우리나라 企業의 海外企業引受에 대한 經濟的 評價**

崔 道 成*

《目 次》

Ⅰ. 序 論
Ⅱ. 海外企業引受의 經濟的 動機
Ⅲ. 國內企業의 海外企業引受 理由와 그 類型
1. 선진 첨단기술의 확보
2. 원부자재의 안정적 공급
3. 현지 생산 및 판매거점 마련
4. 해외시장 진출의 교두보 마련
5. 유명 브랜드의 확보
6. 신제품개발 및 신속한 선진정보 수집
7. 기존 해외진출 자회사와의 효율적 연계
8. 해외시장 점유율의 확대
Ⅳ. 海外企業引受에 대한 資本市場의 評價
1. 표본
2. 비정상수익률(abnormal return)의 계산방법
3. 사건연구의 결과
Ⅴ. 海外企業引受의 失敗要因
Ⅵ. 成功的인 海外企業引受의 要件
Ⅶ. 要約 및 結論

Ⅰ. 序 論

국제화와 세계화추세에 발맞추어 우리나라 기업들이 1990년대에 들어서 해외기업인수에 적극적으로 나서고 있다. 최근 어려운 경제여건 때문에 잠시 주춤한 상태이기는 하지만 세계경제(global economy)의 시대에 해외기업인수를 통한 세계시장에의 진출은 피할수 없는 추세이기에 앞으로 더욱 활발해질 전망이다. 1980년대 중반에 시작된 해외기업인수의 주된 목적은 선진외국의 첨단기술을 습득하여 연구개발을 강화하는 것과 해외시장의 개척과 확보였으며 안정적인 원부자재의 공급도 해외기업인수의 중요한 동기로 알려지고 있다[강호상과 성영모, 1996]. 해외기업인수는 국내기업인수의 효익에다 해외부문으로부터의 효익을 더 가져올 수 있는 잠재력이 있기 때문에 우리나라기업뿐만 아니라 많은 외

*서울大學校 經營大學 助敎授

**본 연구는 서울대학교 경영대학 경영연구소 연구비지원으로 작성된 연구논문임.

국의 기업들도 글로벌 경영전략의 일부로 해외기업인수를 시도하는 것이라고 볼 수 있다.

해외기업인수는 이러한 효익도 있지만 또 한편으로는 막대한 비용과 위험을 동반하는 것이 사실이다. 실제로 1980년대 후반에 이루어진 일본기업의 해외기업인수는 거의 대부분 실패하였으며 일본기업에 엄청난 손실을 초래하였다는 것은 이미 잘 알려져 있는 바와 같다. 국내기업간 합병과 매수(mergers & acquisitions: M&As)의 경우에도 실패의 위험이 높은데 국가간 장벽과 사회적, 문화적 장벽을 넘어선 異國籍 企業間 M&A(cross-border acquisitions)는 훨씬 더 큰 비용과 위험을 수반할 것이라는 것은 자명한 사실이다.

이러한 상황하에서 우리나라기업의 해외기업인수를 통한 해외시장진출이 과연 바람직한가에 대한 논의가 필요하고 또 바람직하더라도 어떠한 전략의 사용이 위험을 최소화하는 반면 가치의 극대화를 이룰 수 있는가에 대한 검토가 필요하다. 본 연구에서는 위와 같은 내용에 대한 이론적 검토를 함과 동시에 국내기업의 해외기업인수사례의 분석을 통하여 해외기업인수의 동기에 대하여 살펴보고 해외기업인수 표본기업에 대한 자본시장에서의 평가를 실증적으로 분석하여 해외기업인수의 경제성에 대하여 평가를 하고자 한다. 아울러 해외기업인수의 실패와 성공요인을 분석함으로써 우리나라 기업의 해외기업인수 전략에 대한 재검토를 하는 것을 목적으로 하고 있다. 본 연구의 구성은 제Ⅱ절에서 해외기업인수의 경제적 동기에 관한 이론을 정리하고 제Ⅲ절에서 국내기업의 해외기업합병 동기에 대한 종합을 시도하며 제Ⅳ절에서 해외기업합병 표본에 대한 실증분석을 다룬 후 제Ⅴ절에서 해외기업인수의 실패요인에 대한 분석을 행하고 제Ⅵ절에서 해외기업인수의 성공요건을 논의한 후 제Ⅶ절에서 요약과 결론을 내리고자 한다.

Ⅱ. 海外企業引受의 經濟的 動機

해외기업인수의 동기를 검토하기 전에 기업인수에 대한 경제적 동기를 우선 살펴보면 첫째 시너지효과를 들수 있다. 시너지란 두 개의 기업이 하나로 결합되었을 때에 따로 독립하여 있을 때보다 더 가치가 있음을 의미한다.("Two firms are worth more together than apart.") 시너지의 원천은 규모와 범위의 경제(scale and scope economies), 시장에서의 독점적 경제력(market power), 유통경로와 연구개발의 확충을 통한 원가의 절감, 그리고 수직적연계를 통한 불확실성의 제거와 원가의 절감 등 여러 가지가 있다.(Weston, Chung & Hoag, [1990] 참조.)

둘째로는 재무적 시너지(Financial Synergy) 효과를 들 수 있는데 이는 영업실적이 나

쁜 기업을 인수함으로써 인수기업의 법인세 부담을 줄이는 효과, 합병후 영업위험감소와 부채사용증가에 따른 법인세 감세효과, 기업인수를 통해서 자산재평가가 일어나고 그 결과 장부상의 자산가액증가로 인한 감가상각의 증가로 법인세감세 효과를 누리는 것 등이 여기 포함된다.(Choi & Philippatos [1983] 참조.) 내부자본시장을 확보함으로써 금융비용을 절감하고 현금관리의 효율성을 제고시키는 것 역시 재무적 시너지효과중 하나이다.

셋째로 인수대상기업의 경영효율성을 개선시켜 기업가치의 창출을 도모할 수 있다. 기업인수시장이 활발히 작용하면 할수록 경영진은 효율적인 기업활동과 경영을 위해서 노력하게 되고 비효율적인 경영진은 대체될 수밖에 없을 것이다.(Manne [1965], Fama & Jensen [1983], Jensen [1988], 최도성 [1995] 참조.)

넷째로 경영환경의 변화에 전략적으로 적응하기 위해서이다. 현대의 경영환경은 매우 빠르게 변하고 있기 때문에 경쟁에서 살아남기 위해서는 기업에게 있어서 제품과 시장믹스의 변경, 경영·기술능력의 이전 뿐만아니라 새로운 경영·기술능력의 취득이 요구되고 있다. 또한 살아남고자 하는 기업은 조직과 구조를 재조정하여야 하는바 기업인수를 통해서 불필요하거나 비경제적인 자산을 처분할 수 있는 좋은 기회를 가질 수 있다. 그리고 전략적 상호보완과 전략적 제휴를 위해서 기업을 인수하는 경우도 많이 있다.

한편 기업인수에 대해 일반적으로 잘못 알려진 동기로는 대표적인 것으로는 다음과 같은 것들이 있다. 우선 기업의 업종이 한곳으로 집중될 경우 여러 가지 위험이 야기될 수 있고 그러한 위험을 감소시키기 위해 사업다각화를 추진하는 일환으로 기업인수를 하는 경우가 많이 있다. 그러나 M & A를 통한 사업다각화가 오로지 위험감소만을 위한 것이라면 기업의 자원이 불필요하게 사용된 것이라고 할 수 있는데 이는 자본시장의 일반 투자자들 스스로도 위험감소를 위한 분산투자를 기업보다 저렴한 비용으로 할 수 있기 때문이다. 즉 기업의 다각화는 투자자의 분산투자보다 위험감소의 효익도 작고 비용도 많이 들기 때문에 이와 같은 이중적인(redundant) 노력은 불필요한 자원낭비라고 할 수 있다. 미국의 경우 1960년대와 1970년대 초반의 복합합병(conglomerate mergers)의 결과로 생겨나 사업다각화를 추구했던 거대한 복합기업(conglomerates)들이 1980년대의 구조조정기에 기업분할(spin-offs)과 기업부분매각(divestitures)을 통하여 업종단순화 및 집중화를 꾀했던 것을 보아서도 M&A의 위험감소동기는 기업인수의 직접적인 동기는 되지 말아야 함을 보여주고 있다.(예: Gulf & Western社가 Paramount社로의 변신)

잉여현금흐름을 많이 가지고 있는 기업이 잉여현금흐름의 투자책으로 기업인수를 시도하기도 하며 이 경우 우량기업 또는 우수한 경영진을 확보하고자 프레미엄을 주고 기업을

인수하게 된다. 기업의 성장전략차원에서 이와 같은 기업인수는 필요할지 모르겠으나 M&A투자의 효율성 측면에서 볼 때 매우 비경제적일 가능성이 높다. 우선 우수한 경영진, 우량기업을 인수하기 위한 프레미엄 때문에 인수가격이 높아 투자수익성이 높지 못할 것이고, 우수한 경영진이 떠나지 않고 계속 있을 가능성이 낮고 기술의 이전이 기업인수 후에 순조롭게 이루어지기가 어렵기 때문에 잉여현금흐름의 낭비를 가져올 소지가 많다. (Jensen [1986] 참조.) Mitchell & Lehn [1990]은 M & A를 통해서 잉여현금흐름의 무분별한 투자를 시도한 기업들 중 상당수가 추후에 자신이 기업인수의 대상이 됨을 보임으로써 잉여현금흐름의 투자책으로서의 M & A에 대한 문제점을 제기하고 있다.

해외기업인수의 동기는 다음과 같이 크게 다섯가지로 나누어 볼 수 있다. 우선 해외기업인수를 통해서 해외 신시장에 진출할 수 있다. 기존의 기업이 새로운 해외 시장으로 진출할 경우 많은 어려움이 따르게 된다. 생산거점을 시작으로 유통망과 판매망을 현지에 확보해야 하고 그만큼의 인력도 확보해야 한다. 그러나 그런 준비작업을 모두 수행하려고 한다면 너무나 많은 시간과 비용이 소요되게 되어 기회를 놓칠 우려도 있게되므로 이미 해외에서 거점을 가지고 있는 해외기업의 인수를 시도하게 되는 것이다.

둘째로 국가간의 보호장벽을 타파하고 시장에 접근하기 위해서 해외기업인수를 시도하기도 한다. 최근들어 각국은 자국의 이익을 도모하기 위해서 극심한 보호무역정책을 실시하고 있다. 여러나라들이 모여서 블록경제를 형성하기도 하고 그린라운드, 블루라운드 등이 모두 국가간의 보호장벽에 속한다고 할 수 있다. 해외기업인수는 이러한 장벽을 뛰어넘을 수 있는 수단을 제공해준다. 장벽안에 있는 기업을 인수함으로써 장벽을 통과할 때 겪어야하는 어려움을 해소할 수 있는 것이다.

셋째로 해외의 첨단 신기술의 취득과 습득도 해외기업인수의 동기이다. 일반적으로 기술이 이전될 때까지 기다리게 되면 성숙기가 지난 사양길에 접어든 기술을 이전 받게 되는 경향이 많다. 기술은 기업을 이끌어가는 가장 큰 노우-하우 이기 때문에 그 속성상 성장기에 있는 기술, 더구나 신기술을 이전 받는다는 것은 매우 어려운 일이 아닐 수 없다. 기술이전 계약을 체결하더라도 기술이전을 지연시키거나 기술이전에 성의를 보이지 않고 핵심기술은 이전시키지 않는다는 것은 이미 잘 알려진 사실이다. 해외기업을 직접 인수할 경우에는 기업자체를 직접 소유하게 되는 것이므로 기업에 속한 기술 또한 소유할 수 있어서 기술이전 계약에서와 같은 어려움은 많이 해소할 수 있다.

넷째로 국내에서 성숙단계에 이른 산업의 경우 잉여생산설비를 비롯한 잉여생산규모가 발생하게 되는데 저개발국으로의 생산설비를 이전하기 위하여 해외기업인수를 하기도 한

다. 우리나라의 D그룹의 경우 국내의 초과설비를 해외기업인수를 통해 취득한 해외 자회사 현지법인에 수출하고 있는 것이 좋은 예라고 할 수 있다.

다섯째로 기업이 해외진출하는데 따르는 환위험에의 노출을 줄이기 위하여 해외기업인수를 하기도 한다. 다국적기업이 수출입을 통해 해외에 진출하는 경우 수익과 비용이 서로 다른 통화로 발생하게 되어 기업가치가 환위험에 노출되게 되는데 해외 현지법인을 해외기업인수를 통하여 취득하게 되면 수익과 비용을 모두 현지화시킴으로써 환위험을 줄일 수 있게 된다.

Ⅲ. 國內企業의 海外企業引受 理由와 그 類型

본 절에서는 국내 보도자료를 참조하여 1990년 이후 국내기업의 해외기업 인수사례를 검색하여 각각의 인수이유와 그 유형을 살펴본다.〈부록 표 1〉은 1990년 이후 우리나라 기업의 해외기업인수사례와 인수동기를 요약한 표이다.

1. 선진 첨단기술의 확보

삼성항공은 일본의 유니언 광학을 인수함으로써 첨단기술을 확보할 수 있게 되었고 반도체 장비 개발능력을 갖추게 되어 국제경쟁력을 강화할 수 있게 되었고 독일의 롤라이사를 인수하여 롤라이사의 기초 광학기술을 확보할 수 있게 되었다. 삼성전자는 ATM교환기업체인 미국의 IGT사를 인수하여 초고속 정보고속도로 구축과정에서 핵심기술의 국산화를 달성할 수 있게 되었고 PC제조업체인 AST를 인수함으로써 AST의 우수한 첨단컴퓨터 기술과 삼성전자의 반도체 기술을 접목시켜 시너지효과창출을 기대할 수 있게 되었다.

LG전자는 미국가전업체인 Zenith사를 인수하여 멀티미디어 관련 디지털 핵심기술을 확보할 수 있게 되어 멀티미디어 업계에서 도약할 수 있는 발판을 마련했고 서통은 대기업은 아니지만 미국의 American Tape Co를 인수하여 산업용 테이프 제조의 첨단기술을 확보할 수 있게 되었다. 선진 첨단기술의 확보는 국내기업의 해외기업인수 이유중 가장 두드러진 이유라고 할 수있다. 국내기업들 특히 대기업들이 주력업종으로 반도체, 컴퓨터등 하이테크산업을 택하는 등 첨단기술 산업이 21세기 산업으로 각광받게되면서 첨단기술확보가 더욱 중요한 과제로 떠오르게 된 것이다.

2. 원부자재의 안정적 공급

삼성전자는 자동차사업 추진과 관련해서 안정적인 부품공급선을 확보하기 위해서 미국의 자동차 부품 생산업체인 스탠트사를 인수하였고 AST 인수로 컴퓨터 관련 부품사업에 있어 안정적인 공급처를 확보하게 되었다. LG상사는 로스펜람브레스사 인수로 동광개발을 통해서 국내로 들여오는 전물량을 LG금속에 공급할 예정이다. 신호제지는 독일의 로젠탈 펄프사를 인수했는데 국내에 펄프확보가 어려워지거나 수송비용절감문제가 해소되면 펄프를 국내로 반입하기 위해서이다. 동양화학은 천연소다회 제조업체인 미국의 SVA사를 인수함으로써 천연소다회를 안정적으로 확보할 수 있게 되었다. 국내기업들은 우수한 인력과 기술을 가지고 있으나 반면에 자원의 부족으로 또는 기타 관련산업의 발전미숙으로 원부자재 공급처 확보에 어려움을 겪고 있으며 이의 해결책으로 해외기업인수가 이루어지고 있는 것이다.

3. 현지 생산 및 판매거점 마련

대우는 동유럽에서의 중장비 및 기계사업의 거점확보를 위해서 헝가리의 베어링 제조업체 MGM사를 인수하였다. 대우중공업은 미국의 클라크사 인수로 세계 최대 지게차 시장인 미국에 생산거점을 확보할 수 있게 되었고 루마니아의 망갈리아 조선소 인수로 벌크선 중심의 선박 생산기지를 확보하게 되었다. 포항제철은 일본의 후쿠오카강재공업 인수로 최초로 일본내에 강재가공기지를 마련하게 되었다. 기업의 활동이 국내에만 국한되지 않고 계속 세계로 확장되는 시점에서 그리고 비용절감의 측면에서도 해외 현지에 생산공장과 판매망을 확보하는 것은 매우 중요하다.

단순히 비용절감의 측면 뿐만아니라 현지에서 직접 생산을 할 수 있게 됨으로써 외국기업이 겪어야하는 각종 규제 및 차별을 극복할 수 있는 것이다. 또한 생산 및 판매에서 기존의 현지인을 활용하기 때문에 거부감을 줄이면서 높은 성과를 낼 수 있기도 하다.

4. 해외시장 진출의 교두보 마련

한화증권은 유럽통합을 앞두고 유럽 금융시장진출의 교두보를 마련하기 위해 그리스의 아테네은행을 인수하였다. LG증권은 폴란드의 페트로은행의 인수로 폴란드내 금융업진출 뿐만아니라 제조업 진출도 도울 수 있을것으로 보인다. 신한은행은 미국의 마린내셔널 은행 인수로 미주지역 해외점포전략에 큰 변화를 가져올 수 있을 것으로 기대가 된다. 동양

화학은 자사제품의 미주지역 수출촉진을 위해서 미국의 천연소다회 제조회사인 롱프랑와이오밍사를 인수하였으며 쌍용양회는 미국의 리버사이드 시멘트사를 인수하여 북미지역 진출 및 세계화의 전진기지로 활용할 계획이다.

해외시장 진출의 교두보 마련은 위에서 언급한 생산 및 판매거점 마련과 유사하다고 볼 수도 있으나 둘 사이에는 차이점이 존재한다. 해외시장 진출의 교두보 마련이라는 것은 기존의 업종뿐만아니라 다른 업종진출도 가능해졌다는 의미를 갖는다. 즉 자사제품을 현지에서 만들어서 파는 것 이외의 파급효과를 노린다고 할 수 있다.

5. 유명 브랜드의 확보

삼성항공은 브랜드이미지가 좋은 독일의 롤라이사를 인수하여 해외시장에서 고급이라는 인식을 심어주며 보다 공격적인 마케팅전략을 수립할 수 있게 되었다. 삼성전자는 일본의 LUX사의 높은 브랜드(LUXMAN)이미지를 이용하여 세계 고급 오디오 시장에 진출할 수 있게 되었다. LG전자는 미국의 Zenith사 인수로 미국가전시장에서 브랜드파워에 있어 괄목할 성장을 하고 향후 세계가전시장에서도 유리한 기반을 마련하게 되었다. 브랜드자산(Brand Equity)의 가치는 매우 중요해서 국내기업들도 브랜드이미지를 높이기 위해서 많은 노력을 하고 있다. 그러나 브랜드이미지의 제고가 단기간에 되기 힘들고 자사 고유의 브랜드를 세계시장에 홍보하여 소비자로 하여금 반복구매를 하도록 유도하는 데에는 장기간 많은 투자가 요구된다. 이에 브랜드이미지가 좋은 해외기업을 인수하는 것은 단기간에 국내기업의 브랜드이미지를 제고시킬 수 있는 방법이 될 수 있다.

6. 신제품개발 및 신속한 선진정보 수집

삼성전자는 일본의 LUX사를 신제품개발 센터로 활용하여 신제품개발 및 신속한 정보수집에 유리한 위치를 차지하게 되었다. 삼성항공도 독일의 롤라이사를 광학기술개발의 연구거점으로 삼아 기술연구소,대학등으로부터 기술협력과 선진정보를 받을 수 있게 되었다. 국내기업들이 세계시장에서 지속적으로 경쟁우위를 가지지 위해서는 원가상의 우위를 점하는것보다 경쟁사와의 차별화전략의 일환으로 차별화우위를 가져야만 한다. 차별화우위를 가지기 위해서는 지속적으로 신제품을 개발해야하고 각종 선진정보를 놓치지 않아야 하는 것은 물론이다.

7. 기존 해외진출 자회사와의 효율적 연계

삼성항공은 유니언광학의 기술력과 삼성의 해외판매망을 조화시키고 유니언광학의 일본내 유통망을 활용해서 삼성이 개발한 다른 제품의 대일 수출을 늘려나갈 계획이다. 삼성전관도 독일의 WF사 인수로 삼성전자의 유럽 칼라TV 수출을 위한 CPT의 안정적 공급을 돕고 있다. LG증권은 페트로은행의 영업망을 활성화해 나가면서 현지 금융업활동을 통해 LG그룹의 현지 경영활동을 적극 지원하고 있다. LG전자는 Zenith사의 미국내 물류거점과 LG전자의 미국 현지 물류거점을 효율적으로 연계하여 마케팅, 물류, 소비자 서비스에서 효율성을 높이고 있다. 해외기업을 인수하는 국내기업은 거의 대부분이 대기업이므로 해외로 진출하는 계열회사하나만의 이익을 추구하기가 어렵다. 이미 진출해 있는 계열사 또는 앞으로 진출하려고 하는 계열사와의 상호 연관성을 고려해야 하고 그룹 전체의 이익을 추구해야 하는 것이다.

8. 해외시장 점유율의 확대

동양화학은 롱프랑와이오밍사 인수를 통해 소다회 공급에서 세계 총 공급량의 10%를 점하는 굴지의 화학회사로 발돋움 할 수 있게 되었다. 삼성항공은 롤라이사 인수로 카메라의 세계시장 점유율을 현재의 13%에서 30%까지 확대할 기반을 마련하게 되었다. LG전자는 Zenith사 인수로 NAFTA역내의 최대규모의 칼라TV업체로 부상할 수 있게 되었다. 해외시장 점유율의 확대는 해외기업인수로 인해 생기는 부수적인 효과로 볼 수도 있지만 국내시장에서 어느정도 기반을 축적한 국내 대기업의 경우에는 해외기업인수의 충분한 동기가 될 수 있을 것이다.

Ⅳ. 海外企業引受에 대한 資本市場의 評價

해외기업인수가 성공했는가의 여부는 기업인수가 이루어진 후 5년 이상이 경과되어야 비로서 그 결과를 바르게 볼 수 있다. 우리나라의 경우 아직 해외기업인수 후 경과된 기간이 길지 않아 실제로 해외기업인수가 성공했는지의 여부에 대한 직접적인 분석이 곤란하다. 그러나 기업의 해외기업 인수결정에 대하여 주주를 비롯한 투자자들은 어떻게 생각하는가에 대하여는 검토할 수 있다. 사실 주식시장에서의 주가의 반응이야말로 투자자들이 합리적으로 판단하는 해외기업인수의 기대이익인 것이다. 본 절에서 주식시장의 반응

을 살펴봄으로써 해외기업인수의 기대이익에 대한 합리적 평가를 내려 보고자 한다.

1. 표본

1990년 1월부터 1996년 6월 사이에 미화 1천만 달러 이상 규모의 해외기업인수를 공시한 21개 기업을 표본으로 선정하였다. 매수가액에 대한 최저 수준으로 미화 1천만 달러를 정하여 해외기업인수에 관한 정보가 경제적 유의성을 가질수 있도록 하였다. 공시일에 관한 정보나 매수가액에 관한 정보가 없는 경우에는 표본에서 제외하였다. 또한 주식가격에 대한 정보가 있어야 하므로 최저 규모의 조건은 충족하더라도 비상장기업의 경우에는 표본에서 제외하였다. 표본기업의 주가수익률 자료는 한국신용평가(주)의 주가수익률 자료이다.

2. 비정상수익률(abnormal return)의 계산방법

국내기업이 해외기업인수를 공시한 시점을 전후로 각 20일간의 기간중에 해외기업인수가 주가에 미치는 영향을 측정하기 위해서 다음과 같은 시장/위험조정 수익률방법(market-& risk-adjusted return model)을 사용하였다. 우선 공시시점을 전후로 41일간의 비정상수익률은 시장모형의 예측오차항(prediction error: PE)으로 계산하였다.

$$PE_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{\mathrm{mt}}) \tag{1}$$

식 (1)에서 R_{it}와 R_{mt}는 각각 주식 i와 시장(한국 종합주가지수)의 t일의 수익률이며 α_i와 β_i는 각각 시장모형의 절편과 기울기 계수로 공시일전 150일부터 공시일전 30일까지의 기간(AD − 150 ~ AD − 30)의 121개의 수익률자료를 이용하여 추정하였다.

사건기간(AD − 20 ~ AD + 20)중의 누적예측오차(cumulative prediction error: CPE)는 개별주식에 대한 해외기업인수 공시의 누적적 효과라고 볼 수 있다.

$$\mathrm{CPE}_i = \prod_{t=-20}^{20} (1.0 + \mathrm{PE}_{it}) - 1.0 \tag{2}$$

사건기간중 t일의 평균예측오차(avearge prediction error: APE)는 다음의 식 (3)으로 측정하였다.

$$\mathrm{APE}_t = (1/N) \sum_{i=1}^{N} \mathrm{PE}_{it} \tag{3}$$

식 (3)에서 N은 표본기업의 수인 21이다. 마지막으로 평균예측오차(APE)를 사건기간동

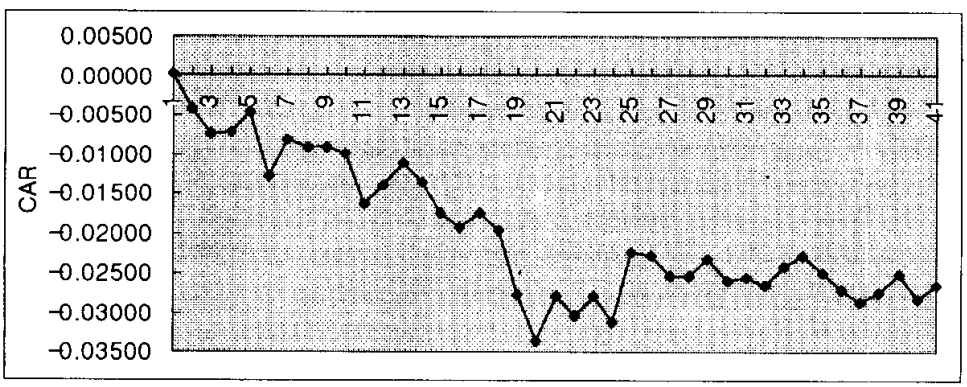
안 누적하여 누적평균예측오차(cumulative average prediction error: CAPE) 또는 누적평균비정상수익률(CAR)을 구할 수 있다.

$$\text{CAPE}(-20,\ T) = \sum_{t=-20}^{T} \text{APE}_t \tag{4}$$

3. 사건연구의 결과

〈그림 1〉에서 표본 전체에 대한 누적평균 비정상수익률을 볼 수 있다. 공시일을 전후로 2-3일 간에는 별로 눈에 띄는 주가의 변화를 볼 수 없으나 41일간의 누적평균 비정상수익률은 −2.7%로 해외기업인수라는 사건이 주가의 하락과 통계적으로 유의하게 관련되어 있음을 볼 수 있다.[(1)] 이 결과는 우리나라 기업의 해외기업인수가 주식 투자자들에게는 별로 좋은 호재가 아님을 의미한다. 다시 말하면 주식시장에서 투자자들의 합리적인 평가에 의하면 우리나라 기업의 해외기업인수는 장기적으로 기업의 가치를 창출하지 못할 것이라는 말이다.

표본이 작음에도 불구하고 해외기업인수의 매입가액(즉 투자규모)이 미화 5천만 달러 이하와 그 이상으로 표본을 나누어서 사건연구를 시도하였다. 이는 대기업보다는 중소기업이, 업종이 관련되어 있지 않은 기업보다는 관련기업의 경우 기업인수의 성공가능성이

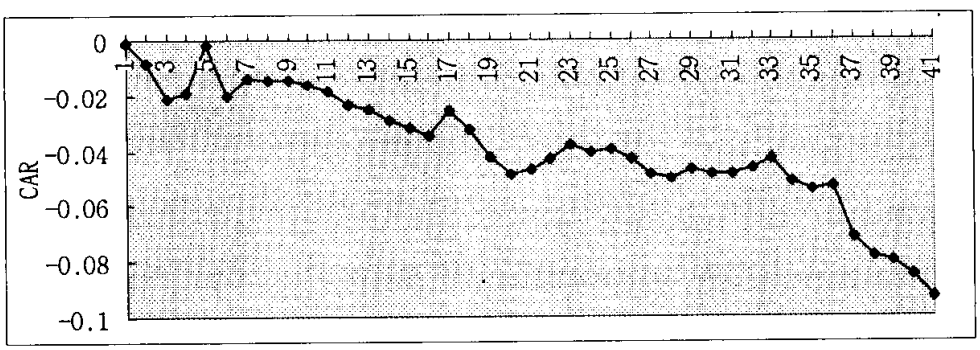


〈그림 1〉 해외기업인수 공시전후의 인수기업주가의 누적평균 비정상수익률의 추이 -전체표본의 경우

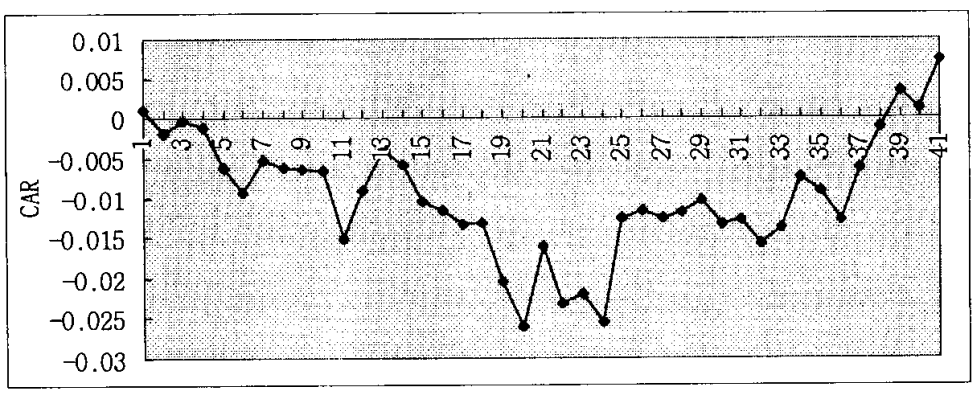
(1) 공시일을 전후로 해서 2-3일간의 주가의 변화보다는 보다 장기간(예를 들어 20일)의 주가변화가 더 의미가 있을 수 있다. 왜냐하면 해외기업인수의 공시와 관련된 여러 가지 불확실성이 공시일을 전후로 2-3일간에 해소되지 않고 경우에 따라서는 보다 오래 걸릴 수도 있기 때문이다.

높다는 McKinsey & Company의 연구결과와 관련하여 인수규모가 기업인수의 경제적 타당성에 관한 투자자들의 평가에 어떠한 영향을 미치는 가를 알아보기 위하여서이다.

〈그림 2〉와 〈그림 3〉에서 각각 인수가액이 미화 5천만 달러 이하의 경우와 그 이상의 경우에 주식시장의 해외기업인수에 대한 반응을 볼 수 있다. 우선 인수가액이 미화 5천만 달러 이하의 해외기업인수에 대하여는 주식시장의 41일간의 반응이 거의 없는 0.7%에 불과하다. 그러나 이 결과는 표본 전체의 경우 부(−)의 누적평균 비정상수익률과 대비된다는 점에서 의미가 있다. 최소한 이러한 소규모 해외기업인수에 대하여 주식 투자자들은 기업의 가치증가가 기대되지는 않지만 최소한 가치감소는 일어나지 않을 것으로 전망하고 있는 것이다. 그러나 인수가액이 미화 5천만 달러 이상의 해외기업인수에 대하여는 주식



〈그림 2〉 해외기업인수 공시전후의 인수기업주가의 누적평균 비정상수익률의 추이 - 인수규모가 미화 5천만 달러 이상의 경우



〈그림 3〉 해외기업인수 공시전후의 인수기업주가의 누적평균 비정상수익률의 추이 - 인수규모가 미화 5천만 달러 이하의 경우

시장의 반응이 무려 −9.3%에 달하고 있다.[2] 이렇게 큰 부(−)의 누적평균 비정상수익률은 해외기업인수가 결국 장기적으로 기업가치의 하락을 가져올 것으로 주식투자자들이 합리적인 전망을 하고 있기 때문이다.

왜 해외기업인수가 국내기업의 주식투자자들에게는 좋은 뉴스가 아닌가? 미국의 경우와는 달리 우리나라의 시장에서는 M & A가 주식시장에 좋은 뉴스로 작용한다고 알려져 있다.[3] 또 미국의 경우에도 미국기업이 해외기업인수를 통해 해외에 처음 진출하는 경우 주가에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 알려져 있다.(Doukas &Travlos [1988] 참조.) 그러나 국내기업의 해외기업인수의 경우 특히 투자규모가 큰 해외 M & A의 경우 인수기업의 비정상수익률이 오히려 하락한 것은 너무 높은 프리미엄을 지불하고 시너지의 실현에 대한 충분한 준비가 없이 해외기업을 인수한 것이 아닌가 하는 주주들의 우려와 그에 따른 주식시장의 반응때문이라고 여겨진다.

Ⅴ. 海外企業引受의 失敗要因

앞의 절에서 우리나라기업이 해외기업인수에서 창출할 수 있는 가치에 대한 투자자들의 평가가 그렇게 높지 않음을 볼 수 있었다. 본 절에서는 먼저 기업인수의 실패요인을 분석한 후 해외기업인수의 특수상황을 감안하여 해외기업인수의 실패 또는 위험요인을 살펴보고자 한다.

일반적으로 해외기업인수이든 국내기업의 인수이든 인수에 사용된 투자자금의 투자수익률이 투자자본의 기회비용보다 더 높으면 투자자들의 입장에서는 가치가 창출된 것으로 보고 M & A가 성공적이라고 평가할 수 있다. 1991년 McKinsey & Company의 설문조사에 의하면 116개 기업의 M & A프로그램(1972-86)을 통해 성사된 M & A중 23%만이 성공한 사례로 평가되었다. 재미있는 것은 비교적 소규모 기업의 인수나 관련업종내의 기업인수 경우의 성공확률이 그렇지 않은 기업의 경우보다 높다고 조사결과는 보고하고 있다.

90년대 M & A를 실시한 기업들을 대상으로 한 근래의 조사 보고서들도 대다수 기업들

---

(2) 누적평균비정상수익률이 두 개의 표본간에 통계적으로 5.0% 수준에서 유의하게 다르다(t-값 = 2.29).

(3) 미국의 기업인수시장에 관한 실증연구는 Jensen & Ruback [1983], Smith [1986] 및 Jensen [1988] 참조.

의 M & A 후 영업성적이 기대에 훨씬 못 미쳤음을 보여주고 있다. 물론, 이러한 것이 60,70년대 대기업들의 conglomerate M & A나, 재무/금융쪽의 이익추구를 위한 80년대의 M & A에 비해서는 여러면에서 낫다고 하더라도 어쨌든 기대한 만큼의 M & A효과는 보지 못했었다. 보다 구체적으로 90년대부터 95년 7월까지 5억달러 이상의 M & A를 실시한 150개의 미국기업 중 실질적인 이익증대의 효과를 거둔 기업은 17%에 불과했으며, 50%가 합병전보다 이익이 감소되는 현상을, 33%가 가까스로 현상유지를 한 것에 그쳤다.(4) 또한 같은 기간동안 M & A를 한건도 실시하지 않았거나 인수금액이 5천만달러 미만인 M & A를 한 기업의 69%가 업종평균보다 더 많은 수익을 올린데 비하여 5천만달러 이상인 M & A를 한 기업의 경우는 58%만이 업종평균보다 많은 수익을 거둔 것으로 조사되었다.

이와 같이 M & A의 효과가 시행전의 기대에 못 미치는 이유는 무엇일까? 크게 두가지로 나누어 事前的 要因과 事後的 要因으로 구분하여 생각할 수 있다. M & A의 실패에 대한 事前的 要因으로는 다음과 같은 것을 들수 있다.

(1) 피인수기업에 대한 객관적인 가치의 평가와 그에 대한 분석의 결여

(2) 분명한 전략적 이유없이 최고경영자의 직관에 의한 M & A의 무리한 추진

(3) 시장잠재력/시너지의 과대평가에 기인한 과도한 인수가격의 지급(overpayment)

(4) 경영권시장의 경쟁에 기인한 과도한 인수가격의 지급

위와 같은 요인에 보다 근본적으로 깔려있는 문제는 기업의 영업에서 얻어지는 현금흐름 뿐만 아니라 차입자금 등 까지 포함하여 경영진의 뜻대로 사용할 수 있는 현금자금이 적절한 견제도 없이 투자에 사용되고 있다는 것이다. 1970년대말 미국의 석유산업의 Exxon社, Mobil Oil社, Texaco社 등은 두차례의 오일 쇼크를 통해 많은 잉여현금흐름을 축적했으며 이 돈을 가지고 비관련 업종의 회사를 높은 프리미엄을 주고 인수하였다. 그러나 그 후 과도한 인수가격 때문에 낮아진 투자의 생산성과 비관련업종에서의 미경험 때문에 M & A전략이 실패로 돌아간 것은 주지의 사실이다. 1980년대 후반 일본기업의 해외기업 인수사례를 살펴보면 대부분 무역흑자 등으로 풍부했던 현금흐름을 가지고 투자한 경우이다. 이 기간 중 일본기업의 해외 부동산 투자는 완벽한 실패였고 해외기업인수도 대부분 실패로 돌아 갔다. 마쓰시다 전기의 미국 MCA社 인수(90.11)는 무려 미화 61억

(4) 여기에 인용되는 자료는 미국의 비지니스 위크誌와 경영컨설팅 전문회사인 메르세르 매니지먼트 컨설팅이 공동으로 90년대 M & A를 실시한 기업을 대상으로 조사한 결과이며 자세한 내용은 Business Week誌, 1995년 10월 30일자 참조.

달러 규모의 해외투자였으나 완전한 실패였으며 소니의 Columbia Pictures社 인수(미화 47.5억달러, 89.11), 브리지스톤의 Firestone Tire & Rubber 인수(미화 26억달러, 88.3), 재팬에너지의 Gould社 인수(미화 11억달러, 88.11) 등이 모두 성공하지 못한 사례들이다. 이러한 실패사례의 공통적인 특징은 인수기업이 풍부한 잉여 현금자금을 보유하고 있었으며 높은 프리미엄을 지급했다는 사실이다. Jensen[1986]은 이러한 행태를 잉여(자유)현금흐름가설(Free Cash Flow Hypothesis: FCF가설)로 설명하고 있다. 또한 성공가능성이 낮은 M & A에도 과도한 가격을 지급하고 인수하는 기업의 행태를 Black [1984]은 과도인수가격지급가설(Overpayment Hypothesis)로 설명한다.

M & A실패의 事後的 要因으로는 우선 합병된 기업은 외부에서 보면 하나의 기업이지만 내부적으로는 그렇지 않기 때문에 서로의 이질적인 기업의 문화로 인한 갈등을 겪게 된다는 것이다. 또한, 내부적으로 기업문화의 충돌을 그럭저럭 조정해 나간다고 하더라도 이러한 조화를 위해 지출되는 비용, 시간 등의 노력이 크기 때문에 기업 외부의 급속한 변화에 유연하게 대처하기가 어렵게 된다. 더불어, M & A를 하도록 동기를 부여시킨 핵심적인 인적·물적자원의 조직이탈은 순식간에 M & A의 성패를 가르는 요인으로 작용할 수 있게 된다.

해외기업인수는 위와 같은 일반적인 M & A의 실패요인 외에 해외기업인수라는 특수성 때문에 실패의 요인이 더 많고 위험의 소지도 훨씬 크다고 할 수 있다. 즉, 기업간 문화차이 뿐만 아니라 각 나라의 독특한 사회, 경제, 문화, 종교 등 국가간 문화의 차이라는 거대한 장벽에 의해 국내기업간 M & A 보다 예측하지 못한 부분에서 문제가 발생할 우려가 더 크다. 우선 해외기업인수의 경우 해외에 소재하고 있는 기업이기에 피인수기업 實査(due diligence)가 불충분하게될 가능성이 높다. 특히 피인수기업의 무형자산에 대한 평가가 어려울 수 있다.

둘째로 해외기업인수의 경우 전략적 메리트를 가진 타겟을 인수할 가능성이 상대적으로 낮다. 국내기업인수의 경우 특정 업종내에서 여러개의 피인수대상기업중 하나를 선택하여 기업결합이 가지는 전략적 메리트에 대한 충분한 검토후에 기업인수를 시도할 수 있다. 하지만 해외기업인수의 경우에는 賣物로 시장에 나오는 기업 또는 그와 비슷한 기업을 대상으로 인수를 시도하는 경우가 많기 때문에 전략적 메리트를 가진 기업을 인수할 가능성이 상대적으로 낮게 될 것이다.

셋째로 해외기업인수의 경우 피인수기업이 경영상의 많은 문제를 가지고 있는 기업일 가능성이 높고 그러한 기업을 회복시키고 우량기업으로 전환시키기에는 인수기업이 역부

족일 때가 많다. 해외기업을 인수할 때는 국내기업인수때와는 달리 영업능력이 좋고 영업실적이 우수한 기업을 인수하는 것이 중요하다. 왜냐하면 부실기업의 우량기업으로의 전환은 국내기업 간에도 어려운 문제인데 외국기업이 이를 시도한다는 것은 자신의 능력을 과대평가하는 것이라고 볼 수 있기 때문이다. (Bleeke, Isono, Ernst & Weinberg [1990] 참조.)

넷째로 해외기업의 종업원의 협조를 얻기가 어렵다는 문제가 있다. 피인수기업의 종업원은 인수기업에서 파견되는 경영진을 대할 때 적대적으로 나올 가능성이 높다. 이들에게 우리는 적이 아니라 동지라는 공동체의식을 심어 주어 조직융합을 꾀하여야 하는데 언어소통의 문제, 문화적 배경의 상충 등의 난제가 많이 일어난다.

Ⅵ. 成功的인 海外企業引受의 要件

해외기업인수는 외국에 처음 진출하고자 하는 기업이 아무기반이 없는 상태에서 현지기업을 설립하여 시작하는 것보다 더 빨리, 더 적은 비용과 위험을 부담하며 진출할 수 있게 해 주는 수단으로 여겨지고 있다. 또한 소유권, 기업통제, 보상 등의 측면에 있어 전략적 제휴나 조인트벤처와 같은 국제협력의 형태에서 얻어지는 것보다 더 큰 이익을 얻을 수 있다. 이는 일본전체 M & A의 95%(일본기업의 경우, 異國籍 기업간 M & A가 국내기업간 M & A의 약 20배에 달함), 유럽전체 M & A의 50%가 異國籍 기업간 발생하는 것이라는 사실에 의해 뒷받침되고 있다. 이와 달리, 미국의 경우 異國籍 기업간에 일어나는 M & A보다 국내 합병·인수의 건수와 규모가 훨씬 더 크다.

해외기업인수가 성황을 이루는 것은 이것이 국경을 넘어 경쟁하는데 있어 증가하는 요구들과 도전들에 대해 효과적으로 대처할 수 있게 해 주기 때문이다. 그렇다면, 위와 같은 국가간의 M & A로부터 얻을 수 있는 장점들을 효과적으로 향유하기 위해 요구되는 것에는 무엇이 있는가?(5)

첫째, 성공적인 해외기업인수는 신규사업이나 소위 '높은 이윤을 가져오는' 사업이 아닌, 자신의 핵심사업을 목표로 해야 한다. 국내기업인수와는 달리 해외기업인수 때에는 인수기업자신의 역량이 충분히 발휘될 수 있는 쪽으로 힘을 집중하여야 한다. 핵심사업부문에서는, 인수기업이 영업활동의 개선과 규모의 경제를 증가시키는 것에 의해 그 자신과

(5) 해외기업인수의 성공요건에 관하여 Bleeke, Isono, Ernst & Weinberg [1990]을 참조하였음.

목표대상 둘 다에 대한 가치를 증가시키는 것이 용이하기 때문이다.

둘째로 해외기업인수에서는 국내기업인수의 경우와는 달리 현지기업중 우량기업을 대상으로 선정하는 것이 유리할 수 있다. 앞에서도 언급하였듯이 해외기업인수에 있어서만은 인수기업이 자신의 능력을 과대평가하지 말아야 한다. 80년대에 미국기업인수를 통해 미국시장에 진출한 일본기업들이 미국기업의 취약한 유통구조에 대하여 안이하게 생각하다가 손실을 일으켰으며 여러 일본금융기관들이 미국 금융기관의 대손위험에 대하여 과소평가하다가 막대한 손실을 일으켰었다는 사실을 명심해야 할 것이다. 그러나 인수기업이 피인수기업과 보완적인 관계에 있어 시너지의 창출이 가능하다면 반드시 우량기업의 인수가 필요하지는 않다. 예를 들어 생산효율이 높은 한국기업이 생산효율은 낮으나 제품개발 능력과 기술이 뛰어난 외국회사를 인수하여 시너지를 창출할 수 있는 가능성을 배제할 수 없다.

셋째로 성공적인 해외기업인수는 해외기업의 현지에서의 영업활동에서 가치를 창출하는 것이라기보다는 자원과 노력의 집중을 통해 전 세계적인 임팩트를 가져올 수 있도록 해야 한다. 국내 가전제품 기업이 유럽의 기업을 인수하는 것은 그 나라에서뿐만 아니라 전 세계적으로 아니면 최소한 유럽에서 무시할 수 없을 정도의 임팩트를 가져와야 성공이라 할 수 있다는 것이다. 대부분의 성공 사례를 보면, 기술, 시스템의 이전과 그것의 표준화는 단순한 규모의 증가보다 더 큰 영향을 가져왔다는 것을 알 수 있다.

넷째로 해외기업인수의 성공을 위하여는 기업인수의 경험이 필요하다. 해외기업인수를 실행하는 기업들은 경험의 축적을 통해 이전의 거래에서의 결함을 보완해 나감으로서 보다 나은 거래형태로 나아갈 수 있게 된다. 이와 같은 사항들에 대해 성공적인 배려를 한 기업일지라도 미시적인 측면으로는 조직의 문화적 갈등을, 거시적으로는 국가간의 경제, 사회, 문화, 종교적 이질감이라는 거대한 장벽을 극복해야 한다. 따라서, 해외기업인수를 성공으로 이끌고자 하는 기업은 이와 같은 미시·거시적 요인을 고려하여, 내부적으로는 커뮤니케이션의 원활화, 외부적으로는 절차와 장애요인에 대한 공식적 검토, 시장지향적 계획의 착수 그리고, 새로운 조직에 대한 비전제시와 조직문화 통합전략의 단계적 통합을 통해 조직의 능력을 증진시킬 수 있는 방향으로 나아가야 할 것이다.

Ⅶ. 要約 및 結論

해외기업의 인수는 새로운 시장에 더 빨리 더 적은 비용과 위험으로 진출할 수 있게 해

주기 때문에 우리나라의 많은 기업들이 최근들어 적극적으로 추진하고 있는 경영전략의 하나이다. 세계시장의 통합화, 국내시장의 개방 등의 환경변화는 해외기업인수를 통한 해외시장진출을 필수불가결의 경영방향으로 만들어 앞으로 해외기업인수는 훨씬 더 활성화될 전망이다. 그러나 해외기업인수에 따르는 비용과 위험 또한 만만치 않다. 80년대와 90년대의 미국, 일본 및 EC諸國의 해외기업인수에 대한 조사연구에 따르면 해외기업인수는 국내기업의 인수보다 실패할 확률이 훨씬 더 높다고 한다. 일본기업의 80년대 후반의 해외기업인수는 대부분 실패로 돌아간 것은 이미 주지의 사실이다.

우리나라의 경우 아직 해외기업인수가 본격적으로 시작된지 몇년 지나지 않아 그 성과를 체계적으로 측정할 수 없지만 자본시장에서 합리적인 투자결정을 하는 투자자들은 지금까지의 해외기업인수가 반드시 가치창출을 할 것으로 기대하고 있지는 않은 것으로 나타났다. 물론 주가의 반응을 통해 본 투자자들의 해외기업인수의 기대성과에 대한 사전적 평가가 반드시 사후적으로도 이루어 질 것이라는 보장은 없다. 그러나 평균적으로 보아서 투자자들이 우리나라 기업의 해외기업인수 투자가 기업가치의 창출에 큰 기여를 못하고 오히려 기업가치의 감소를 가져올 것으로 우려한다는 것은 우리 기업들이 해외기업 인수 전략을 개선해야 함을 시사하고 있다고 보아야 할 것이다.

본 연구는 해외기업인수의 실패요인과 성공요건에 관하여 간단히 살펴보았다. 해외기업인수 투자가 자본비용에도 미치지 못하는 투자수익률을 올리는 요인은 전략의 부재와 최고경영자의 직관에 의한 추진, 시너지 효과에 대한 과다한 기대와 이에 따른 인수 비용의 과다한 지급 그리고, 기업문화의 충돌이라는 기본적인 사항 외에 국가간의 차이라는 거대한 장벽 등을 들수 있다. 보다 근본적인 요인으로는 기업이 과다한 현금과 차입자금을 보유하고 있으며 이 자금이 M&A 등 투자에 적절한 견제가 없이 지출되고 있다는 것이다. 기업이 어려울 때를 대비하여 여유자금을 보유하는 것이 바람직 하지만 과다한 여유자금은 오히려 기업가치의 감소를 가져오는 낭비적 투자, 낭비적 기업인수에 사용될 수 있음을 경계해야 할 것이다.

따라서 성공적인 해외기업인수를 위하여 기업은 전략적 메리트가 있는 해외기업의 발굴과 인수에 대한 확실하고 일관성있는 전략이 필요하다. 여기에 전략적 메리트는 객관적으로 확인하여야 하며 기업의 여유자금이 불필요한 기업인수로 흘러가지 못하도록 하는 견제장치도 아울러 필요하다. 이와 함께 기업특유의 미시적 요인과 국가 특유의 거시적인 요인의 적절한 배려와 커뮤니케이션 원활화와 절차·장애요인의 공식화, 시장지향적 계획의 착수 그리고, 통합된 조직에 대한 새로운 비전의 제시와 단계적인 조직문화 통합전략

의 실행을 통해 성공적인 해외기업인수를 수행해 갈 수 있게 된다.

본 연구는 기업들이 해외기업인수를 통한 해외시장진출을 시도하는데 있어서 고려해야 할 내용들을 다루었다. 우리나라기업의 해외기업 인수사례들이 인수후 경과된 시간이 길지 않아 사후 성과평가를 할 수 없었음이 아쉽다. 또한 인수사례의 절대 수가 작아 보다 체계적인 통계적 분석을 할 수 없었다. 아쉽지만 이러한 보완은 표본이 더 확충한 후로 미루고자 한다.

參 考 文 獻

강호상, 성영모, 1996, "우리나라 기업의 해외기업매수 선택에 관한 실증연구," 한국경영학회, 「경영학연구」 25, pp.1~33.

최도성, 1995, "M & A시장과 기업경쟁력," 중앙대학교 경영연구소, 「경영학논집」 21, pp.197-221.

Black, Bernard. S., 1989, "Bidder Overpayment in Takeovers," *Stanford Law Review* 41, pp.597-660.

Bleeke, Joel, James Isono, David Ernst and Douglas Weinberg, 1990, "Succeeding at Cross-Border M&A," *The McKinsey Quarterly* 3, pp.46-55.

Choi, Dosoung, 1991, "Toehold Acquisitions, Shareholder Wealth, and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial and Quantitative Finance* 26, pp.391-407.

Choi, Dosoung and George C. Philippatos, 1983, "An Examination of Merger Synergism," *Journal of Financial Research* 6, pp.239-256.

Doukas, John and Nickolaos G. Travlos, 1988, "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth : Evidence from International Acquisitions," *Journal of Finance* 43, pp.1161-1175.

Fama, E.F. and Michael C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics* 26, pp.301-325.

Grubel, H.G., 1968, "Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows," *American Economic Review* 58, pp.1299-1314.

Jarrell, G.A. and J.A. Brickley and J.M. Netter, 1980, "The Market for Corporate Control : The Empirical Evidence since 1980," *Journal of Economic Perspectives* 2, pp.49-68.

Jensen, Michael C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76, pp.323-329.

Jensen, Michael C., 1988, "Takeovers: Their Causes and Consequences," *Journal of Economic Perspectives* 2, pp.21-48.

Jensen, Michael C., 1993, "The Morden Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance* 48, pp.831-880.

Jensen, Michael C. and Richard S. Ruback, 1983, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, pp.5-50.

Manne, Henry G., 1965, "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy*, pp.110-120.

Mitchell, Mark L. and Kenneth Lehn, 1990, "Do Bad Bidders become Good Targets?" *Journal of Political Economy*.

Smith, Jr. Clifford W., 1986, "Investment Banking and the Capital Acquisition Process," *Journal of Financial Economics* 15, pp.3-29.

Weston, J.F., and S.E. Hoag and K.S. Chung, 1990, *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall. NY.

〈부록 표 1〉 국내기업의 해외기업인수사례

인수회사	피인수회사	업 종	시 기	투자액	CAR(41일)	인수이유*
(상장기업)						
LG 상사	로스팬람브라스(칠레)	동광개발	90/6/29	2천만불	8.7%	2
서 통	American Tape Co(미)	산업용테이프	90/7/25	7천2백만불	−5.1%	1
동양화학	SVA(미)	천연소다회제조	90/11/19	4천8백만불	7.1%	2
쌍용양회	Riverside Cement(미)	시멘트생산	91/5/31	3천5백만불	3.7%	4
삼성전관	WF(독일)	브라운관생산	92/7/18	2천2백만불	−3.9%	7
한화증권	아테네은행(그리스)	은행업	93/1/13	3천4백만불	5.1%	4
삼성전자	LUX(일본)	오디오생산	94/5/20	20억엔	5.9%	5
포항제철	후쿠오카강재공업(일본)	강재가공공장	94/5/26	11억5천만엔	−8.9%	3
신호제지	로젠탈 펄프(독일)	제지업	94/8/4	2천1백5만M	9.4%	2
삼성전자	IGT(미)	ATM교환기	95/1/5	9백만불	0.2%	1
삼성항공	유니언광학 (일본)	반도체장비	95/1/20	39억엔	−0.2%	1
삼성항공	롤라이포토테크닉(독일)	카메라제작	95/1/25	4천6백만M	0.2%	1
삼성전자	AST(미)	PC제조	95/2/28	3억7천8백만불	−13.4%	1
LG 전자	Zenith(미)	가전업체	95/7/18	3억5천119만불	−25.0%	1
삼성전자	스탠트(미)	자동차부품	95/8/7	1천2백75만불	−3.8%	2
신한은행	마린내셔널은행(미)	은행업	95/9/18	1천4백만불	−11%	4
동양화학	롱프랑와이오밍(미)	천연소다회제조	95/11/30	1억5천만불	−2.5%	8
LG 증권	페트로은행(폴란드)	은행업	95/12/31	5천만불	−5.3%	4
대우중공업	망갈리아조선소(루마니아)	조선업	96/5/21	5천1백만불	−13.0%	3
(주)대우	MGM(헝가리)	배어링제조업	96/5/24	3년간3천만불	0.2%	3
대우중공업	클라크 (미)	지게차업체	96/6/20	1억2천5백만불	0.03%	3
(비상장기업)						
대우자동차	FSO(폴)	자동차생산	95/11/15	2001년까지 총11억불투자	—	3
삼성코닝	FGT(독)	컬러TV용 유리벨브제조	93/12/3	3천만불	—	7
SKC	아나콤(미)	마이크로 필름제조	93/12/9	1천2백50만불	—	1
현대전자	맥스터(미)	HDD생산	93/8/19	1억5천만불	—	1
현대전자	TV/COM(미)	정보통신	95/4/14	2천2백만불	—	1
현대전자	AT & T-GIS 非메모리부문	반도체제조	94/11/10	3억4천만불	—	1

1. 선진첨단기술 확보 2. 원부자재의 안정적 공급 3. 현지생산 및 판매거점 마련
4. 해외시장 진출의 교두보 마련 5. 유명브랜드 확보 6. 신제품개발 및 신속한 선진정보 수집
7. 기존 해외진출 자회사와의 효율적 연계 8. 해외시장 점유율의 확대