



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사 학위논문

실물옵션관점의
국제합작투자에 대한 연구

2019 년 2 월

서울대학교 대학원

경영학과 경영학전공

김 자 영

실물옵션관점의 국제합작투자에 대한 연구

지도 교수 이 동 기

이 논문을 석사 학위논문으로 제출함

2018 년 11 월

서울대학교 대학원

경영학과 경영학 전공

김 자 영

김자영의 석사 학위논문을 인준함

2018 년 12 월

위 원 장 _____ 이 제 호 (인)

부위원장 _____ 박 선 현 (인)

위 원 _____ 이 동 기 (인)

초 록

국제합작투자 시 기업은 때로 추가적인 지분 인수에 관한 권리를 계약서에 명시한다. 실물옵션이론 관점에서 이와 같은 명시적 조항은 콜 옵션(call option)에 해당한다. 본 연구는 국제합작투자의 콜 옵션을 기업이 불확실성 하에서 투자의 위험을 통제하는 도구이자 파트너 간의 협상 프로세스의 결과로서 이해하고, 어떤 조건 하에서 기업이 추가적인 지분에 대한 명시적 조항을 보유하는 지를 조사하였다. 특히, 합작에 참여하는 기업이 파트너의 지분을 인수하여 국제합작투자가 형성되는 경우와 합작기업이 모기업의 핵심사업 분야일 경우에 주목하였다. 1995년에서 2006년 사이에 미국 이외의 지역에 설립된 2,981개의 국제합작투자를 분석한 연구 결과, 파트너의 지분을 인수하여 형성된 국제합작투자일 경우 기업이 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션을 가지는 가능성이 높은 것으로 나타났다. 본 연구는 국제합작투자의 콜 옵션을 중심으로 국제합작투자를 형성할 때 기업이 제휴 관계를 어떻게 설계하는지를 이해할 수 있는 추가적인 증거를 제공한다.

주요어 : 실물옵션, 콜 옵션, 국제합작투자, 위험

학 번 : 2017-23830

목 차

제 1 장 서론.....	1
제 2 장 이론적 배경	4
제 1 절 실물옵션이론과 국제합작투자	4
제 2 절 전략적 제휴와 위험	8
제 3 절 가설설정	10
제 3 장 연구의 설계	14
제 1 절 연구표본 및 자료수집	14
제 2 절 변수의 정의 및 측정방법	17
제 3 절 분석방법	22
제 4 장 연구 결과.....	22
제 1 절 기초분석	22
제 2 절 실증분석 결과.....	23

제 5 장 결론.....	24
참고문헌.....	29
Abstract	37

표 목차

[표 1].....	15
[표 2].....	16
[표 3].....	27
[표 4].....	28

제 1 장 서론

기업의 의사결정 과정에 주목하여 경영활동을 이해하면, 기업은 대안을 평가하여 적절한 안을 선택하고, 이를 이행하기 위한 방법을 계획하여 선택을 실현하고, 적응 및 조정의 과정을 통해 조직을 운영해 나간다. 제휴를 통한 기업의 해외 진출을 이러한 맥락에서 살펴본다면, 기업이 국제합작투자자로 해외 시장에 진입하는 것은 신설투자(green field investment)나 인수합병과 같은 다른 진출 형태가 아닌 국제합작투자를 선택하게 되는 과정, 국제합작투자를 실행하기 위한 파트너간의 협상과 계약과정, 실제로 계약을 이행하여 합작기업을 운영해 나가는 단계를 거치는 경영활동으로 볼 수 있다.

국제경영 분야에서 합작투자에 대한 기존 연구는 주로 계약을 전후로 한 두 과정, 즉 해외직접투자의 진입 방식으로 기업이 국제합작투자를 선택하는 요인 또는 국제합작투자를 설립한 이후의 파트너간의 학습 활동, 가치 재평가 및 협력 활동의 조정 과정에 주목해왔다(Makino et al., 2007). 예를 들어, Makino and Neupert(2000)는 일본에 투자한 미국 기업을 대상으로 조사함으로써, 국가적 특성이 다를 경우에도 거래 비용 이론에 근거한 요인이 합작투자 또는 전액출자를 선택하는데 영향을 미치며, 국가적 특성에 따라 합작투자를 선택하는 경향이 다르게 나타나는 것을 확인하였다.

Mowery et al.(1996)은 전략적 제휴 시 기업간 지식 이전의 효과를 분석함으로써 제휴 형태에 대한 문제와 더불어 제휴를 통한 기업 역량의 변화를 연구하였다.

한편, 실물옵션이론의 관점을 취한 최근의 연구는 국제합작투자를 한시적인 해외 시장 진입 방식으로 보아 국제합작투자의 형성 목적과 국제합작투자의 결과 사이의 연관성을 설명한다(Cuypers and Martin, 2007, 2010; Kogut, 1991; Kumar, 2005; Reuer and Leiblein, 2000; Ton et al., 2008). 특히, Kogut(1991)는 초기 투자에 대한 위험을 제한하면서 추가적인 성장 기회를 포착하기 위한 플랫폼으로서 기업이 합작투자를 활용할 수 있다는 관점을 제시하였다.

그러나 이와 같이 기업이 국제합작투자를 형성하게 되는 과정과 설립 이후의 운영과정에 대한 상당한 연구가 있어왔던 것과는 달리, 두 과정을 잇는 중간 단계인 계약과정에 대한 연구는 미미하다. 이에, Reuer and Tong(2005)은 실물옵션이론과 거래비용이론 관점에서 기업이 국제합작투자를 형성할 때 어떤 조건에서 추가적인 지분인수를 위한 명시적 조항을 사용하는지를 조사함으로써 모기업의 목적 달성을 위해 제휴가 어떻게 설계되어야 하는지에 대한 연구를 시도하였다. 본 연구는 Reuer and Tong(2005)의 연구에 기초하여 국제합작투자 계약의 추가적인 지분인수를 위한 명시적 조항을 중점으로 국제합작투자의 설계에 영향을 미치는 요인에 대한 추가적인 증거를 제공하고자 한다. 이러한 명시적 조항은 합작투자를 하는 기업이 파트너로부터 추가적인 지분을 취득할 수 있는 권리를 가지는 콜

옵션(call option)이다(Kogut, 1991). 우리는 실물옵션이론을 바탕으로 국제합작투자의 추가적인 지분인수를 위한 콜 옵션을 기업이 불확실성 하에서 투자의 위험을 통제하는 도구이자 파트너 간의 협상 프로세스의 결과로서 이해하고, 어떤 경우에 국제합작투자를 하는 기업이 추가적인 지분인수에 대한 명시적 조항을 보유하는 지를 알아보려고 한다. 특히, 합작에 참여하는 기업이 파트너의 지분을 인수하여 국제합작투자가 형성되는 경우와 합작기업이 모기업의 핵심사업 영역에서 운영 될 때, 기업이 콜 옵션 권리를 갖는 경향에 주목하였다. 실증 분석은 1995년에서 2006년까지 12년 동안의 기간 중에 미국 이외의 지역에 설립된 미국 기업과 현지 파트너 간의 국제합작투자 2,981건을 대상으로 실시되었다.

본 연구는 크게 다음과 같은 측면의 이론적 의의를 지닌다. 첫째, 국제합작투자의 콜 옵션을 기업이 불확실하의 투자 위험을 통제하고자 하는 의사결정의 문제로 이해함으로써 국제합작투자에 대한 위험을 고려하여 실물옵션이론 관점의 기존의 논의를 보완한다. 둘째, 기존 기업의 지분인수를 통해 형성된 국제합작투자에 주목함으로써 해외직접투자의 진입 방식에 대한 연구에 깊이를 더한다. 마지막으로, 기업이 국제합작투자의 파트너십을 어떻게 설계하는지에 대한 추가적인 증거를 제공함으로써, 국제합작투자를 연구하는데 있어 보다 세부적인 접근을 가능하게 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 2 장에서는 이론적 배경과 선행연구를 검토한 후, 본 연구의 가설을 제시한다. 제 3 장에서는 연구

방법을 설명하며, 제 4장에서는 실증분석 결과를 서술하고 있다. 마지막으로, 제 5 장에서는 결론 및 시사점을 도출한다.

제 2 장 이론적 배경

제 1 절 실물옵션이론과 국제합작투자

Myers(1977)가 기업의 실제 자산 투자에 채무옵션의 이론을 적용하여 실물옵션이론을 전략경영 분야에 도입한 이래, 불확실성 하에서 기업의 전략을 이해하는 중요한 접근법으로서 실물옵션이론에 대한 관심이 커져왔다. 옵션이란 정해진 시점 또는 그 이전에 특정 자산을 정해진 가격에 사거나(call option) 팔 수 있는(put option) 권리에 대한 계약이다. 옵션의 행사가 의무가 아닌 권리이기 때문에, 옵션의 소유자는 상황에 따라 옵션을 행사 할 수도, 행사 하지 않을 수도 있다. 실물옵션이란 이러한 옵션의 논리를 기업의 실제 자산 투자에 적용하여, 기업이 후속 투자 기회를 이용하지 않을 가능성이나 연기하는 가능성을 고려한 의사 결정의 문제를 의미한다(Luehrman,

1995; Trigeorgis and Reuer, 2017). 전통적인 거래비용 이론은 가치 창조 보다는 비용의 최소화에 중점을 두기 때문에 미래의 성장 잠재력을 위한 불확실성 하의 투자를 설명하기 어려운 한계를 지니는데, 실물옵션이론은 이를 보완함으로써 국제합작투자와 같이 불확실성이 높은 기업 투자 환경을 이해하는데 중요한 역할을 해왔다(Cuypers and Martin, 2007; Brouthers et al., 2008; Li, 2007).

Kogut(1991)에 따르면, 실패할 경우의 위험과 성공할 경우의 기회가 명확하지 않은 높은 불확실성 하에서 기업은 합작투자를 통해 잠재적인 성장 기회를 포착할 수 있다. 즉, 합작투자를 통한 초기 투자 이후, 기업은 성공할 가능성이 높아질 경우에 추가적인 투자를 함으로써 실패할 경우의 위험을 제한하면서 불확실한 시장에서 순차적으로 확장할 수 있게 된다. 이와 같이 합작투자를 후속 투자를 위한 플랫폼으로 이해하는 관점에서는 합작투자 자체가 순차적인 확장의 가능성을 내포하고 있는 것으로 보기도 하지만, 기업의 후속 투자에 대한 권리는 때로 합작투자 계약서에 명시되어 있다(Cuypers and Martin, 2007). 만약, 합작투자의 성공 가능성이 높아져서 모기업이 추가적으로 지분을 취득하려고 한다면, 추가적인 지분 소유권에 대한 명시적 조항의 여부가 지분의 취득 가능성과 가치 평가에 영향을 미치게 되어 구매자의 잠재적 이득이 달라진다. 실물옵션이론의 관점에서는 기업이 후속 투자에 대한 가능성을 염두하고 합작투자를 형성한다고 볼 수 있지만, 기업이 합작투자를 형성하는 동기는 다양하다(Makino et al. 2007). 따라서 추가적으로 지분을 소유할 수 있는 권리가 합작투자 계약 시 명시

되어있는지 아닌지에 대한 연구는 모기업이 합작투자자와 같은 협력적 관계를 형성하는 의도를 이해하려는 연구자들로 하여금 보다 정밀한 접근을 가능하게 한다(Cuypers and Martin, 2007; Reuer and Tong, 2005).

Chi and McGuire(1996)는 확률론적 모델을 사용하여, 합작투자로 인해 얻을 수 있는 이익이 불확실한 경우 합작투자에 참여하는 기업이 추가적인 지분인수에 대한 명시적 조항을 계약에 포함하는 것을 보여주었다. 또한, 합작투자 계약의 협상단계에서 파트너 사이에 옵션의 가치를 다르게 평가하는 사전 비대칭이 존재할 경우, 파트너 중 하나가 다른 파트너보다 옵션의 가치를 높이 평가하게 됨으로써 옵션이 협상의 가치를 가진다고 주장하였다. 나아가, 그들은 합작 계약 시 추가적인 지분인수에 대한 명시적 조항이 포함되는 조건을 이해하기 위해 거래비용이론과 실물옵션 관점의 통합적인 접근방법을 취하였다. Chi and McGuire(1996)는 신규시장에 진입하거나 파트너와 기존의 협력 관계가 없을 경우, 현지의 지배적인 법적 체계가 잠재적인 기술 침해로부터 기업을 보호하는 데 취약할 경우, 합작기업이 추가적인 지분인수에 대한 옵션을 포함할 가능성이 높다는 명제를 도출하였다. 또한, 이와 같이 콜 옵션을 보유하고 있을 경우, 합작투자의 소유 지분이 낮을 가능성이 크다는 명제를 제시하였다.

한편, Reuer and Tong(2005)은 ‘기업이 국제합작투자를 형성할 때 어떤 조건에서 추가적으로 지분을 인수할 수 있는 권리를 명시하는가?’를 연구하였다. 이러한 명시적 조항은 실물옵션이론의

관점으로는 불확실성 하에서 순차적인 확장을 가능하게 하는 콜 옵션인 한편 거래비용이론 관점으로 보면 합작투자 파트너에 대한 모기업의 통제력을 높이는 수단이 될 수도 있다. 이에, Reuer and Tong(2005)은 실물옵션이론과 거래비용이론의 통합적인 관점에서 접근하여, 기업이 국제합작투자를 형성할 때, 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션을 가질 가능성을 불확실성이 기인하는 상황(핵심 및 비 핵심 제품 분야, 호스트 국가의 정치적 혼란의 정도, 호스트국가의 지적 재산권, 국가 간 문화적 차이 측면)의 측면에서 살펴보았다. 그들은 국제합작투자에서 기업이 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션을 가질 가능성은 핵심사업보다 비핵심사업에서, 현지 국가의 지적 재산권이 약할 경우, 현지 국가와의 문화적 거리가 클 경우 높을 것이고, 정치적으로 안정되지 않은 국가에 설립된 국제합작투자의 경우 낮을 것이라고 주장하였다.

Tong and Li(2013) 또한 국제합작투자 시 기업이 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션 권리를 보유할 지를 결정하는 요소에 주목하였다. 그들은 파트너 간 국제합작투자 경험의 차이와 모기업과 합작기업 간의 상보성(complementarity)의 차이가 국제합작투자 및 콜 옵션에 대한 가치평가와 불확실한 환경에 대한 인식에 있어 파트너 간 사전 비대칭을 유발한다고 보았다. 즉, 국제합작투자에 참여하는 파트너 간 모기업과 합작기업의 상보성에 차이가 있으며, 이는 상보성이 더 큰 기업으로 하여금 상대기업에 비해 국제합작투자의 가치를 더 높게 평가하게 하는 한편, 상보성이 큰 파트너에게 콜 옵션을 부여함으로써 국제합작투자의 가치를 높이는 것이 두 파트너 모두에게 경제적 가치를

제공하기 때문에 파트너에 비해 상보성이 큰 기업일수록 콜 옵션을 가진다고 주장하였다. 또한, 기업은 국제합작투자를 통해 파트너간 학습을 경험하고, 불확실한 외부 환경을 인식하고 파악하는 능력을 기를 수 있으며, 환경 변화에 보다 신속하게 대응할 수 있기 때문에 국제합작투자 경험이 파트너에 비해 많을수록 추가적인 지분 확보 권리에 더 높은 가치를 부여할 가능성이 큰 것을 보여주었다. 특히, Tong and Li (2013)는 콜 옵션이 없는 경우 기업은 상대적으로 많은 초기 지분을 사전에 확보함으로써 합작기업에 대한 강력한 통제권을 얻을 수 있는 반면 초기 지분이 큰 기업의 경우에는 콜 옵션의 가치가 덜 중요할 수 있으므로, 초기 지분율과 콜 옵션의 보유가 상호 의존적임을 확인하였다.

제 2 절 전략적 제휴와 위험

실물옵션이론은 불확실성이 높은 상황에서 기업이 어떻게 최적의 위험관리와 투자가치 극대화를 위한 투자를 하는지를 설명한다. 따라서 실물옵션이론의 적용을 위해서는 기업의 위험관리에 대한 이해가 필수적이다. Miller(1992)는 국제적으로 운영되는 기업이 직면한 불확실성을 일반 환경, 산업, 기업 차원의 불확실성으로 분류하는 프레임 워크를 제시하고, 재무 및 기업의 전략적 위험관리 대응을 설명함으로써 위험관리의 개념을 국제경영 분야에 적용하였다.

‘위험’이라는 개념은 일반적으로 경영성과의 부정적인 변동을 의미하는 한편, ‘정치적 위험’ 또는 ‘경쟁 위험’ 과 같이 위험의 원천을 의미하기도 하는데, 개념적 정의의 혼란을 피하기 위해 Miller(1992)는 기업의 성과에 있어서의 예측 불가능성을 위험으로 정의하였다.

한편, Das and Teng(2001)은 전략적 제휴 과정을 설명하는 기존의 문헌들이 의사결정과정 에 대한 적절한 이해를 고려하지 않았음을 지적하고, 기업의 위험에 대한 인식과 관리에 주목하여 제휴 과정에서의 통제, 구조 및 성과를 설명하려는 관점을 제시하였다. 즉, 전략적 제휴는 높은 불확실성을 동반하기 때문에 제휴에 참여하는 기업들이 인지하는 위험이 크며, 이러한 위험은 적절한 통제수단과 파트너간의 신뢰에 의해 줄어들 수 있다는 것이다.

Das and Teng(1996, 1998, 2001)은 기업이 인식한 위험을 발생 요인에 따라 두 가지의 상호 독립적인 위험, 즉 관계적 위험과 성과적 위험으로 정의하였다. 관계적 위험은 기회주의적 행동과 같이 제휴 파트너가 전략적 목표의 달성을 저해 할 수 있는 경우이다. 성과적 위험은 파트너가 충분히 협력함에도 불구하고 전략 목표 달성을 어렵게 할 수 있는 요소를 의미한다. 따라서 기업은 전략적 제휴 과정의 의사결정에 있어, 파트너가 성실하게 협력할 것 인지와 파트너가 전략적 목표를 수행하기에 충분한 역량을 갖추고 있는지를 고려하게 된다. 즉, 제휴 파트너에 대한 선호도는 관계적 위험 및 성과적 위험에 대한 기업의 인식에 기반하고 제휴의 구조는 전체 위험을 최소화하는

방향으로 결정된다는 주장이다.

Das and Teng(1996, 1998, 2001)의 연구 이후, 기업의 위험에 대한 인식과 관리에 기반을 둔 관점은 다양한 방향으로 전략적 제휴에 대한 연구에 적용되었다(예: Becerra et al., 2008; Langfield-Smith, 2008).

제 3 절 가설설정

추가적인 지분인수에 대한 옵션은 합작투자의 성과가 좋을 때 기업이 관계적 위험으로 인해 지분인수에 어려움을 겪을 때를 대비한 조항이다. 즉, 성과적 위험은 낮으나 관계적 위험이 높을 경우를 통제할 수 있는 계약상의 장치이다. 한편, 이러한 계약은 콜 옵션을 보유하고자 하는 기업의 동기와 콜 옵션을 수용하는 파트너 간 협상에 의해 이루어진다. 따라서 어떤 조건 하에서 기업은 국제합작투자 계약에 콜 옵션을 포함하고자 하며, 또한 어떠한 경우에 이러한 요구가 받아들여지는지에 주목하여 이해하고자 한다.

1. 지분인수형 국제합작투자

계약 당사자들은 계약을 작성하고 검토할 때 해당 계약이 기본적으로 예상되는 위험을 최소화하는가에 중점을 둔다. 국제합작투자

계약에 있어서 추가적인 지분인수권에 관한 조항은 성과적 위험이 낮다고 판단될 경우, 합작파트너의 기회주의적 행동으로 인한 관계적 위험을 줄일 수 있다(Das and Teng, 1996, 1998, 2001). 기존 기업의 지분을 인수하여 국제합작투자가 형성되는 경우, 지분을 인수하기로 하는 의사결정 과정에서 기업은 합작기업의 미래성과에 대한 불확실성을 일부 해소할 수 있을 것이다. 이를 실물옵션이론 관점에서 이해하면 옵션의 행사를 지연시킨 경우와 같이 옵션의 가치에 대한 정보를 더 많이 획득한 경우로 볼 수 있다. 또한, 지분인수에 대한 의사결정을 검토하는 과정에서 높은 성과적 위험이 예상된다면, 기업이 지분인수 계획을 철회할 가능성이 높다. 따라서 기존 기업의 지분을 인수함으로써 국제합작투자를 설립하는 경우, 기업이 인식한 성과적 위험은 비교적 낮고, 기업은 합작파트너의 기회주의적 행동으로 인한 관계적 위험을 통제하고자 하는 요인이 클 것이다.

한편, 합작 파트너간의 문제를 자유롭게 논의하는 데는 개방적인 분위기가 필수적이다(Doz, 1996). 그러나 국제합작투자를 형성할 때, 미래의 지분에 대한 논의는 서로의 책무(Commitment)에 대한 파트너의 부정적인 인식을 가져올 수 있어, 협상 과정에서 잘 고려되지 않는 경향이 있다(Glaister et al., 2003). 반면, 지분인수형의 경우는 국제합작투자를 신규 설립하는 경우에 비해 파트너들의 책무가 상대적으로 약하다고 볼 수 있다(Jakobsen and Meyer, 2008). 또한, 국제합작투자를 형성하는 과정에서 파트너 간 지분의 가치 평가와 인수에 대한 논의가 필수적이므로 추가적인 지분인수에 대한 협상이

비교적 용이할 것이다.

요약하자면, 기존 기업의 지분을 인수함으로써 국제합작투자를 설립하는 경우, 지분인수에 대한 의사 결정 과정에서 기업은 합작기업의 성과에 대한 불확실성을 일부 해소하게 되고, 따라서 성과가 좋을 때를 대비해 추가적인 지분인수에 대한 권리를 확보하고자 하는 경향이 클 것이다. 한편, 지분인수에 대한 논의가 진행되는 상황에서 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션은 비교적 수월하게 협상에서 고려될 수 있다. 따라서 합작에 참여하는 기업이 파트너의 지분을 인수하여 국제합작투자가 형성되는 경우, 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션이 계약에 반영되는 경향이 높을 것이다.

가설 1: 국제합작투자 시 기업이 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션을 가질 가능성은 지분인수 형 국제합작투자인 경우 높을 것이다.

2. 핵심사업

중요한 사업일수록 위험이 현실화 되었을 때, 기업 성과에 미치는 부정적인 영향이 크다. 예를 들어, 어떤 국제합작기업이 큰 성과를 내어 합작투자 파트너 중 한 기업이 추가적인 지분인수를 원하지만, 다른 파트너의 기회주의적 행동으로 인해 어려움을 겪는 경우를 생각해 보자. 국제합작기업이 해당기업의 핵심사업인 경우, 기업이 인식하는 추가지분인수의 가치는 비 핵심사업인 경우보다 크다. 기업이 추가로

지분인수를 하려고 하는 계획이 지연되거나 좌절되었을 때의 비용 또한 핵심사업인 경우 비핵심사업인 경우보다 상대적으로 클 것이다. 따라서 기업이 국제합작투자가 핵심사업인 경우 추가적인 지분인수에 대한 권리를 확보함으로써 협상우위를 유지하려는 동기가 비교적 클 것이다. 또한, 계약 당시 추후 파트너에 대한 의존도를 낮추고 궁극적으로 합작투자기업을 통제하는 방안에 대해서 염두 할 가능성이 높다.

한편, 기업이 합작투자를 하는 중요한 요인 중에 하나는 학습을 통한 파트너 간 지식과 역량의 잠재적 성장 가능성이다(Chi, 2000; Doz, 1996; Gulati, 1999). 두 개 이상의 기업이 하나의 기업을 설립하여 운영하게 되는 합작투자는 설립 이후 파트너 간 지식이전이 일어난다(Lane et al., 2001; Reuer et al., 2002). 콜 옵션을 보유하고자 하는 기업의 주요 사업 분야가 국제합작기업의 핵심사업 분야일 때, 기업이 보유한 지식과 역량은 협상과정에서 우위를 가질 수 있을 것이다(Reuer et al., 2004). 따라서 기업이 핵심사업 분야와 동일한 분야의 국제합작투자를 추진할 때, 해당 기업은 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션을 보유하는 경향이 높을 것이다.

가설 2: 국제합작투자 시 기업이 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션을 가질 가능성은 합작기업이 모기업의 핵심사업인 경우 높을 것이다.

제 3 장 연구의 설계

제 1 절 연구표본 및 자료수집

본 연구의 표본은 Securities Data Corporation (SDC) 데이터베이스를 이용하여 수집하였다. SDC database는 기업 인수나 제휴에 관한 기존 연구에서 사용되어 왔으며, 다양한 형태의 전략적 제휴에 관한 정보를 자료에 포함하고 있다(Reuer and Tong, 2005).

분석 대상은 미국 이외의 지역에 설립된 국제합작투자로서, 미국 기업과 호스트국가의 기업인 현지 파트너의 양자 간 합작기업을 연구대상으로 선택하였다(Tong and Li, 2013). 2007년에 시작된 세계 금융위기로 인한 높은 불확실성이 주는 환경적 영향 요인에 대한 통제의 필요성을 최소화하고자 1995년에서 2006년 사이를 조사대상 기간으로 선택하였다. 1995년에서 2006년 사이의 국제합작투자 중 본 연구의 목적에 부합한 국제합작투자는 3,250건으로, 변수의 정보가 누락된 사례를 제외한 총 2,981건의 국제합작투자에 대한 데이터가 최종적으로 분석에 사용되었다. 최종 분석 대상은 62개의 국가에 분포하였으며 약 20%는 중국, 약 10%는 일본과 인도에 설립되었다. 한편, 조사대상 중 약 39%는 제조업, 약 25%는 서비스 산업에 해당하였으며, 분석에

사용된 2,981개 기업의 산업별, 국가별 분포는 <표1>과 같다.

<표 1> 표본 기업 분포

산업별 분포			국가별 분포		
산업 명	개수	퍼센트(%)	국가 명	개수	퍼센트(%)
제조업	1,162	38.98%	중국	593	19.89%
서비스업	747	25.06%	일본	306	10.27%
금융, 보험 및 부동산업	361	12.11%	인도	287	9.63%
교통, 통신, 전자, 가스 및 보건 서비스업	315	10.57%	영국	211	7.08%
도매 무역업	142	4.76%	캐나다	136	4.56%
기타	254	8.52%	기타	1448	48.58%
계	2,981	100.00%	계	2,981	100.00%

SDC database의 국제합작투자 데이터는 계약서에 추가적인 지분인수에 대한 조항이 포함되었는지 여부에 대한 정보와 더불어 합작투자에 관한 세부적인 설명을 제공한다. Tong and Li(2013)는 옵션, 권리, 선택, 기회와 같은 키워드를 검색하여, 하나 이상의 핵심 단어를 포함하고 있는 국제합작투자에 대한 개요를 읽고 추가적인 지분 획득에 관한 콜 옵션에 대한 정보를 기존연구(Reuer and Tong, 2005) 보다 정확히 파악하고자 하였다. 본 연구는 Tong and Li(2013)의 방식을 따라, 국제합작투자에 참여하는 미국 모기업의 콜 옵션 보유 여부를

파악하였다. 62개국 2,981건의 국제합작투자 중 12개국 33개 국제합작투자 시 미국의 모기업이 콜 옵션을 보유하고 있으며, 이는 전체 분석대상인 2,981개 기업의 1.1%에 해당한다. 표본 기업 분포와 마찬가지로 제조업(42.42%)과 서비스업(18.18%)이 미국의 모기업이 콜 옵션을 보유한 국제합작투자의 다수를 차지하였다. 한편, 국가별 분포는 표본 기업 분포와는 달리 브라질(12.12%)이 중국(24.24%)의 뒤를 이었다. 미국의 모기업이 콜 옵션을 보유한 합작투자의 분포는 <표2>와 같다.

<표 2> 미국 모기업의 콜 옵션 분포

산업별 분포			국가별 분포		
산업 명	개수	퍼센트(%)	국가 명	개수	퍼센트(%)
제조업	14	42.42%	중국	8	24.24%
서비스업	6	18.18%	브라질	4	12.12%
금융, 보험 및 부동산업	5	15.15%	캐나다	3	9.09%
광산업	4	12.12%	독일	3	9.09%
건설업	2	6.06%	일본	3	9.09%
도매 무역업	1	3.03%	영국	3	9.09%
기타	1	3.03%	기타	9	27.27%
계	33	100.00%	계	33	100.00%

제 2 절 변수의 정의 및 측정방법

1. 종속변수

미국 파트너 콜 옵션

종속변수는 국제합작투자에 참여한 미국의 모기업이 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션을 보유하는지를 나타내는 0-1 변수이다. 미국기업이 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션을 가지는 경우는 1, 콜 옵션을 가지지 않는 경우는 0으로 정의하였다. 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션의 보유 유무는 SDC 데이터베이스를 통해 파악하였다.

2. 독립변수

지분인수형

국제합작투자에 참여하는 한 파트너의 지분을 다른 파트너가 인수함으로써 합작투자가 형성된 경우는 1, 그 외의 경우는 0으로 정의하였다. SDC 데이터베이스는 국제합작투자의 유형에 따라 신규설립, 지분인수, 사업부문별 합병으로 분류한다.

핵심사업

국제합작투자의 합작기업이 미국 모기업의 주요 사업 분야에서 운영되는지 여부를 나타내는 변수이다. 합작기업의 주요 사업 분야가

국제합작투자에 참여하는 미국 파트너와 동일한지를 판단하기 위해 Standard Industrial Classification (SIC) code 가 사용되었다. 변수는 4자리의 SIC code가 미국 모기업의 SIC code와 일치할 경우를 1, 일치하지 않을 경우를 0으로 설정하였다. 합작기업과 미국 모기업의 SIC code는 SDC 데이터베이스에서 확인하였다.

3. 통제변수

먼저 파트너 간 관계적 특성 차원에서는 상대적 국제합작투자경험 및 파트너 간 반복된 제휴 경험을 통제하였다.

상대적 국제합작투자경험

Tong and Li(2013)의 연구를 참고하여 미국기업의 현지파트너에 대한 상대적 국제합작투자경험을 측정하였다. 먼저, 각 모기업의 국제합작투자경험을 측정하였다. 국제합작투자경험은 전략적 제휴의 수명이 보통 5년 미만이라는 선행 연구(Kogut, 1989)를 따라, 국제합작기업의 설립이전 5년 동안의 모기업의 국제합작투자 경험 횟수로 측정하였다. 변수에 1을 더한 값에 로그를 취함으로써 변수가 가진 양의 왜곡 특성을 교정하였다(Reuer and Tong, 2005). 다음으로, 미국기업의 현지파트너에 대한 상대적인 국제합작투자경험은 다음과 같이 계산하였다.

(미국 모기업의 국제합작투자경험) - (현지 파트너의 국제합작투자경험)

반복된 제휴경험

동일 파트너와의 반복된 제휴의 경험은 국제합작투자의 형성 이전 5년의 기간 동안 동일 파트너 간의 제휴 횟수로 측정하였다(Tong and Li, 2013). 5년의 기간은 초기 파트너십이 파트너 간의 후속 협력 활동에 미치는 영향을 조사한 선행 연구를 참고하여 설정하였다(Gulati, 1995; Roijakkers et al., 2005).

한편, 모기업 차원에서는 모기업의 콜 옵션 사용경험과 초기지분율을 통제하였다.

콜 옵션 사용경험

미국 모기업이 이전의 국제합작투자 시에도 콜 옵션을 보유했는지 여부를 통제하였다. 변수는 국제합작기업의 형성 이전 5년 동안 모기업이 국제합작투자 시 콜 옵션을 보유했던 경험이 있을 경우는 1, 그렇지 않은 경우는 0으로 측정하였다.

초기지분율

선행 연구에서 국제합작투자 시 기업의 초기 지분율은 기업이 콜 옵션을 보유하는 가능성에 부정적 영향을 미치거나 콜 옵션의 사용과 초기 지분의 소유에 대한 기업의 결정은 상호 의존적인 것으로 나타났기

때문에(Kogut, 1991; Chi and Macguire, 1996; Tong and Li, 2013), 본 연구의 초점이 되는 미국 파트너의 초기지분율을 통제하였다.

호스트국가 차원에서는 현지국가의 국가성장성, 정치적 제약, 지적 재산권 보호의 수준과 더불어, 호스트국가와 미국 양국의 문화적 거리를 통제하였다(Reuer and Tong, 2005).

현지국가성장성

국제합작투자를 형성하기 전 5년의 기간 동안 현지국가의 실질 국내총생산(GDP) 성장률의 평균을 계산하여 측정하였다 (Reuer and Tong, 2005; Tong and Li, 2013). 데이터는 세계은행 (World Bank)에서 수집하였다.

정치적 제약

정치적 제약은 Henisz(2002)의 정치적 제약 지수(Political Constraint Index)에 의해 측정되었다. 해당 지수는 234개국에 해당하는 1815년부터 최근까지의 자료로 본 연구의 분석을 위해 1년의 기간 차를 적용하여 측정하였다.

지적재산권 보호

현지국가 차원의 마지막 변수는 호스트국가의 지적 재산권 보호 수준을 측정하는 지적 재산권 보호이다. 변수는 Ginarte and

Park(1997)과 Park(2008)이 제안한 지수로 측정하였다. 해당 지수는 (1)보험 범위, (2)국제 특허 계약의 멤버십, (3)보호 상실 조항, (4)집행 메커니즘, (5)보호 기간의 다섯 가지 범주를 다루고 있다. 각 요소는 0에서 1 사이의 값을 가지며, 지적 재산권 보호 변수는 각 국가에 대한 집계 값이다. 정치적 제약 변수와 마찬가지로 1년의 기간 차를 적용하여 측정하였다.

문화적 거리

미국과 호스트국가의 문화적 거리는 Hofstede(1980)의 개인주의 대 집단주의, 권력 간격, 남성성 대 여성성, 불확실성 회피 정도의 4가지 항목의 국가별 값(version 2015 12 08)을 이용하여 Kogut and Singh (1988)을 따라 측정하였다.

국제합작투자의 특성 차원에서는 국제합작투자에 연구개발 요소가 포함되는지 여부를 통제하였다.

연구개발 국제합작투자

연구개발 국제합작투자의 변수는 국제합작투자가 연구개발 활동을 포함하면 1로, 그렇지 않으면 0으로 정의하였다. 데이터는 SDC 데이터베이스에서 수집하였다.

마지막으로, 연도 및 산업 분야를 통제하였다.

제 3 절 분석방법

본 연구의 분석 대상 중 미국 파트너가 추가적인 지분인수에 대한 옵션을 포함하는 경우는 1.1 %에 해당한다. 이와 같이 범주형인 종속변수의 사건 발생이 희귀할 때, 일반적인 회귀분석모형은 편향된 결과를 도출하기 때문에 우리는 불균형 데이터가 야기하는 문제를 최소화시키기 위한 분석모형을 적용하고자 하였다. Firth는 이러한 통계적 오류의 수정을 위해 Penalized maximum likelihood estimation(PMLE)을 제안하였다(Firth, 1993). 따라서, 본 연구는 Firth가 제시한 통계분석 방법을 따른다.

제 4장 연구 결과

제 1 절 기초분석

실증분석에 앞서 변수들의 기초통계량과 상관관계를 살펴보았다. <표 3>은 연구 모델에 사용된 변수의 기초통계량과 상관관계 분석 결과를

나타낸다. <표 3>에 제시된 Pearson 상관관계에서 변수의 다중공선성에 심각한 문제는 없는 것으로 파악되었다.

제 2 절 실증분석 결과

<표 4>는 Penalized maximum likelihood estimation(PMLE)의 분석 결과를 나타낸다. 모형 1은 통제변수만을 포함한 기본 모형이다. 모형 2는 기본 모형에 지분인수형 독립변수를 투입하였고, 모형 3에는 모든 독립변수를 포함하였다. 변수의 도입에 따른 모형의 설명력 증가에 대한 카이제곱 검정 결과 모든 모형이 $p < 0.01$ 의 수준에서 유의한 것으로 나타나 변수들의 도입으로 모형의 설명력이 유의미하게 증가하였음을 보여준다. 그러나 모형 2의 우도비율검정 결과, 모형의 적합도가 통계적으로 유의하지 못하였다. 이는 모형 1에 비해 모형 2에 투입된 변수의 중요성이 충분하지 않다는 것을 나타낸다. 이러한 결과는 모형 전체에 걸쳐 초기지분율이 $p < 0.001$ 의 수준에서 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나기 때문인 것으로 추론할 수 있다. 한편, 상대적 국제합작투자경험은 모든 모형에서 유의미한 영향을 미치는 것으로($p < 0.1$) 것으로 나타났으나 이전 연구(Tong and Li, 2013)의 예측과는 달리 부정적인 영향이 있는 것으로 나타났다.

가설 1에서 주장한 지분인수방식으로 설립된 국제합작투자와

모기업의 추가적인 지분인수에 관한 콜 옵션 보유 간의 정(+)의 관계는 <표 4>에서 확인할 수 있듯이 $p < 0.1$ 의 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 다시 말해서 지분인수방식으로 설립된 국제합작투자일수록 모기업이 추가적인 지분인수에 관한 콜 옵션을 보유하는 가능성이 높다. 한편, 핵심사업 분야에서의 국제합작투자와 모기업의 추가적인 지분인수에 관한 콜 옵션 보유간의 정(+)의 관계가 있다고 주장한 가설 2는 지지되지 못하였다. 그러나 핵심사업 변수가 함께 투입될 경우 모형의 설명력이 유의미하게 증가하였고, 지분인수형 변수를 독립적으로 추가했을 때와는 달리 모형의 적합도가 통계적으로 유의하게 나타남으로($p < 0.05$), 지분인수형은 핵심사업의 영향을 통제한 이후에 독자적인 영향을 미치는 요인임을 알 수 있다.

제 5장 결론

본 연구는 기업이 국제합작투자를 형성할 때 콜 옵션을 보유하는데 영향을 미치는 요인에 대한 연구이다. 실증분석은 1995년-2006년에 해당하는 12년 동안의 기간 동안 미국 이외의 지역에 설립된 2,981개의 국제합작투자를 대상으로 수행되었다. 연구 결과, 합작에 참여하는 기업이 파트너의 지분을 인수하여 국제합작투자가 형성되는

경우 추가적인 지분인수에 대한 콜 옵션을 가지는 가능성이 높은 것으로 나타났다.

실물옵션이론의 관점에서 국제합작투자는 잠재적인 성장 기회를 포착하면서 불확실성으로 인한 위험을 제한하는 해외직접투자의 진입 방식으로 간주된다(Kogut, 1991). 이렇듯 실물옵션이론은 불확실성 하에서 기업의 투자 결정을 이해하는 데 중요한 역할을 해 왔지만, 국제합작투자가 기업으로 하여금 환경 변화에 대한 유연한 접근을 가능하게 하고 해외직접투자의 위험을 분산하는 측면을 지나치게 강조하여 위험이 통제되고 있는 것으로 가정하는 경향이 있다. 그러나 기업은 파트너와의 협력이나 사업의 성공 여부 등에 있어, 여전히 높은 불확실성에 직면한다(Reuer and Leiblein, 2000). 우리는 국제합작투자의 형성 과정에서 모기업이 콜 옵션을 보유하고자 하는 동기를 위험관리의 차원에서 이해함으로써 국제합작투자의 콜 옵션에 대한 기존의 논의에 추가적인 증거를 제공하고, 이를 통해 실물옵션이론의 발전에 기여하고자 하였다. 한편, 국제합작투자가 파트너간의 상호작용을 통해 형성됨에도 불구하고, 선행 연구의 대다수는 단편적인 측면에서 합작투자의 형성과정을 이해하는 경향이 있어왔다. 본 연구는 협상과정에 있어서 파트너 간 상호적인 관계에 주목한다는 점에서 국제합작투자 연구에 깊이를 더한다. 마지막으로, 본 연구는 기존 기업의 지분인수를 통해 형성된 국제합작투자에 주목함으로써 해외직접투자의 진입 방식으로서 국제합작투자를 세분화하였다. 이는 해외직접투자의 진입 방식으로서 국제합작투자에

대한 보다 정밀한 연구를 가능하게 하는 의의가 있다.

한편, 본 연구는 2007년에 시작된 세계 금융위기의 영향에 대한 통제의 필요성을 최소화하고자 1995년에서 2006년 사이를 조사대상 기간으로 선택하였기 때문에 최신 데이터가 분석에 포함되지 못한 한계를 지닌다. 세계 금융위기와 같은 급격한 외부 환경의 변화가 있을 때, 국제합작투자의 모기업이 콜 옵션을 보유하는 경향과 이에 영향을 미치는 요인이 어떻게 달라지는지에 대한 추가적인 연구로 이와 같은 한계점을 보완할 수 있겠다. 또한, 최근 사회적인 논의의 대상이었던 삼성바이오로직스와 바이오젠간의 국제합작투자 사례와 같이 콜 옵션을 적용한 국제합작투자 사례에 대한 질적 연구는 국제합작투자에 관련된 기업의 의사결정 과정과 협상 과정에 대한 실질적인 이해를 돕고 실무적인 의의를 도출할 수 있을 것이다.

<표 3> 상관관계 분석

변수	평균	표준편차	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. 미국 파워트너 몰입선	.01	.10	1.00	-.03	.01	-.01	.00	.00	.02	-.02	-.100**	.03	.03	-.03
2. 상대적 국제 합작투자경험	.32	.90	-.03	1.00	-.01	.06**	.02	-.08**	-.11**	.03	-.03	-.01	-.03	-.01
3. 콜옵진 사용경험	.02	.13	.01	-.01	1.00	.01	-.01	.02	.02	-.01	-.01	-.02	-.01	.02
4. 반복된 제휴경험	.04	.29	-.01	.061**	.01	1.00	-.05**	.06**	.05*	.01	-.04*	-.01	.02	.04*
5. 현지국가 성장성	4.77	3.93	.00	.02	-.01	-.05**	1.00	-.48**	-.32**	.27**	.10**	.00	.02	-.02
6. 정치적 제약	.33	.23	.00	-.08**	.02	.06**	-.48**	1.00	.40**	-.44**	-.09**	.00	-.01	.01
7. 지적재산권 보호	3.11	1.27	.02	-.11**	.02	.05*	-.32**	.40**	1.00	-.30**	-.04*	.07**	-.02	.02
8. 문화적 거리	2.26	1.34	-.02	.03	-.01	.01	.27**	-.44**	-.30**	1.00	.07**	-.01	.02	.00
9. 초기지분율	50.35	9.74	-.10**	-.03	-.01	-.04*	.10**	-.09**	-.04*	.07**	1.00	.00	-.01	.01
10. 지분인수형	.02	.14	.03	-.01	-.02	-.01	.00	.00	.07**	-.01	.00	1.00	.02	-.02
11. 핵심사업	.28	.45	.03	-.03	-.01	.02	.02	-.01	-.02	.02	-.01	.02	1.00	-.05*
12. 연구개발 국제합작투자	.06	.23	-.03	-.01	.02	.04*	-.02	.01	.02	.00	.01	-.02	-.05*	1.00

Two-tailed test. N=2,981.

+ p<0.1, * p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

<표 4> 분석결과

모형	Penalized Maximum Likelihood Estimation		
	모형 1	모형 2	모형 3
상대적 국제합작투자경험	-0.394+ (0.217)	-0.400+ (0.218)	-0.411+ (0.220)
콜 옵션 사용경험	0.943 (0.864)	0.977 (0.868)	0.986 (0.878)
반복된 제휴경험	0.257 (0.553)	0.274 (0.554)	0.227 (0.574)
국가성장성	0.042 (0.066)	0.043 (0.067)	0.044 (0.067)
정치적 제약	-0.615 (1.047)	-0.591 (1.050)	-0.594 (1.047)
지적재산권 보호	0.249 (0.220)	0.239 (0.219)	0.256 (0.220)
문화적 거리	-0.095 (0.147)	-0.100 (0.147)	-0.098 (0.147)
초기지분율	-0.060*** (0.012)	-0.059*** (0.012)	-0.058*** (0.012)
연구개발 국제합작투자	-1.291 (1.438)	-1.261 (1.438)	-1.264 (1.440)
지분인수형		1.189+ (0.711)	1.180+ (0.705)
핵심사업			0.538 (0.362)
상수	-1.360 (1.803)	-1.320 (1.805)	-1.625 (1.827)
Penalized log likelihood	-136.319	-135.225	-133.087
Wald chi ²	52.54**	54.84**	56.45**
LR test of $p=0$		2.19	6.46*

Two-tailed test. N=2,981. 연도와 산업 분야는 통제되었음.

+ $p < 0.1$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

참고 문헌

- Becerra, M., et al. (2008). "Trustworthiness, risk, and the transfer of tacit and explicit knowledge between alliance partners." *Journal of management studies* 45(4): 691–713.
- Brouthers, K. D., Brouthers, L. E., & Werner, S. (2008). Real Options, International Entry Mode Choice and Performance. *Journal of management studies*, 45(5), 936–960. doi:10.1111/j.1467–6486.2007.00753.
- Chi, T. (2000). Option to acquire or divest a joint venture. *Strategic Management Journal*, 21(6), 665–687.
- Chi, T., & McGuire, D. J. (1996). Collaborative ventures and value of learning: Integrating the transaction cost and strategic option perspectives on the choice of market entry modes. *Journal of International Business Studies*, 27(2), 285–307.
- Cuypers, I. R., & Martin, X. (2007). Joint ventures and real options: An integrated perspective. In *Real Options Theory* (pp. 103–

144). Emerald Group Publishing Limited.

Cuypers, I. R., & Martin, X. (2010). What makes and what does not make a real option? A study of equity shares in international joint ventures. *Journal of International Business Studies*, 41(1), 47–69.

Das, T. K., & Teng, B. S. (1996). Risk types and inter-firm alliance structures. *Journal of management studies*, 33(6), 827–843.

Das, T. K. and B. S. Teng (1998). "Resource and risk management in the strategic alliance making process." *Journal of management* 24(1): 21–42.

Das, T. K., & Teng, B. S. (2001). A risk perception model of alliance structuring. *Journal of International Management*, 7(1), 1–29.

Doz, Y. L. (1996). The evolution of cooperation in strategic alliances: Initial conditions or learning processes?. *Strategic management journal*, 17(S1), 55–83.

Firth, D. (1993). Bias reduction of maximum likelihood estimates. *Biometrika*, 80(1), 27–38.

Ginarte, J. C., & Park, W. G. (1997). Determinants of patent rights: A cross-national study. *Research policy*, 26(3), 283–301.

Glaister, K. W., Husan, R., & Buckley, P. J. (2003). Learning to manage international joint ventures. *International Business Review*, 12(1), 83–108.

Gulati, R. (1995). Does Familiarity Breed Trust? The Implications of Repeated Ties for Contractual Choice in Alliances. *The Academy of Management Journal*, Vol. 38, No. 1 (Feb., 1995), pp. 85–112

Gulati, R. (1999). Network location and learning: The influence of network resources and firm capabilities on alliance formation. *Strategic management journal*, 20(5), 397–420.

Henisz, W. J. (2002). The institutional environment for infrastructure investment. *Industrial and corporate change*, 11(2), 355–389.

Hofstede, G. 1980. *Culture's consequences: International differences in work-related values*. New York: Sage.

Jakobsen, K., & Meyer, K. E. (2008). Partial acquisition: The overlooked entry mode. *Progress in international business research*, 2, 203–226.

Kogut, B. (1989). The stability of joint ventures: Reciprocity and competitive rivalry. *The Journal of Industrial Economics*, 183–198.

Kogut, B. (1991). Joint Ventures and the Option to Expand and Acquire. *Management Science*, 37(1), 19–33. doi:10.1287/mnsc.37.1.19

Kogut, B., & Singh, H. (1988). The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode. *Journal of international business studies*, 19(3), 411–432. doi:10.1057/palgrave.jibs.8490394

Kumar, M. V. S. (2005). The Value from Acquiring and Divesting a Joint Venture: A Real Options Approach. *Strategic management*

journal, 26(4), 321–331.

Lane, P. J., Salk, J. E., & Lyles, M. A. (2001). Absorptive capacity, learning, and performance in international joint ventures. *Strategic management journal*, 22(12), 1139–1161.

Langfield–Smith, K. (2008). "The relations between transactional characteristics, trust and risk in the start–up phase of a collaborative alliance." *Management Accounting Research* 19(4): 344–364.

Li, J. (2007). Real options theory and international strategy: A critical review. In *Real options theory* (pp. 67–101). Emerald Group Publishing Limited.

Luehrman, T. (1995). Capital projects as real options: An introduction. Harvard Business School, # 9–295–074, March 22, 1995

Makino, S., Chan, C. M., Isobe, T. and Beamish, P. W. (2007), Intended and unintended termination of international joint ventures. *Strat. Mgmt. J.*, 28: 1113–1132. doi:10.1002/smj.629

Makino, S., & Neupert, K. E. (2000). National Culture, Transaction Costs, and the Choice Between Joint Venture and Wholly Owned Subsidiary. *Journal of international business studies*, 31(4), 705–713. doi:10.1057/palgrave.jibs.8490930

Miller, K. D. (1992). "A framework for integrated risk management in international business." *Journal of international business studies* 23(2): 311–331.

Mowery, D. C., Oxley, J. E., & Silverman, B. S. (1996). Strategic alliances and interfirm knowledge transfer. *Strategic management journal*, 17(S2), 77–91.

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)

Park, W. G. (2008). International patent protection: 1960–2005. *Research policy*, 37(4), 761–766.

Reuer, J. J., & Leiblein, M. J. (2000). Downside Risk Implications of Multinationality and International Joint Ventures. *Academy of*

Management Journal, 43(2), 203–214. doi:10.5465/1556377

Reuer, J. J., Park, K. M., & Zollo, M. (2002). Experiential learning in international joint ventures: the roles of experience heterogeneity and venture novelty. *Cooperative strategies and alliances*, 321, 344.

Reuer, J. J., Shenkar, O., & Ragozzino, R. (2004). Mitigating risk in international mergers and acquisitions: the role of contingent payouts. *Journal of International Business Studies*, 35(1), 19–32.

Reuer, J. J., & Tong, T. W. (2005). Real Options in International Joint Ventures. *Journal of management*, 31(3), 403–423. doi:10.1177/0149206304272184

Roijackers, N., Hagedoorn, J., & van Kranenburg, H. (2005). Dual market structures and the likelihood of repeated ties—evidence from pharmaceutical biotechnology. *Research Policy*, 34(2), 235–245.

Trigeorgis, L. and Reuer, J. J. (2017), Real options theory in strategic management. *Strat. Mgmt. J.*, 38: 42–63.

doi:10.1002/smj.2593

Tong, T. W., & Li, S. (2013). The assignment of call option rights between partners in international joint ventures. *Strategic Management Journal*, 34(10), 1232–1243.

Tong, T. W., Reuer, J. J., & Peng, M. W. (2008). International Joint Ventures and The Value of Growth Options. *Academy of Management Journal*, 51(5), 1014–1029. doi:10.5465/amj.2008

Abstract

Call Option Rights in International Joint Ventures

Jayoung Kim

College of Business Administration

The Graduate School

Seoul National University

This paper investigates forces that drive international joint ventures (IJVs) to use an explicit call option to acquire additional equity in their contracts. Although joint ventures are often seen as implicit call option rights for subsequent investments from real options perspectives, the right to expand is sometimes specified in their contracts. We understand the use of an explicit call option clause in IJVs as a tool to control the risk of investments under uncertainties in order to capture upside opportunities as well as the result of the negotiation process between partners. Specifically, we are

interested in the likelihood that firms have call option rights in their partnerships when they form IJVs by acquiring equity stakes of a partner and when IJVs operate in the core business domain of a firm's holding a call option. The empirical analysis examined 2,981 IJVs established outside of the United States from 1995 through 2006. The results of the study confirmed that there is a higher likelihood that a firm will hold a call option in IJVs formed by a participant's acquiring partial equity stakes of a partner. By focusing on the assignment of call option rights in IJVs, this study provides additional evidence to understand how firms design their alliances when forming IJVs.

Keywords : Real option; call option; international joint venture; risk

Student Number : 2017-23830