자대상국에 관한 자료는 통계청과 IMF에서 각각 수집하였다.

2) 리(Li 1995)의 자료에서는 4.7년 이후에 철수율이 감소하기 시작하여 본 연구와 약간의 차이를 보인다. 그러나 박영렬·박세웅(2003)의 연구에서는 10년 이상이 된 해외 자회사들의 철수율은 현저하게 떨어진다고 주장하여 본 연구와 일치한다.

<표 1> 표본 기업의 투자 및 철수 시기

년도	1986-1987	1988-1989	1990-1991	1992-1993	1994-1995	1996-1997	1998-1999	2000-2001	2002-2003	2004	합계
투자건수	14	60	91	81	186	203	56	131	174	73	1069
철수건수	0	0	4	13	12	26	30	28	22	5	140

<표 2> 철수 자회사의 생존 기간

생존기간	2년 미만	2년-4년	4년-6년	6년-8년	8년-10년	10년-12년	12년-14년	14년 이상
완전철수	18	16	28	8	9	5	1	2
부분철수	6	8	15	12	7	2	2	1
합계	24	24	43	20	16	7	3	3

중속변수는 투자시점에서 철수시점까지의 기간을 월 단위로 측정하였다. 년 단위가 아니라 월 단위를 사용한 이유는 생존 기간을 보다 정확하게 측정하기 위함이다. 관찰 시점인 2004년 12월 말까지 생존한 자회사에 대해서는 우측절단의 자료로 처리하였다.³⁾

독립변수 중에서 모기업의 재벌 소속 여부(CHB)는 더미변수를 도입하여 30대 재벌에 속하면 '1'의 값으로 아니면 '0'의 값을 갖도록 하였다. 재벌의 정의는 한국공정거래위원회에서 규정하는 30대 재벌에 대한 정의를 따랐다. 해외 생산 경험(EXP)은 모기업이 새로운 자회사를 해외 시장에 설립할 당시에 이미 운영하고 있던 기존의 해외 제조 법인의 수로 측정하였다. 이는 이미 운영하는 해외 자회사의 수가 많을수록 국제적 경험이 많다고 가정하였기 때문이

3) 투자 시점과 철수 시점은 투자를 실행하는 모기업이 한국 정부에 신고한 시점을 기준으로 하였다.

다.⁴⁾ 그리고 완전 소유 자회사와 합작 기업을 구분하기 위하여 더미변수(WOS)를 도입하고 완전 소유의 경우에는 '1'의 값을, 합작인 경우에는 '0'의 값을 부여하였다.⁵⁾ 투자대상국의 시장 규모(GDP)는 1986년-2004년 동안 미 달러로 표시한 국내총생산의 평균값을, 시장성장률(GDPG)은 동일 기간 동안에 실질 국내총생산 성장률의 평균값으로 각각 측정하였다.

이상과 같은 독립변수 이외에 통제 변수로 모기업 규모, 자회사 규모, 자회사의 생존 기간, IMF 외환위기, 산업 더미 변수 등을 포함하였다. 그 이유로서, 첫째 기업 규모가 철수율에 미치는 영향을 무시할 수 없기 때문이다 (Audretsch 1994, Pennings *et al* 1994). 일반적으로 모기업의 규모가 클수록 인적·금융자원이 풍부하고 적극적인 경영 지원이 가능하며 특정 자회사의 수익성 악화가 기업 전체에 미치는 영향이 크지 않으므로 자회사의 생존을 도와주는 경향이 있다. 하지만 다른 한편으로는, 규모가 큰 대기업들은 여러 산업과 국가에 다각적으로 진출하여 복수의 공장을 운영하므로 전략적인 구조 조정을 통하여 자회사 철수를 시도할 가능성이 있다. 또한 자회사의 규모가 크면 잔여 자산과 종업원 때문에 일반적으로 퇴출 장벽이 높아지고 퇴출 과정이 어려워지는 경향이 있다. 모기업의 규모(SIZEP)는 2004년 기준 모기업의 총자산으로 측정하였다.⁶⁾ 해외 자회사의 규모(SIZES)는 철수 기업의 경우 철수 직전까지, 생존 기업의 경우 2004년 말까지 모기업이 자회사에 대하여 투여한 누적 투자 금액으로 측정하였다. 둘째, 자회사의 생존 기간이 철수 가능성에 미치는 영향력을 고려해야 한다. (표 2)에서 이미 살핀 바와 같이 일정 기간 이전까지는 철수 가능성이 높지만 이 기간이 지나면 해외 시장에 대한 적응력이 높아지므로 철수 가능성이 떨어진다. 이러한 현상을 모델에 반영하기 위하여 철수 기

4) 해외 생산 경험은 일반적인 국제 경험과 특정 국가에 관한 경험으로 나눌 수 있으나 본 연구에서는 전자만을 측정하였다.

5) 모기업이 자회사의 지분을 95% 이상 소유하면 완전 소유로 간주하였다.

6) 자료의 미비와 계산의 복잡성을 고려하여 모기업과 자회사의 규모는 관찰 종료 시점인 2004년을 기준으로 측정하였다.

업의 생존기간(DUR)을 월 단위로 측정하여 방정식에 포함하였다. 셋째, 1997년말에 발생한 외환위기는 모기업의 재무적 능력을 위축하여 해외 자회사의 수익성 악화에 예민하게 반응하고 따라서 철수를 가속화하였을 가능성이 높다. 외환위기를 나타내는 더미 변수(FIN)를 위하여 1997년-1999년의 기간 동안 철수한 기업에 대해서는 '1'의 값을, 그 외의 경우는 '0'의 값을 부여하였다. 마지막으로 산업의 고유한 특성이 철수율에 미칠 수 있는 영향력을 고려할 필요가 있다 (Mata & Portugal 1994). 일부 산업에서는 전반적으로 철수 장벽이 낮아 다른 산업보다 빈번하게 철수가 발생하기 때문이다. 이를 고려하기 위하여 제조업을 한국표준산업분류에 의거하여 13개 분야로 구분하고 이에 따라 12개의 산업별 더미변수를 도입하였다.

IV. 실증 분석 결과

최대우도방식을 적용하여 모델을 추정하기 전에 독립변수들의 선형관계를 검토하였다. (표 3)에서 나타나는 바와 같이 독립변수 사이의 선형관계는 높지 않은 것으로 보인다. 재벌 소속 기업들이 상대적으로 해외생산경험이 많고 자산 규모가 크므로

<표 3> 기초통계 및 상관계수

변수	CHB	EXP	WOS	GDP	GDPG	SIZES	SIZEP	DUR	FIN
CHB	1.00								
EXP	0.41	1.00							
WOS	-0.17	-0.02	1.00						
GDP	-0/09	0.02	-0.02	1.00					
GDPG	-0.02	-0.02	-0.01	-0.10	1.00				
SIZES	0.10	0.17	0.05	-0.01	-0.07	1.00			
SIZEP	0.45	0.50	-0.06	0.01	-0.07	0.15	1.00		
DUR	0.06	-0.20	-0.16	-0.22	-0.10	0.01	0.04	1.00	
FIN	0.03	-0.03	-0.04	0.04	-0.13	0.05	0.08	-0.07	1.00

<표 4> 실증 분석 결과

변수명	방정식 I	방정식 II	방정식 III	방정식 IV
CHB	0.29 (0.24)	-0.18 (0.40)	0.19 (0.45)	0.76 (0.59)
EXP	-0.21** (-0.21)	-0.62** (0.28)	-0.71** (0.36)	0.03 (0.08)
WOS	-0.12 (0.19)	0.26 (0.34)	-0.36 (0.36)	-0.47 (0.46)
GDP	-0.04 (0.10)	0.24 (0.35)	-0.08 (0.18)	n.a.
GDPG	-0.12** (0.04)	-0.08 (0.27)	-0.10 (0.14)	n.a.
CHBEXP	0.17** (0.09)	0.57** (0.28)	0.70** (0.36)	-0.08 (0.09)
SIZES	-0.01 (0.01)	-0.01 (0.01)	0.11 (0.09)	0.07 (0.12)
SIZEP	0.25*** (0.09)	0.38*** (0.14)	-0.08 (0.19)	0.22 (0.41)
DUR	-0.03*** (0.01)	-0.03*** (0.01)	-0.03* (0.01)	-0.03*** (0.01)
FIN	1.10*** (0.26)	0.70** (0.41)	1.70* (0.47)	4.07*** (1.20)
투자 지역	전체	북미, 유럽	아시아 (중국 제외)	중국
투자 건수	1069	239	358	433
철수 건수	140	55	50	26
우측절단 (%)	86.90	76.99	86.03	94.00
우도비율 (유의수준)	345.09 (0.0001)	118.87 (0.0001)	144.49 (0.0001)	79.21 (0.0001)

주: (1) 괄호 안의 숫자는 표준오차를 나타낸다. (2) *, **, ***의 표시는 각각 0.10, 0.05, 0.01의 유의수준을 나타낸다. (3) D1에서 D12까지의 산업별 더미변수는 생략한다.

<표 5> 실증 분석 결과

변수명	방정식 V	방정식 VI	방정식 VII	방정식 VIII	방정식 IX	방정식 X
CHB	0.38 (0.32)	0.67* (0.41)	0.51 (0.33)	-0.01 (0.32)	0.59** (0.26)	-0.05 (0.78)
EXP	-0.36** (0.17)	-0.08 (0.10)	-0.42** (0.20)	-0.10 (0.09)	-0.06 (0.11)	-0.30 (0.23)
WOS	-0.28 (0.24)	0.18 (0.31)	0.09 (0.26)	-0.21 (0.28)	-0.16 (0.21)	-0.26 (0.53)
GDP	0.03 (0.14)	-0.08 (0.18)	-0.08 (0.12)	-0.06 (0.21)	0.01 (0.01)	-0.01 (0.01)
GDPG	-0.18*** (0.05)	-0.07 (0.05)	-0.16*** (0.05)	-0.08* (0.05)	-0.08** (0.04)	-0.25** (0.11)
CHBEXP	0.30* (0.17)	0.05 (0.10)	0.37* (0.20)	0.08 (0.09)	-0.04 (0.11)	0.29 (0.23)
SIZES	-0.01 (0.06)	-0.01 (0.01)	-0.01 (0.01)	-0.04 (0.13)	-0.01 (0.02)	-0.01 (0.05)
SIZEP	0.32*** (0.12)	0.38*** (0.15)	0.30*** (0.11)	-0.01 (0.28)	0.35*** (0.09)	0.50** (0.25)
DUR	-0.04*** (0.01)	-0.03*** (0.01)	-0.03*** (0.01)	-0.03*** (0.01)	-0.05*** (0.01)	-0.09*** (0.02)
FIN	0.78*** (0.30)	3.08*** (0.86)	1.34*** (0.35)	1.01** (0.41)	n.a.	n.a.
표본 특성	완전철수	부분철수	높은 기술 집약도	낮은 기술 집약도	외환위기 이전	외환위기 이후
투자 건수	1016	982	578	491	534	535
철수 건수	87	53	76	64	121	19
우측절단 (%)	91.44	94.60	86.85	86.79	77.34	96.45
우도비율 (유의수준)	314.96 (0.0001)	112.02 (0.0001)	190.36 (0.0001)	151.14 (0.0001)	412.98 (0.0001)	70.07 (0.0001)

주: (1) 괄호 안의 숫자는 표준오차를 나타낸다. (2) *, **, *** 의 표시는 각각 0.10, 0.05, 0.01의 유의수준을 나타낸다. (3) D1에서 D12까지의 산업별 더미변수는 생략한다.

CHB와 EXP, CHB와 SIZEP, EXP와 SIZEP 사이의 상관계수가 0.4 이상으로 나타나지만 이는 모델 추정에 영향을 줄 정도로 심각한 문제는 아니라고 판단한다.

(표 4)의 (식 I)에서는 전체 표본기업을, (식 II)에서는 북미와 유럽 등 서구 선진국에 투자한 기업들을, (식 III)에서는 중국을 제외한 아시아 국가에 투자한 기업들을 각각 분석하고 있다. 이와 같이 지역별로 분류하여 분석한 이유는 투자 지역의 차이에도 불구하고 모델이 안정성을 보이는가를 알아보기 위해서이다.

(표 4)에서 나타난 바와 같이, 첫째 해외생산경험(EXP)이 세 개의 식에서 지속적으로 부의 부호를 보이면서 통계적 유의성을 나타낸다. 이는 국제 경험이 풍부한 기업들이 해외 시장에서 생존 가능성이 높다는 것을 의미하며 필자가 제시한 가설을 지지한다. 그리고 재벌소속여부와 해외생산경험의 상호작용변수(CHBEXP)도 세 개의 식에서 유의성을 갖지만 긍정적인 부호를 보이고 있다. 이는 해외생산경험이 많은 재벌 기업들이 오히려 자회사를 빈번하게 철수하고 있음을 의미하며 우리의 가설과는 다르다.

그 주된 이유로서 해외 시장에서 다수의 제조 시설을 운영하는 재벌 기업들은 글로벌 네트워크가 형성되어 있으므로 자회사간의 자원 이동(부분 철수) 혹은 자회사의 입지 조정(전체 철수)이 보다 빈번하게 발생할 가능성이 높다. 즉 경험이 풍부한 재벌 기업들은 세계 시장을 하나의 통합된 시장으로 간주하고 자회사간의 자원을 보다 신속하게 이동하기 때문이다. 이러한 의미에서의 해외 자회사 철수는 사업 실패로 인한 것이 아니라 글로벌 목표를 효과적으로 실행하기 위한 자원의 이동이므로 긍정적인 해석이 필요하다(Kumar 2005, Choe & Roehl 2007). 둘째, 투자대상국의 시장성장률(GDPG)이 (식 I)에서 해외 자회사의 철수에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 경제성장률이 높은 국가에 투자한 기업들은 철수율이 상대적으로 낮고 생존 가능성이 높다는 것을 의미한다. 본 연구 자료에 의하면, 19년의 관찰 기간 동안 중국·말레이시아·태국·인도네시아 등의 아시아 개발도상국이 년 평균 5% 이상의 높은 성장률을 기록하고 있다. 따라서 이러한 국가에 투자한 기업들은 제품에 대한 수요가 빠른 속도로 증가하므로

생존 가능성이 높다고 할 수 있다. 이들 국가들은 상대적으로 높은 성장률을 기록하고 있을 뿐만 아니라 개발도상국이므로 북미나 서유럽처럼 글로벌 경쟁력을 갖춘 토착 기업들이 드물기 때문에 한국계 자회사들이 생존할 가능성이 더욱 높아진다고 할 수 있다. 더구나 이들 국가의 소득 수준은 서구 기업의 제품보다는 한국 제품을 구매하기에 적합하다고 하겠다.

(식 IV)은 중국에 투자한 기업들을 별도로 분석하고 있다. 분석 결과에 의하면, 독립변수들은 아무런 통계적 유의성을 보이지 않고 있으며 통제변수인 자회사의 생존기간(DUR)과 외환위기(FIN)만이 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과가 나온 이유는, 한국 기업들의 대중국 투자의 역사가 상대적으로 일천하므로 상장기업 자회사들의 생존 여부를 충분히 파악하기 힘들고 따라서 아직은 변수들의 유의한 영향력이 명확하게 드러나지 않기 때문일 것이다.⁷⁾

(식 V)에서는 모기업이 자회사에 대한 투자 자금을 전액 회수한 완전철회 87건에 대하여, (식 VI)에서는 투자 자금의 일부만을 회수한 부분철회 53건에 대하여 분석하고 있다. 두 식을 비교하면, 해외생산경험(EXP)이 완전철회의 경우에만 유의성을 보인다는 사실은 주목할 필요가 있다. 이는 한국 기업의 해외생산경험이 부분철회에는 영향력을 미치지 않고 보다 신중한 의사결정인 완전철회에만 영향을 미친다는 사실을 의미한다. 투자대상국의 시장성장률(GDPG)도 완전철회의 경우에만 통계적 유의성을 보이고 있다. 이는 완전철회가 부분철회에 비하여 투자대상국의 경제적 환경으로부터 영향을 심각하게 받고 있음을 알 수 있다. 부분철회는 환경적 요인보다는 전략적 의사결정과 같은 기업 내부적 요인이 보다 큰 영향력을 미치는 것으로 보인다. 또한 재벌 소속 여부(CHB)가 부분철회의 경우에만 통계적 유의성을 보임을 주목할 필요가 있다.

7) 근래에 중국 시장에서 철회한 한국 기업들의 대부분은 비상장기업이므로 본 연구의 대상에는 포함되지 않는다.

이러한 결과는 재벌 기업들은 완전 철수보다는 부분 철수를 통하여 자회사간, 혹은 본사와 지회사간 자원 이동을 빈번하게 하고 있음을 의미한다. 즉 재벌 기업들이 자회사를 특정 시장에서 완전히 철수하지 않고 일부 금융자원만을 철수시키고 시장 상황이 호전이 되면 해당 자회사를 다시 회복시킬 의도가 있음을 암시한다. 한국 기업들의 이러한 전략은 실물옵션 학파의 주장과 유사성이 있음을 발견할 수 있다 (Trigeorgis 1998).

(식 VII)과 (식 VIII)에서는 전체 표본을 기술집약도가 상대적으로 높은 기업과 낮은 기업으로 분류하여 분석하고 있다.⁸⁾ (식 VII)에 의하면, 기술집약도가 높은 기업에서는 두 개의 독립변수가 가설과 일치하는 통계적 유의성을 보인다. 해외생산경험은 0.05의 수준에서, 투자대상국의 시장성장률은 0.01의 수준에서 각각 유의하여 (식 VIII)에서 보다 높은 영향력을 나타낸다. 이러한 변수들이 기술집약적 기업에서만 유의성을 보이는 이유는 다음과 같이 해석할 수 있다. 첫째, 해외 제조 공장을 운영한 경험이 풍부한 기업들은 모기업의 기술을 자회사에게 효과적으로 이전하는 노하우를 습득하게 된다. 따라서 모기업의 능력을 수월하게 이전받은 자회사들은 해외 시장에서 철수 가능성을 줄이고 생존력을 높일 수 있다. 둘째, 기술집약도가 상대적으로 높은 산업은 전기·전자·제약·수송장비 등을 포함하고 있다. 투자대상국의 국민 소득이 높아짐에 따라 이러한 산업의 제품에 대한 수요는 상대적으로 빠른 속도로 증가할 수 있다. 결과적으로 이러한 산업에 종사하는 해외 자회사는 수요 증가로 인하여 생존 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 하지만 섬유·의복·조립금속 등과 같이 기술집약도가 상대적으로 낮은 산업은 수요 증가가 점진적으로 이루어지는 경향이 있으므로 소득 증가가 철수율에 미치는 영향이 낮을 수 있다.

(식 IX)과 (식 X)에서는 표본기업들을 투자시기별로 나누어 분

8) 표본 중에서 매출액 대비 연구개발 비용이 1% 이상인 경우에는 기술집약도가 높은 기업으로 분류하였다.

석하고 있다. 시기별 구분은 한국에서 외환위기가 발생하여 IMF 구제자금을 요청한 1997년을 기준으로 하였다. 즉 (식 IX)에서는 1986년-1996년 기간의 자료를, (식 X)에서는 1997-2004년 기간의 자료를 각각 분석하고 있다. 재벌 소속 여부(CHB)는 외환위기 이전에는 해외 자회사 철수를 증가시키는 영향을 미치는 것으로 나타나지만, 외환위기 이후에는 통계적 유의성을 상실하고 있다. 이러한 결과는 재벌 소속 기업들이 외환위기 이전에 해외 자회사의 입지 조정 혹은 자회사간의 자원 이동을 빈번하게 시행하였으나 외환위기 이후에는 빈도수가 감소하고 있음을 의미한다. 통계적으로도 투자 건수에 대한 철수 건수가 외환위기 이전에 22.7%를 기록하지만 외환위기 이후에는 3.5%에 불과하다. 외환위기 이후에 설립한 자회사들은 상대적으로 생존 기간이 짧기 때문에 본격적으로 철수 행태를 관찰하기 위해서는 보다 긴 분석 기간이 요구된다고 하겠다. 반면에 투자대상국의 경제성장률은 투자시기에 관계없이 모두 유의성을 보여 철수율에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 상장 기업들은 장기간 동안 높은 경제 성장을 하는 국가, 주로 아시아 개도국에 투자한 경우에 더 높은 생존율을 보인다고 할 수 있다.

이상에서 언급한 독립변수 이외에도 자회사의 생존기간(DUR) 및 외환위기(FIN)와 같은 통제변수는 우리의 기대와 일치하는 방향으로 통계적 유의성을 보인다. 즉 장기간 해외 영업을 경험한 자회사들은 투자대상국에 대한 적응력이 생기므로 철수율을 억제하는 효과가 있음을 알 수 있다. 반면에 1997년에 발생한 외환위기는 해외 자회사들의 철수를 촉진하는 효과를 보여준다. 그리고 모기업의 규모(SIZEP)는 자회사 철수를 촉진하는 것으로 나타나는데, 이는 규모가 큰 기업들은 주로 재벌 소속 기업들이므로 이미 지적인 바와 같이 재벌 기업들이 자회사를 전략적으로 이동시킨다는 설명과 일치한다.

V. 결론

이상과 같이 Cox 회귀분석을 활용하여 상장기업들의 해외 자회사 철수 행태를 분석하여 보았다. 실증 분석 결과는 우리의 가설을 부분적으로만 지지하고 있으며 일부 결과는 가설과 정반대의 방향으로 나타나고 있어 새로운 해석을 요구한다. 종합적으로 판단하면, 다음과 같이 결론을 제시할 수 있다.

첫째, 재벌소속여부와 해외생산경험의 상호작용변수가 유의성을 보이지만 영향력은 가설과 다르게 나타난다. 즉 경험이 풍부한 재벌 소속 기업들은 비재벌 기업에 비하여 보다 빈번하게 해외 자회사를 철수하고 있음을 알 수 있다. 재벌 기업들은 사업 실패로 인한 손실을 최소화하는 것 이외에도 다양한 전략적 이유로 인하여 철수를 실행하며 따라서 철수 가능성이 비재벌 기업에 비하여 높다고 할 수 있다. 이러한 현상은 재벌 기업이 철수를 통해 자원을 저수익 프로젝트에서 고수익 프로젝트로 유연하게 이동함으로써 전사적으로 혹은 그룹 전체의 차원에서 효율성을 증대시키고 있음을 의미한다. 따라서 이들의 철수를 부정적으로만 해석하는 것은 무리라고 할 수 있다.

둘째, 투자대상국의 경제적 환경에 관한 변수 중에서 시장 규모는 유의하지 않지만 시장성장률은 지속적인 유의성을 보인다. 특히 완전철수의 경우와 기술집약적인 기업의 회귀식에서 높은 유의성을 보인다. 이와 같은 결과는 우리나라 기업들이 해외 자회사를 철수함에 있어서 투자대상국의 경제적 환경을 심각하게 고려한다는 사실을 의미한다. 본 연구 결과는 두하임·그란트(Duhaime & Grant 1984)의 견해와는 상이하다. 이들은 일반적 경제 환경과 같은 외적 요인은 철수를 위한 의사결정에 영향을 미치지 못하고 오히려 기업 내부적 요인들이 유의한 영향을 준다고 주장한 바 있다. 이들은 주로 선진국 기업들을 대상으로 분석하였으므로 한국 기업을 분석한 본 연구와는 차이점을 보인다고 할 수 있다. 선진국과

비교할 때, 한국의 다국적기업들은 아직은 경험과 경쟁우위가 충분하지 않은 상태이므로 기업 요인보다는 환경적인 요인에 영향을 받는 것이 당연하다. 따라서 해외에 진출하고자 하는 한국 기업들은 충분한 경쟁우위를 갖추기 전에는 투자대상국의 거시적 환경을 신중하게 검토하여 투자하여야 할 것이다. 특히 경쟁 강도가 높은 국가에 진출할 경우에는 더욱 면밀한 검토가 필요하다고 하겠다. 아울러 해외 생산 경험은 기술집약적인 기업에서만 유의성을 보임으로써 경험이 모기업 기술의 해외 이전에 중요한 역할을 하고 있음을 암시하고 있다.

셋째, 본 연구 결과는 국내 학자들의 기존 연구와 다소 상이함을 보인다. 예를 들어 박영렬·박세웅(2003)의 연구와 비교하면, 투자대상국의 경제성장률은 긍정적인 영향력을 미치므로 동일한 결과를 보이지만, 자회사의 합작 여부와 모기업의 국제 경험은 유의성의 유무에 있어서 차이점을 보인다. 한병섭·김익수(2004)의 연구와 비교하면, 모기업의 국제 경험은 일치된 결과를 보이지만, 자회사의 생존 기간은 정반대의 영향력을 보인다. 더구나 모기업의 규모가 국내 학자들의 연구에서는 철수율을 줄이지만 본 연구에서는 오히려 정반대로 철수 가능성을 높이는 것으로 나타나고 있다.

이상과 같이 본 연구에 의하면 재벌 기업들이 오히려 빈번한 자회사 철수 경향을 보이고 기술집약적 산업에서는 투자대상국의 환경적 요인과 모기업의 해외 경험이 상당한 영향력을 미치고 있음을 알 수 있다. 이는 해외 자회사의 철수가 사업 실패 때문이 아니라 전략적 차원에서 이루어지는 경우에는 긍정적인 평가가 내려져야 함을 의미한다. 특히 기술력이 높은 기업일수록 투자대상국의 경제적 환경을 고려하고 충분한 경험 이후에 점진적으로 해외 생산의 수준을 높이는 것이 바람직하다고 할 수 있다. 마지막으로 본 연구는 자료 수집의 어려움 때문에 제한된 수의 독립변수만을 포함하고 있으므로 후속 연구에서는 이러한 단점을 보완하여 보다 다양한 변수들을 검증할 필요가 있다.

< 참고문헌 >

- 박영렬·박세웅, 2003, “외직접투자 생존에 있어 거래비용과 운영 비용의 효과: 한국의 해외 제조업 투자사례”, 『국제경영연구』 14권 3호, 한국국제경영학회.
- 이장로·박지훈·김미옥, 2005, “해외에 진출한 국내 은행의 경영성과 결정요인에 관한 실증연구: 외환위기 이후를 중심으로”, 『국제경영연구』 16권 2호, 한국국제경영학회.
- 한병섭·김익수, 2004, “중국 투자기업의 철수 결정요인”, 『국제경영연구』 15권 1호, 한국국제경영학회.
- Allison, P. D., 1995, *Survival Analysis Using SAS: A Practical Guide*, Cary NC: SAS Institute.
- Audretsch, D. B., 1994, “Business Survival and the Decision to Exit,” *Journal of the Economics of Business*, Vol. 1, No. 1, 125-137.
- Baden-Fuller, C. W. F., 1989, “Exit from Declining Industry and Case of Steel Casting,” *Economic Journal*, Vol. 99, 949-961.
- Bane, W. T. and F. F. Neubauer, 1981, “Diversification and the failure of new foreign activities,” *Strategic Management Journal*, Vol. 2, No. 3, 219-333.
- Barkema, H. G., J. H. J. Bell and J. M. Pennings., 1996, “Foreign Entry, Cultural Barriers, and Learning.” *Strategic Management Journal*, Vol. 17, 151-166.
- Benito, G. R. G., 1997, “Divestment of foreign production,” *Applied Economics*, Vol. 29, 1365-1377.
- Blodgett, L. L., 1992, “Factors in the Instability of International Joint Ventures: An Event History Analysis,” *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 475-481.

- Choe, Soonkyoo and Thomas W. Roehl, 2007, "What to shed and what to keep: Corporate in Korean business group," *Long Range Planning*, Vol. 40, 465-487.
- Chow, Y. K. and R. T. Hamilton., 1993, "Corporate Divestment: An Overview," *Journal of Management Psychology*, Vol. 8, No. 5, 9-13.
- Delios, A. and P. W. Beamish., 2001, "Survival and Profitability: The Roles of Experience and Intangible Assets in Foreign Subsidiary Performance," *Academy of Management Journal*, Vol. 44 No. 5, 1028-1038.
- Duhaime, I. M. and J. H. Grant., 1984, "Factors Influencing Divestment Decision-making: Evidence from a Field Study," *Strategic Management Journal*, Vol. 5, 301-318.
- Dunning, J. H., 1988, *Explaining International Production*, London: Unwin Hyman.
- Gomes-Casseres, B., 1987, "Joint Venture Instability: Is It a Problem?" *Journal of World Business*, Vol. 22, Issue 2, 97-102.
- Harrigan, K. R., 1980, "Strategies for Declining Industries," *Journal of Business Strategy*, Vol. 1, Issue 2, 20-34.
- Hennart, J.-F., D.-J. Kim and M. Zeng., 1998, "The Impact of Joint Venture Status on the Longevity of Japanese Stakes in the U.S. Manufacturing Affiliates," *Organization Science*. Vol. 9, Issue 3, 382-395.
- Johanson, J. and J.-E. Vahlne. 1990, "The mechanism of Internationalization," *International Marketing Review*, Vol. 7, No. 4, 11-24.
- Kobrin, S. J., 1980, "Foreign enterprise and forced divestment in LDCs," *Journal of International Organization*, Vol. 34,

Issue 1, 65-88.

- Kogut, B., 1989, "The Stability of Joint Ventures: Reciprocity and Competitive Rivalry," *Journal of Industrial Economics*, Vol. 38, Issue 2, 183-198.
- Kumar, M. V. Shyam, 2005, "The value from acquiring and divesting a joint venture: A real option approach," *Strategic Management Journal*, Vol. 26, 321-331.
- Li, J., 1995, "Foreign Entry and Survival: Effects of Strategic Choices on Performance in International Markets," *Strategic Management Journal*, Vol. 16, 333-351.
- Mata, J. and P. Portugal, 1994, "Life duration of new firms," *Journal of Industrial Economics*, Vol. 42, No. 3, 227-246.
- Mata, J. and P. Portugal, 2000, "Closure and Divestiture by Foreign Entrants: The Impact of Entry and Post-entry Strategies," *Strategic Management Journal*, Vol. 21, 549-562.
- Montgomery, C., A. Thomas and R. Kamath, 1984, "Divestiture, Market Valuation and Strategy," *Academy of Management Journal*, Vol. 27, 830-840.
- Padmanabhan, P. 1993, "The impact of European divestment announcement on shareholder wealth evidence from the U.K." *Journal of Multinational Financial Management*, 2, 185-208.
- Pan, Yigang. and Peter S. K. Chi, 1999, "Financial Performance and Survival of Multinational Corporations in China," *Strategic Management Journal*, Vol. 20, 359-374.
- Pennings, J. M., H. Barkema and S. Douma., 1994, "Organizational Learning and Diversification," *Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 3, 606-640.

- Shaver, J. M., W. Mitchel and W. Bernard Yeung, 1997, "The effect of own-firm and other-firm experience on foreign direct investment survival in the United States, 1987-92," *Strategic Management Journal*, Vol. 18, 811-824.
- Shapiro, D. and R. S. Khemani., 1987, "The Determinants of Entry and Exit Reconsidered," *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 5, Issue 1, 15-26.
- Siegfried, J. J. and L. B. Evans., 1994, "Empirical Studies of entry and exit: a survey of evidence", *Review of Industrial Organization*, 9, 121-155.
- Trigeorgis, L., 1998, *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*, MIT Press: Cambridge.
- Weston, J. F., 1989, "Divestiture: Mistake or Learning?" *Journal of Applied Corporate Finance*, 2, 68-76.
- Wright, W. and S. Thompson, 1987, "Divestment and the control divisionalised firms," *Accounting and Business Research*, Vol. 17, Issue 67, 259-267.
- Yoo, S. and S. M. Lee., 1987, "Management Style and Practice of Korean Chaebols," *California Management Review*, Vol. 29, No. 4, 95-110.

Divestment of Foreign Operations by Korean Listed Manufacturing Firms

Hong, Sung-hoon
(Honam University)

Abstract

Although Korean firms have been highly successful in overseas manufacturing, it was reported that some of them had divested foreign manufacturing subsidiaries partially or completely. This study investigates several important factors that are believed to have influenced the decision makings of Korean firms to divest their manufacturing facilities in the foreign market during the period of 1986-2004. As expected, international manufacturing experiences of parent firms and economic growth rates of host countries tend to reduce the probability of divestment.

The international experiences of parents are considered to reduce the exit rates of subsidiaries by facilitating the transfer of core competence between parents and subsidiaries. The economic growth of host countries seems to be particularly influential in the cases of complete divestment and technologically intensive manufacturing.

This implies the importance of considering the general economic environment of host markets to divest subsidiaries. Nevertheless, some empirical findings are against our expectation. Chaebol-affiliated firms are found to divest their

subsidiaries more frequently than their counterparts. In particular, chaebol-affiliated firms with international experiences are more likely to transfer financial resources between subsidiaries and/or rearrange the locations of subsidiaries to pursue their strategies on a global basis. As this study suggests empirical findings that are partially different from previous ones, it will be necessary to undertake further research by using more extensive data in the future.

Keywords : divestment, foreign subsidiary, Korean listed company, foreign direct investment