

합작투자(Joint Venture)와 기업성과 : 제조업 부문 vs. 서비스 부문 vs. 파이낸스 부문*

임 형 록** · 정 원 진***

국문 요약: 인수합병이나 전략적 제휴 등과 같은 대표적인 경영전략 중에서도 합작투자는 양 투자주체의 실질적인 투자를 통해 전략이 전개된다는 매우 독특한 성격을 갖는다. 이는 합작투자가 갖는 투자 주체의 성격에 준하는 것으로 본 연구에서는 경영전략으로서 합작투자가 기업의 경영성과에 미치는 효과를 실증분석하는 데에 목적을 두었다. 이를 위해 표본의 수를 충분히 확보할 수 있는 미국 상장사들을 대상으로 각 년도 합작투자 건수를 1수집했다. 본 연구에서는 첫째, 기업경영전략으로서 경영전략이 갖고 있는 전략적 우위를 검증하고, 둘째, 제조업 부문과 비(非)제조업 부문 중 어느 부문에 있어 더욱 큰 전략적 우위를 제공할 수 있는지를 연구 목적으로 삼았다. 그 연구방법론으로서 각 산업 단위의 차이점에 따른 산업효과를 교정해 전략적 제휴가 기업성과에 미치는 효과를 검증할 수 있는 패널 고정효과 모형을 채택했다. 본 연구의 주요 연구결과는 다음과 같다. 먼저 총자산(total assets)과 매출액(total sales)으로 측정된 규모 성과의 경우 파이낸스 부문에서 가장 큰 효과가 나타났고, 총자산의 경우 서비스 부문 그리고 제조업 부문 순서로 전략적 제휴의 효과가 큰 것으로 나타났다. 다만 매출액을 종속변수로 할 경우 제조업 부문이 서비스 부문보다 큰 효과를 보였으나 그 차이는 거의 존재하지 않는다. 다음으로 총수익(revenue)과 매출총이익(gross profit)으로 측정된 수익성 성과의 경우 제조업 부문, 파이낸스 부문, 그리고 서비스 부문 순으로 큰 효과를 미치고 있다. 이렇듯 전략적 제휴는 제조업과 비제조업에 있어 상이한 효과를 미치고 있는 것이 특징으로 특히나 파이낸스 부문의 경우 가장 큰 효과를 갖는다는 점은 매우 흥미롭다. 이러한 원인은 전략적 제휴가 양 산업군에 있어 다른 형태로 적용되기 때문으로 풀이된다. 즉, 비제조업 부문의 경우 전략적 제휴가 단일 계약으로 성사되기에 전략적 제휴의 효과가 곧 바로 나타난다. 반면 제조업 부문의 경우 순차적으로 자금이 투입되기 때문에 일정 시간이 흐른 후 규모가 확대되는 시차효과를 갖기 쉽다. 반대로 수익성의 경우 양 투자자가 비용을 공유하는 만큼 매출비용이 크게 발생하는 제조업에서 더욱 확대되기 쉬운 개연성을 갖는다(**핵심 주제어: 전략적 제휴, 패널 분석, 규모 확대, 수익성, 기업성과**).

목 차

- | | |
|----------------|------------------------|
| I. 서 론 | 3.2. 패널 실증분석 모형 및 변수설정 |
| II. 학술적 검토 | IV. 실증분석 결과 |
| 2.1. 기존 연구의 검토 | V. 결론 및 시사점 |
| 2.2. 연구 방향의 모색 | <참 고 문 헌> |
| III. 실증분석 | <Abstract> |
| 3.1. 데이터 | |

* 이 논문은 2013년 한양대학교 일반연구비 지원으로 연구되었음(HY-2013-N).

** 한양대학교 경영학부 부교수(제1저자, hryim@hanyang.ac.kr).

*** 단국대학교 경영학부 부교수(교신저자, jungw@dankook.ac.kr).

I. 서론

파트너 간 협력에 있어 가장 대표적인 경영전략으로 전략적 제휴(strategic alliance)와 합작투자(joint venture)를 꼽을 수 있다. 양 전략은 파트너 간 협력이라는 점은 공유하지만 지속가능성에서 매우 큰 차이를 보인다.

먼저 전략적 제휴(strategic alliance)의 경우 양 당사기업 모두 실질적 투자를 동반하지 않고 상호 간 협력 상황을 지속하는 계약의 형태를 갖는다. 따라서 상호간의 이익이 공유되지 않을 경우 곧바로 중단되기 쉽고 역으로 체결되기도 쉽다. 이에 반해 합작투자(joint venture)의 경우 합작투자 당사자 기업들 간의 실질적 투자가 동반되는 것이 핵심이다. 즉, 소유권이 명확한 형태의 상호협력관계를 갖게 되고, 직접적인 자본투입이 이루어지는 만큼 보다 장기적으로 유지되는 특징을 갖는다. 당연히 파트너 간 상호협력관계가 합작투자의 성과에 큰 영향을 미치게 된다.

그렇다면 경영 전략적 측면에서 합작투자가 선호되는 구체적인 이유는 무엇일까? 가장 근본적인 이유는 합작사간의 상호작용을 통해 시너지 효과(synergy effect)를 창출할 수 있기 때문이다. 이를 통해 기업규모 뿐만 아니라 장기적으로 수익성을 향상시킬 수 있는 만큼 신규시장 진입모드의 하나로서 그 가치가 매우 높다. 이에 점차 국제합작투자(international joint venture) 역시 활발히 진행되는 상황이다. 즉, 합작투자는 합작 파트너의 현지국 정보, 노하우 및 가치사슬의 우위를 내부화(internalization)시킬 수 있어 진입실패의 위험을 줄일 수 있고, 합작 파트너와 초기진입비용을 공유할 수 있는 전략적 우위가 커 시장진입 시 위험을 대폭 하락시킬 수 있다.

합작투자의 동기 측면에서 제조업 부문과 비제조업 부문은 서로 간에 매우 이질적이다. 제조업 부문의 경우 초기설비투자과 매몰비용이 크게 발생하기 때문에 이를 회피하고자 하는 유인이 강하다. 즉, 단독투자보다는 파트너와의 합작투자를 통

해 비용과 위험을 축소시킬 수가 있다. 더불어 green field investment에 비해 시장진입시기를 단축시킬 수 있고, 제조업 경쟁력의 원천인 규모의 경제성을 확보하기 위한 수단으로서도 매우 유리하다. 다만 합작투자의 특성상 순차적으로 투자가 진행되는 만큼 기업성가로 발현되기까지 시차효과가 발생할 개연성은 무시할 수 없다.

반면 서비스 부문의 경우 제조업 부문과는 달리 초기 매몰비용을 회피하려는 유인이 크지 않다. 먼저 파트너 간 노하우의 내부화를 통한 시너지 효과 창출이라는 일차적 목적이 분명하다. 다음으로 단 기간 내에 자본확대를 도모함으로써 네트워킹 효과를 획득함과 동시에 시장지배력을 극대화시키고자 하는 이차적인 목적이 중요시된다. 이러한 특성에 기인해 서비스 부문의 합작투자는 투자주체기업의 직접적인 규모확대로 직결되기가 쉽다. 물론 이러한 장점을 획득하기 위해서는 파트너 간의 조합이 중요할 것이고, 이에 필연적으로 역선택(adverse selection)의 문제가 잠재적 위험성으로 남는다.

이러한 장점과 단점이 공존하는 가운데, 합작투자가 가지는 근원적인 가치는 기업의 경영성과에 미치는 영향력의 정도에 귀속된다. 즉, 주요 경영전략의 하나로서 반드시 기업성가로 연결될 수 있어야만 그 가치를 인정받을 수 있는 것이다. 특히 제조업과 서비스 부문으로 양분해 합작투자가 갖는 경영전략의 차이를 확인해 보는 것은 매우 흥미로운 주제다.

이에 본 연구에서는 미국의 Bloomberg 데이터베이스를 통해 2000년부터 2011년까지로 입수가능한 미국기업의 연도별 합작투자 건수를 연구대상으로 삼았고, 이를 기반으로 합작투자가 기업성과에 미치는 효과를 계량적으로 검증해 보고자 했다.

특히 제조업 부문, 서비스 부문, 그리고 파이낸스 부문으로 비교 분석해 각 부문별 합작투자를 검증하고, 이를 통한 시사점 도출을 연구의 목적으로 삼았다.

일단 기업경영성과 분석을 연구주제로 삼는 만

큰 기업특성변수나 시장 환경의 변화 부분을 적절히 통제하는 것이 중요할 것인데, 특히 합작투자에 연관된 내생성 변수들을 통제하면서 불편 추정치(unbiased estimator)를 추출할 수 있어야만 한다. 이를 위해 본 연구는 첫째, 패널 2SLS 고정효과 모형(panel 2SLS fixed effect model)을 이용해 합작투자 행위가 기업규모와 수익성에 미치는 효과를 계량적으로 분석한다. 둘째, 패널 고정효과 모형(panel fixed effect model)을 통해 합작투자가 제조업 부문, 파이낸스 부문, 그리고 서비스 부문에 미치는 효과를 개별 분석함으로써 산업적 특성에 따른 합작투자 효과의 차이를 확인해 본다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 1 장 서론에 이어 제 2 장에서는 기존의 연구흐름을 검토하고, 제 3 장에서는 실증분석을 위한 데이터를 서술한 후 패널모형 및 변수를 설정한다. 제 4 장에서는 실증분석 결과를 정리한 후 제 5 장에서 결론 및 시사점을 제시한다.

II. 학술적 검토

2.1. 기존 연구의 검토

합작투자는 경영학계에서 다양한 각도로 연구되어 오고 있는 연구분야다. 최근 주요 연구들을 흐름별로 정리해 보면 다음과 같은 다섯 가지 이슈로 구분된다. 첫 번째 분야는 정보의 비대칭성(asymmetry)이라는 조건부 환경에서 주식시장에서의 성과를 분석하는 것이다(Kumar and Park, 2012; Tong and Reuer, 2010; Meschi, 2005; Merchant and Schendel, 2000). 두 번째는 상호신뢰성 및 소유권의 정도에 따른 합작투자 성과분야(Hek and Mukherjee, 2011; Marinucci, 2009; Guidice and Mero, 2007; Lyles and Salk, 2007; Bertrand and Meschi, 2005; Inkpen and Currall, 2004; Reuer and Koza, 2000)이고, 세 번째 분야는 경영 전략적 협력관계와 이에 따른 거래비용의 발생에 따른 마찰과 협력 및 이윤창출이라는 순환구

조(Cvitanic *et al.*, 2011; Gong *et al.*, 2007; Luo, 2007) 이슈이다. 네 번째 분야로서 합작투자 주체들의 R&D, 마케팅 역량, 인적역량 등의 투자를 통한 합작투자사의 경영성과(Fang and Zou 2009; Zhang *et al.*, 2007) 등이 가치사슬적 측면에서 흥미로운 분야라고 하겠다. 다섯 번째로 국경 간 협력을 통해 이루어지는 거대 합작투자의 spillover effect 역시 주요 연구 주제로 손꼽을 수 있다(Steensma *et al.*, 2008; Gong *et al.*, 2005; Choi and Beamish, 2004; Luo and Park, 2004; Luo, 2002; Tsang, 2002; Hambrick *et al.*, 2001; Reuer and Miller, 1997).

개별연구로써 흥미로운 연구들 역시 다수 존재하는데, Jiang 등(2011)은 social categorization theory를 기반으로 108개의 중국 합작투자 당사자의 중역들과 해외 합작 파트너사의 중역들과의 친밀도와 상호간 신뢰성의 성격을 규명했다. 이를 통해 동일 문화권의 경우 cognition-basis 협력관계를 그리고 이종 문화권일 경우 affect-basis 협력관계를 형성하고 있다는 점을 보여주었다. Gong 등(2007)은 224개의 국제합작투자 건수를 분석하여 계약의 명료성과 합작 파트너들 간의 협력성 정도가 합작투자법인의 기업성과에 정의 효과를 미친다는 점을 실증분석했다.

Luo(2002)는 293개의 국제합작투자사의 성과를 검증했는데, 합작 당사자들 간의 협조성과 계약조건 등이 상호간 대체관계가 아니라 보완 관계를 형성한다는 점을 제시했다. 더불어 이머징 국가에서 진행된 해외합작투자들을 대상으로 파트너 기업들의 기회주의적 행동이 합작투자의 성과와 지속 가능성간에 있어 매개효과를 가진다는 점을 시사했다(Luo, 2007). 호텔산업을 연구한 Li 등(2006)은 중국 호텔산업을 대상으로 해외 파트너 기업의 마케팅 역량이 중국 현지 합작투자 호텔의 경영성과에 직접적인 효과를 가지고 있다는 연구 결과를 선보였다.

합작투자의 경우 파트너간의 협력에 준하므로 반드시 거래비용(transaction cost)상 마찰이 발생

하게 된다. 거래비용이 최대로 발생하는 경우는 합작 투자자들 중 한쪽이 도산해 사업을 접어야 하는 상황에 해당한다. 기존의 주요 연구들은 주로 합작 파트너사 간의 신뢰와 소통의 정도 그리고 합작 파트너사의 역량이 합작투자법인에 정확히 투사될 경우 보다 높은 경영성과를 기대할 수 있다는 점을 지지한다. 이 부분에 있어 Boone와 Ivanov(2012)는 합작투자 성과의 상당 부분이 합작 기간에 크게 영향을 받는다는 점을 보여주었다. 즉, 합작기간이 길수록 합작투자주체 기업들 간의 spillover effect가 크게 나타나 시너지 효과가 발생하기 쉽다.

권영철(2008)은 국제합작투자 시 합작 파트너간의 상호작용이 관계설정에 미치는 효과를 분석했다. 그 결과 파트너간의 힘이 비대칭적일 경우보다는 대칭적일 경우가 협력관계가 보다 개선됨을 알 수 있다. 왕설배 등(2012)에 따르면 우리나라 기업들이 베트남에 투자할 때 단독투자보다는 합작투자를 선호하고, 파트너 간 상호작용의 정도가 합작투자 성과의 중요한 요소로 작용한다. 정갑연(2013)의 경우 해외 자회사의 현지시장에 대한 지향성이 전술한 해외투자자와 관련된 거래 비용적 위험을 축소시킬 수 있을 것임을 제시했다.

2.2. 연구 방향의 모색

합작투자 관련 기존 연구들은 주로 파트너 간의 갈등, 시너지 효과의 정도, 해외합작투자로서의 가치, 조직 문화적 충돌 등의 상호작용을 축으로 하여 합작투자의 효과 및 성격 등을 규명하는 데에 초점을 맞추고 있다. 그런데 대다수의 연구들이 서베이 방식의 연구를 진행하고 있다. 즉, 합작투자 관련 파트너십에 관련된 연구가 주를 이루는 것이다. 서베이 연구의 경우 연구자의 연구목적에 특화된 기초자료를 획득할 수 있는 장점이 크다. 하지만 합작투자가 갖는 기업경영전략으로서의 가치 즉, 기업성과에 대한 기여도를 직접적으로 분석하는 데에는 그 한계가 분명하다.

어찌 보면 이러한 연구경향은 공신력 있는 데이터베이스가 부재하다는 현실적인 문제점이 가장 큰 것으로 판단된다. 만약 이 문제를 해결할 수만 있다면 합작투자가 갖는 경영전략적 가치를 규명해 냈고 동시에 유용한 시사점을 도출해 낼 수 있을 것이다.

따라서 본 연구에서는 합작투자자와 기업성과와의 직접적인 연관관계를 분석하고자 한다. 이를 위해서는 기본적으로 합작투자 관련 연도별 시계열과 각 기업의 리스트를 확보해야만 한다. 이후 기업들의 경영성과 관련 변수 설정을 위한 시계열 데이터베이스를 확보하는 것이 일차 수순이다.

이에 본 연구는 미국기업들을 대상으로 합작투자의 시계열을 제공하는 Bloomberg 데이터베이스를 사용하고자 한다. 해당 데이터베이스는 전 세계에서 발생한 합작투자에 대하여 seller와 buyer 기업들을 구분하고, 합작투자 발표연도, 지분관계 등의 추가정보를 제공한다. Bloomberg 데이터베이스의 테두리 안에서 합작투자란 당사자 간 win-win 효과를 획득하는 상호 협력적 경영전략이자 적극적 경영전략의 일환으로 해석된다.

합작투자의 경우 당사자 간의 갈등에 따른 거래비용을 피할 수 없고, 매물비용 등에 의한 비용의 상승을 수반하는 잠재적 위험이 내재되어 있다. 하지만 상대방의 자원을 공유하거나 내부화시키는 시너지 효과를 동반한다. 따라서 후자가 전자를 압도할 경우 경영전략으로써 그 가치가 부여된다. 합작투자는 합작을 권유하는 주체기업과 합작을 받아들이는 파트너기업으로 구분할 수 있는데, 본 연구는 미국 기업들이 주체기업인 경우만을 연구에 포함시켰다.

이러한 기본 모형설정의 방향을 염두에 두고 본 연구를 진행시킴에 있어 주의해야 할 몇 가지 사항이 존재한다. 첫째, 합작투자에 대한 주체기업들의 태도 부분에 있어 내생성(endogeneity)이 존재할 수 있다는 점이다. 즉, 적극적인 전략적 태도를 지향하는 기업일수록 합작투자에 적극적일 수가 있겠고, 신규투자 시 위험에 대한 저항력이 강할

수록 outbound 합작투자 성향이 높아질 수도 있다. 따라서 이러한 내생적 요소들을 적절히 통제하는 계량적 처리가 필수적이다. 본 연구에서는 효율적인 불편 추정치(unbiased estimator)를 구하기 위해 panel 2SLS fixed effect 모델을 기반으로 하는 2단계 추정법을 사용한다.

둘째, 적절한 기업특성별 조절변수들이 모형에 투입되어야 한다. 즉, 기업규모와 수익성 모두 기업의 시장참여기간에 따른 노하우 및 기업규모 등에 의해 조절되는 특성을 가지고 있으므로 이에 대한 정확한 통제가 요구된다.

셋째, 개별 산업단위에 대한 분석이 다수를 이루는 기존의 연구들과는 달리 제조업 부문, 서비스 부문, 그리고 파이낸스 부문의 세 가지 부문으로 접근해 합작투자의 효과에 대한 산업군 별 비교를 시도하는 것이 필요하다. 이는 큰 그림에서 합작투자라는 경영전략이 각 산업군에서 활용될 수 있는 가치가 다르다는 점을 확인할 수 있는 장치가 될 것이다.

Ⅲ. 실증분석

3.1. 데이터

본 연구에서 사용하는 합작투자정보의 경우 합작주체기업이 미국 기업인 경우이나 파트너 기업의 경우 미국기업일수도 있고 해외기업일수도 있다. Bloomberg 합작투자 데이터베이스의 장점은 제조업 부문, 서비스 부문, 그리고 파이낸스 부문의 세 가지 분야로 구분되어 있다는 점이다. 따라서 이들 세 분야에 대한 비교연구가 가능한 장점을 갖는다.

Bloomberg 데이터베이스는 합작투자 발표일, 합작 당사자 기업들과 이들의 국적, 합작투자 당사자들의 SIC(standard industry classification) 등을 제공한다. Bloomberg 데이터베이스에서 확인이 불가능할 경우 보조적으로 Lexus-Nexis 데이터베이스를 통해 합작투자 정보를 확인 후 보완했다.

현실적으로 Bloomberg 데이터베이스의 경우 합작투자자에 대한 개별정보만을 제공할 뿐 실제 기업의 재무정보는 제공하지 않는다. 하지만 본 연구가 지향하는 기업경영성과를 분석하기 위해서는 기업특성, 기업전략, 시장 환경 등을 통제 및 반영할 수 있는 다양한 형태의 시계열들이 요구된다. 따라서 패널 데이터 구성을 위해서는 각 개별기업 정보를 별도의 데이터베이스에서 추출해야만 할 것인데, 본 연구는 *Compustat*을 통해 필요한 시계열들을 추출했다. 시계열들은 크게 기업경영성과 지표들을 기본으로 합작투자 전략에 대한 내생적 변수, 기업투자성향, 경영능력 대리변수, 기업규모 조절변수, 행운(luck) 등으로 구분해 설정했다.

연구기간은 Bloomberg 데이터베이스에서 합작투자정보의 입수 가능한 1999년부터 2011년까지이다. 해당 기간에는 총 1,025건에 이르는 합작투자 정보가 존재한다. 그런데 Bloomberg 데이터베이스의 경우 비상장기업들에 대한 합작투자 사례를 다수 포함하고 있는데, 이 경우 기업경영관련 시계열을 확보하기 힘들 뿐만 아니라 재무정보 자체가 공개되지 않으니 데이터 구축이 현실적으로 불가능하다.

따라서 본 연구는 합작투자 주체기업이 상장된 공개기업일 경우만을 연구의 대상으로 포함시켰다. 그 결과 2000년부터 2011년까지 총 442건의 합작투자가 포함되었고, 시계열 자료의 경우 증가율로 구성된 변수를 제외하고 미국 CPI로 실질화시켰다.

3.2. 패널 실증분석 모형 및 변수설정

본 연구의 실증분석은 크게 두 가지 부분으로 구성되었다. 먼저 큰 축에서 기업 i 의 각 년도 합작투자 건수가 기업성과에 미치는 효과를 검증한다. 그 다음으로는 ‘제조업 vs. 파이낸스 vs. 서비스’ 분야별로 합작투자 전략 자체가 기업들의 성과에 미치는 효과를 비교분석한다.

먼저 전자의 경우 패널 2SLS 고정효과 모형(panel two stage least square fixed effect model)

을 사용하고자 하는데, 구체적으로 식 (1) 및 식 (2)와 같이 주어진다. 식 (1)에서 중요한 점은 합작투자 횟수가 내생성(endogeneity)을 갖기 쉽다는 것이다. 즉, 상대적으로 적극적인 기업 전략을 수행하는 기업일수록 합작투자에 노출되기 쉽고, 합작투자 시 주체기업이 합작 파트너에 비해 높은 지분을 확보할 수 있을 경우 강한 협상력(bargaining power)을 가진다고 볼 수 있다. 따라서 이러한 경우 합작투자 건수가 늘어나기 쉽다. 이는 합작투자를 통한 기업성과 분석이라는 영역에 진입할 때 추정계수에 편의가 발생하는 내생성(endogeneity)을 교정해야 한다는 점을 의미한다. 그렇다면 적절한 도구변수(instrument variable)를 사용해야 할 것이다.

패널 2SLS 고정효과 모형은 패널분석 시 도구변수를 통해 내생성 문제를 우회하는 효과적인 방법이다. 이 모형은 패널고정효과 모형과 2SLS 방식을 결합시킨 것이다. 먼저 1단계에서 내생성이 존재할 것으로 예상되는 독립변수를 종속변수($x_{i,t}^1$)로 두고 잔차(residual)와 직교하는 도구변수(z)를 이용하여 내생성을 제거시킨다. 즉, 종속변수에 대한 추정치인 $\hat{x}_{i,t}^1$ 을 도출하는 것이다. 이후 2단계로 $\hat{x}_{i,t}^1$ 를 본 연구의 종속변수인 기업성과변수를 설명하기 위한 패널모형의 독립변수로 투입해 $\hat{x}_{i,t}^1$ 에 대한 불편추정치(unbiased estimator)를 추출한다. 이를 구체적으로 구성한 것이 식 (1)과 식 (2)로서 이들이 바로 panel 2SLS fixed effect model을 구성하는 시스템이다. 식 (1)과 (2)에서 i 는 각 회사를 의미하고, t 는 시간을 의미며, m 은 기타 독립변수 및 통제변수들을 의미한다.

$$y_{i,t} = c + \hat{x}_{i,t}^1 + x_{i,t}^m + u_{i,t}, \quad m=2, \dots, 8$$

where $E(u_{i,t} | \hat{x}_{i,t}^1, x_{i,t}^m) = 0$ (1)

$$x_{i,t}^1 = \eta z + \epsilon_{i,t} \quad \text{where } E(\epsilon_{i,t} | z) = 0$$
 (2)

먼저 식 (1)의 $y_{i,t}$ 는 기업성과변수를 의미한다.

본 연구에서 기업성과는 크게 기업규모와 수익성의 두 가지 축으로 접근하고자 한다. 먼저 기업규모의 경우 총자산(total asset)과 매출액(sales)의 자연로그 값으로 측정하고, 수익성의 경우 총수익(revenue)과 매출총이익(gross profits)의 자연로그 값을 사용한다.

식 (2)의 독립변수 $x_{i,t}^1$ 는 본 연구에서 관심을 갖고 있는 각 년도 합작투자의 건수를 의미한다. 다만 전술한 바와 같이 내생성의 제거하기 위한 1차 추정의 과정을 거쳐야 한다. 계산하는 방식은 먼저 식 (2)에서 잔차인 $\epsilon_{i,t}$ 와 직교하는 도구변수 z 를 활용해 내생성을 제거시킨 $\hat{x}_{i,t}^1$ 를 추출한다. 이후 이를 식(1)에 대입해 불편 추정치(unbiased estimator)를 추정하는 2차 과정을 거치게 된다.

한편 본 연구에서 독립변수로 설정한 각 년도 합작투자 건수($x_{i,t}^1$)에 대한 도구변수를 설정하기에 앞서 두 가지 부분을 인지할 필요가 있다. 첫째, 과거 적극적인 경영전략에 노출되었던 기업일수록 합작투자를 시도하기 쉬울 것이고, 둘째, 합작투자의 주도권을 가질 수 있을 경우 합작투자를 선호하기 쉽다. 이는 기업의 적극적 경영 전략적 태도에 따라 합작투자가 결정되는 내생성이 존재할 수 있다는 점을 의미한다.

따라서 적극적인 경영 전략적 태도를 고려하고자 *Compustat*를 통해 입수한 ‘인수 및 합병의 기업 매출액에 대한 기여도’를 통제변수로 사용했다. 즉, 기여도가 존재할 경우 1의 값을 주는 더미변수를 설정해 도구변수로 투입한 것이다. 더불어 Bloomberg 데이터베이스에서 합작투자 건수 당 주체기업의 지분율이 피주체 기업보다 높을 경우 1의 값을 주는 더미변수를 생성해 도구변수로 추가투입 했다.

식 (1)에서 c 는 상수를 의미하고, $\hat{x}_{i,t}^1$ 은 내생성이 제거된 연도별 합작투자 건수 추정치이다. $x_{i,t}^m$ 는 설명변수로서 기업경영성과에 영향을 미치는 요소로서 경영 전략적 특성, 기업특성, 그리고 시

장행운(luck) 요소 등의 다양한 변수들을 고려해 구성되어야 한다.

먼저 기업의 전략적 적극성을 고려하기 위해 총 부채 중 투자 자본액 비중($x_{i,t}^2$)을 투입했다. 이는 위험 감수(risk taking)의 정도를 측정하는 대리변수다.

한편 제조업 분야의 경우 합작투자는 실질투자를 수반함으로써 자산 및 공장 등의 물리적 자산의 증대효과를 불러일으킨다. 이에 제조업 분야의 경우 실물투자에 대한 대리 지표로서 ‘총 자산, 공장 및 장치(equipment)’ 증가액에 대한 자연로그 값($x_{i,t}^3$)을 대리 지표로 사용했다. 이는 매몰비용(sunk cost)과 비례하므로 합작투자가 간접적으로 발생시키는 매몰비용의 증가분에 대한 대리변수의 의미를 갖는다. 서비스업의 경우 실질적인 설비투자가 일어나지 않는 만큼 자본투자액에 대한 자연로그 값을 실물투자에 대한 대리변수로 사용했다. 합작투자의 경영 성과적 가치는 총자산에 대한 기여액($x_{i,t}^4$)을 사용했다.

다음으로 기업특성변수들을 정의하여야 하는데, 먼저 기업경영역량에 대한 지표로서 시가총액의 증가분($x_{i,t}^5$)을 사용했고, 기업규모를 통제하기 위해 총종업원수에 대한 자연로그 값($x_{i,t}^6$)을 사용한다. 기업의 노하우의 대리 지표로는 총 영업연수의 자연로그 값($x_{i,t}^7$)을 이용했다. 마지막으로 거시경제환경 변화에 따른 충격 혹은 행운을 반영하기 위하여 다우-존스 수익률($x_{i,t}^8$)을 대리변수로 삼는다.

식 (3)은 더미변수로 측정된 합작투자 행위가 제조업 부문, 서비스 부문, 파이낸스 부문별로 분석하기 위해 설정된 패널 고정효과 모형으로 c 는 상수를 의미한다. d 는 해당연도에 합작투자 행위가 있었을 경우 1의 값을 주는 더미변수다. 따라서 내생성 문제를 고려할 필요가 없으므로 패널 고정효과 모형을 사용한다. 독립변수들은 식 (1)에서 사용된 것과 동일하다.

$$y_{i,t} = c + d + x_{i,t} + u_{i,t} \quad (3)$$

IV. 실증분석 결과

<표 1>은 패널 2SLS 고정효과 모형의 추정결과를 정리한 것이다.¹⁾ 기업규모 변수로서 총자산(total asset)과 총매출액(total sales)을 사용했고, 수익성 변수로서 총수익(revenue)과 매출총이익(gross profit)을 이용했다.

본 연구의 초점인 합작투자 횟수가 경영성과에 미친 효과의 경우 네 가지 경영지표 모두正的 효과를 가지고 있다는 점을 확인할 수 있다. 매우 흥미로운 사실은 합작투자의 횟수가 규모변수보다는 수익성 변수들에 더욱 큰 효과를 보인다는 점이다. 이는 합작투자가 빈번한 기업일수록 합작 투자에 대한 프로세스 노하우가 풍부해져 단순한 규모 확대보다 수익성 창출에 초점을 맞출 것이라는 개연성을 제시한다.

Bloomberg 데이터베이스에서 추출한 ‘합작투자의 합작투자 주체기업 대한 총자산 기여도($x_{i,t}^4$)’의 경우 기업규모 변수가 아닌 수익성 변수인 총수익과 매출 총이익에 유의적인 正의 효과를 미치고는 있지만 그 효과가 매우 미미하다. 이는 기업규모와 수익성 모두에게 매우 강한 正의 효과를 미치고 있는 ‘총 자산, 공장 및 장치($x_{i,t}^3$)’과는 대조적이다.

경영능력의 대리 지표인 시가총액의 증가율은 기업규모 변수에만 유의적인 수준의 영향을 미치고 있다. 다만 총자산의 경우 正의 효과를 미치되 매출액의 경우 負의 효과를 가지는 상반된 결과를 보인다. 이는 경영역량의 대리 지표로 선정한 시가총액 증가율이 주식시장에서의 가치를 반영하는

1) 하우스만 테스트 결과 고정효과 모형을 지지하는 결과를 얻었고, 이분산성과 자기상관을 교정할 수 있는 robust standard deviation으로 계수에 대한 유효성 검정을 실시했다. 다만 다중공선성의 경우 기업성과분석에서 피할 수 없는 문제인데, 이 부분에 대한 해법은 가급적 변수의 수를 줄이는 것이 최선이다. 본 연구의 경우 최소한의 변수숫자를 점차 늘려 가급적 충분한 변수를 포함하는 분석결과를 보고하고자 했다.

선행지표적인 성격을 갖고 있기 때문에 풀이된다. 즉, 경영역량이 반드시 매출액 증가로 연계되지 않을 수도 있다는 것이다.

기업규모 통제변수인 총종업원 수의 경우 기업 규모 변수와 수익성 변수에 극명히 대조되는 효과를 미친다. 일반적으로 기업의 성장경로는 총자산과 매출액 등의 규모지표들을 통해 확장되지만 수익성의 경우 기업이 성숙할수록 하락하는 반대의 경로를 따른다(Yim, 2011). 따라서 이 결과는 기업의 규모가 확대될수록 기업의 수익성이 하락한다는 기존의 연구결과들에 부합하는 결과라고 하겠다(Yim, 2011; Klepper, 1996; Evans, 1987). 기업의 노하우를 측정하는 총영업연수의 경우 예상과 같이 유의적인正的 효과를 지니고 있다.

<표 2>, <표 3>, <표 4>, 그리고 <표 5>는 더미변수로 측정된 합작투자라는 전략적 행위여부가 '제조업 vs. 서비스 vs. 파인앤스' 부문별로 기업 성과에 미치는 효과를 패널 분석 한 결과들이다. 더미변수를 사용하는 만큼 내생성 문제를 회피할 수 있고, 간접적이거나 lump-sum으로 끊어 내는 만큼 산업간 비교가 가능하다.

먼저 <표 2>를 살펴보면 합작투자 더미의 경우 총자산 증가에 있어 통계적으로 유의한 수준의正的 효과를 미치고 있다. 그 순서를 결정하면 파인앤스 부문에서 가장 큰 효과가 발생하고 있고 그 다음으로 서비스 부문 그리고 제조업 부문 순서로 효과가 발생한다.

<표 1> 합작투자 횟수가 기업규모와 수익성에 미치는 효과: Panel 2SLS Fixed Effect

종속변수	총자산(Asset) 자연로그 값	매출액(Sales) 자연로그 값	총수익 (Revenue)	매출총이익 (Gross Profit)
상수	2.8092*** (0.1274)	2.7581*** (0.1437)	-3.2858*** (0.4239)	-1.8040*** (0.3095)
합작투자 횟수($x_{i,t}^1$)	0.0667*** (0.0207)	0.0731*** (0.0233)	0.1955*** (0.0690)	0.1562*** (0.0504)
총부채 중 투입된 자본액 비중($x_{i,t}^2$)	0.0089*** (0.0017)	-0.0120*** (0.0019)	0.0008 (0.0055)	0.0008 (0.0040)
총 자산(property), 공장(factory) 및 장치(equipment) 투자액의 자연로그 값($x_{i,t}^3$)	0.4457*** (0.0173)	0.3475*** (0.0196)	0.5963*** (0.0577)	0.4017*** (0.0421)
JV가 seller의 총자산에 대한 기여도($x_{i,t}^4$)	0.0001 (0.0000)	0.0001 (0.0000)	-	-
자본투자액 자연로그값($x_{i,t}^5$)	-	-	0.0002** (0.0001)	0.0002*** (0.0001)
시가총액 증가율($x_{i,t}^6$)	0.0115*** (0.0023)	-0.0044* (0.0026)	0.0057 (0.0078)	0.0048 (0.0057)
총종업원수 자연로그값($x_{i,t}^7$)	0.4759*** (0.0190)	0.5464*** (0.0214)	-0.1637** (0.0633)	-0.1902*** (0.0462)
총 영업연수 자연로그값($x_{i,t}^8$)	0.3236*** (0.0356)	0.3997*** (0.0401)	0.3992*** (0.1183)	0.0412 (0.0864)
Dow-Jones 수익률($x_{i,t}^9$)	0.1090** (0.0333)	-0.0115 (0.0375)	-0.2782** (0.1109)	-0.0445 (0.0810)
R ² 표본수	0.8991 3,522	0.9146 3,509	0.3132 3,522	0.2358 3,522

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

이는 합작투자가 제조업 부문의 총자산보다는 서비스 부문의 총자산에서 효과가 더욱 크게 나타날 것이라는 점을 시사한다. 투자활동으로서 ‘총자산, 공장 및 장치’ 투자액과 제조업 부문의 자본투자액 모두 유의적인 正의 효과를 보이고 있다. <표 3>에서 매출액을 종속변수로 할 때 합작투자는 파이낸스 부문에서 가장 큰 효과를 발생시키고 있고, 제조업 부문 그리고 서비스 부문의 차이는 거의 대동소이한 수준이다. 이는 기업규모 측면의

경우 제조업 부문에서 합작투자 효과가 더욱 크게 나타난다는 점을 의미한다.

한편 <표 4>의 경우 <표 2> 및 <표 3>과는 대조적인 분석결과를 제시한다. 즉, <표 4>의 경우 총수익 부문에 있어 합작투자 효과가 제조업 부문, 파이낸스 부문, 그리고 서비스 부문의 순서로 크게 발생하고 있다. <표 5>의 매출총이익 역시 제조업 부문, 파이낸스 부문, 그리고 서비스 부문 순서로 효과가 크게 발생하고 있다.

<표 2> 합작투자 행위가 총자산에 미치는 효과: Panel Fixed Effect

종속변수	총자산 자연로그값		
	제조업 부문	서비스 부문	파이낸스 부문
상수	2.0763*** (0.1635)	3.9126*** (0.2462)	4.5125*** (0.2407)
합작투자 더미(d)	0.0715*** (0.0170)	0.0772* (0.0464)	0.0866* (0.0515)
총부채 중 투입된 자본액 비중($x_{i,t}^2$)	0.0135** (0.0057)	0.3418*** (0.0768)	-0.0062 (0.0101)
총 자산(property), 공장(factory) 및 장치(equipment) 투자액의 자연로그 값($x_{i,t}^3$)	0.4638*** (0.0205)	-	-
자본투자액 자연로그 값($x_{i,t}^3$)	-	0.2401*** (0.0261)	0.1358*** (0.0236)
JV가 seller의 총자산에 대한 기여도($x_{i,t}^4$)	0.0001 (0.0001)	-0.0062 (0.0076)	0.0002 (0.0005)
시가총액 증가율($x_{i,t}^5$)	0.0140*** (0.0022)	-0.0291 (0.0217)	-0.0072 (0.0151)
총종업원수 자연로그 값($x_{i,t}^6$)	0.4708*** (0.0220)	0.4835*** (0.0371)	0.6522*** (0.0456)
총 영업연수 자연로그 값($x_{i,t}^7$)	0.4653*** (0.0465)	0.4364*** (0.0675)	0.5921*** (0.0695)
Dow-Jones 수익률($x_{i,t}^8$)	0.0895** (0.0349)	0.2795*** (0.0896)	0.2543** (0.1021)
R ² 표본수	0.9114 2,528	0.8284 481	0.6826 498

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

〈표 3〉 합작투자 행위가 매출액에 미치는 효과: Panel Fixed Effect

종속변수	총매출액 자연로그값		
	제조업 부문	서비스 부문	파이낸스 부문
상수	1.9092*** (0.1988)	4.1424*** (0.2351)	3.7159*** (0.2388)
합작투자 더미(d)	0.0595*** (0.0206)	0.0576 (0.0443)	0.0846* (0.0514)
총부채 중 투입된 자본액 비중($x_{i,t}^2$)	0.0107 (0.0069)	-0.3896*** (0.0733)	0.0022 (0.0100)
총 자산(property), 공장(factory) 및 장치(equipment) 투자액의 자연로그 값($x_{i,t}^3$)	0.3433*** (0.0249)	-	-
자본투자액 자연로그값($x_{i,t}^3$)	-	0.2654*** (0.0249)	0.1372*** (0.0234)
JV가 seller의 총자산에 대한 기여도($x_{i,t}^4$)	0.0001 (0.0001)	0.0104 (0.0073)	-0.0005 (0.0005)
시가총액 증가율($x_{i,t}^5$)	-0.0073*** (0.0027)	-0.0259 (0.0207)	-0.0094 (0.0150)
총종업원수 자연로그 값($x_{i,t}^6$)	0.5760*** (0.0267)	0.4789*** (0.0354)	0.5739*** (0.0452)
총 영업연수 자연로그 값($x_{i,t}^7$)	0.5978*** (0.0566)	0.4798*** (0.0645)	0.6340*** (0.0690)
Dow-Jones 수익률($x_{i,t}^8$)	0.0050 (0.0423)	0.1746** (0.0855)	-0.0045 (0.1019)
R2 표본수	0.9079 2,520	0.8937 481	0.8047 497

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

<표 4> 합작투자 행위가 총수익에 미치는 효과: Panel Fixed Effect

종속변수	총수익		
	제조업 부문	서비스 부문	파이낸스 부문
상수	-6.5274*** (0.7003)	-0.2921 (0.3353)	0.1898 (0.3517)
합작투자 더미(d)	0.2660*** (0.0728)	0.1681*** (0.0632)	0.2577*** (0.0753)
총부채 중 투입된 자본액 비중($x_{i,t}^2$)	0.0219 (0.0243)	0.0269 (0.1045)	0.0103 (0.0147)
총 자산(property), 공장(factory) 및 장치(equipment) 투자액의 자연로그 값($x_{i,t}^3$)	0.9412*** (0.0878)	-	-
자본투자액 자연로그값($x_{i,t}^3$)	-	0.0183 (0.0355)	0.0300 (0.0345)
JV가 seller의 총자산에 대한 기여도($x_{i,t}^4$)	0.0002 (0.0001)	-0.0041 (0.0104)	-0.0008 (0.0008)
시가총액 증가율($x_{i,t}^5$)	0.0102 (0.0096)	0.0003 (0.0295)	-0.0082 (0.0221)
총종업원수 자연로그값($x_{i,t}^6$)	-0.2850*** (0.0942)	0.1437*** (0.0505)	0.2085*** (0.0666)
총 영업연수 자연로그값($x_{i,t}^7$)	0.7056*** (0.1994)	0.2604*** (0.0920)	0.0456 (0.1016)
Dow-Jones 수익률($x_{i,t}^8$)	-0.4542*** (0.1495)	-0.0881 (0.1220)	0.1969 (0.1491)
R2 표본수	0.3329 2,528	0.2459 481	0.3060 498

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

〈표 5〉 합작투자 행위가 매출총이익에 미치는 효과: Panel Fixed Effect

종속변수	매출총이익		
	제조업 부문	서비스 부문	파이낸스 부문
상수	-3.2428*** (0.5062)	-0.3297 (0.4010)	0.0909 (0.2307)
합작투자 더미(d)	0.1476*** (0.0526)	0.1068 (0.0756)	0.1471*** (0.0494)
총부채 중 투입된 자본액 비중($x_{i,t}^2$)	0.0118 (0.0176)	0.0326 (0.1250)	0.0048 (0.0096)
총 자산(property), 공장(factory) 및 장치(equipment) 투자액의 자연로그 값($x_{i,t}^3$)	0.6433*** (0.0635)	-	-
자본투자액 자연로그값($x_{i,t}^3$)	-	-0.0044 (0.0425)	0.0095 (0.0226)
JV가 seller의 총자산에 대한 기여도($x_{i,t}^4$)	0.0002*** (0.0001)	-0.0025 (0.0124)	-0.0005 (0.0005)
시가총액 증가율($x_{i,t}^5$)	0.0074 (0.0070)	0.0006 (0.0353)	-0.0055 (0.0145)
총종업원수 자연로그값($x_{i,t}^6$)	-0.3107*** (0.0681)	0.0906 (0.0604)	0.1079 (0.0437)
총 영업연수 자연로그값($x_{i,t}^7$)	0.0377 (0.1441)	0.1698 (0.1100)	0.0225 (0.0667)
Dow-Jones 수익률($x_{i,t}^8$)	-0.1100 (0.1081)	-0.0261 (0.1459)	0.1847* (0.0978)
R2	0.2565	0.1534	0.2481
표본수	2,528	481	498

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

V. 결론 및 시사점

경영전략으로써의 합작투자는 라이선싱이나 전략적 제휴 등에 비해 장기적인 특성을 가지고 있을 뿐만 아니라 단독투자와는 달리 합작 파트너와의 실물투자를 통한 시너지 효과를 도모한다는 차이점을 갖는다. 이는 합작투자의 효과가 기업성장으로 발현될 수 있는가 하는 근본적인 의문점과 더불어 산업의 특성에 따라 그 효과가 상이하게 나타날 것이라는 의문점을 제기한다.

이에 본 연구는 미국의 합작투자 건수를 기반으로 패널자료를 구축해 첫째, 경영전략으로서의 합작투자가 기업의 경영성과에 미치는 효과를 분석하고, 둘째, 제조업 부문, 서비스 부문, 그리고 파이낸스 부문으로 구분해 합작투자가 각 부문별로 미치는 효과를 비교해 보고자 했다. 이를 위해 본 연구는 Bloomberg 데이터베이스를 통해 추출한 미국기업들의 합작투자 정보를 기반으로 가능한 범위 내에서 합작투자의 효과를 분석하고자 했다.

Panel 2SLS fixed effect 모형에 기반 해 합작투

자 횡수가 규모 지표와 수익성 지표에 미치는 효과를 추정한 결과 합작투자가 양 지표 모두에서 유의적인 正의 효과를 발생시키고 있음을 확인할 수 있었다. 이는 합작투자가 실제로 기업의 경영 성과에 직결되고 있다는 점을 제시하는 것이고, 합작투자 주체기업들의 경우 합작투자를 통해 통계적으로 유의적인 수준에서 正의 효과를 거두고 있다는 점을 시사한다.

한편 <표 6>은 합작투자에 따른 효과를 제조업 부문, 서비스 부문, 그리고 파이낸스 부문으로 구분해 비교 정리한 것으로 매우 흥미로운 연구결과를 보여 준다. 규모 지표의 경우 합작투자는 파이낸스 부문이 가장 큰 효과를 발생시키고 있고, 총자산 부문의 경우 서비스 부문, 제조업 부문 순서로 큰 효과를 발생시킨다. 다만 매출액의 경우 제조업 부문에서 약간이나마 근소하게 효과가 크다. 이렇듯 규모지표에서 非제조업 부문의 전략적 제휴 효과가 크게 나타난 것은 非제조업 부문의 경우 제조업 부문에 비해 요구되는 초기투자비용과 매몰비용이 상대적으로 매우 적기 때문으로 해석된다. 즉, 제조업 부문의 경우 공장 및 장치 등과 같은 실물투자가 수반되어 자산 및 매출이 시차를 두고 발생하기 쉬우나 서비스 부문의 경우 합작투자를 통해 총자산 및 매출액 상승이 단기간에 발생할 수 있는 구조적 차이점을 갖고 있다.

이와는 대조적으로 수익성 지표의 경우 제조업

부문, 파이낸스 부문, 그리고 서비스 부문 순으로 효과가 발생함을 확인할 수 있는데, 이는 매몰비용을 분담하는 제조업의 경우 합작투자에 따른 수익성 효과가 짧은 시차를 두고 나타나기 때문으로 해석된다. 더불어 합작투자를 도모하는 미국의 제조기업들이 기업규모 확장보다는 수익성에 초점을 맞춘 합작투자 전략을 사용하고 있다는 의미를 내포하고 있다.

이러한 연구결과에 준할 때 추후의 연구는 크게 두 가지 연구방향에서 진행될 필요가 있다. 일단 기업경영성과에 관련하여 ‘one-to-one’ 관계보다는 시차(lag)효과를 가지고 있을 개연성이 매우 높다는 점을 부인할 수 없다. 특히 초기시설투자비용과 매몰비용이 상대적으로 많이 소요되는 제조업 부문에서 시차효과가 크게 발생할 개연성이 크다. 기존의 합작투자 관련 연구들에서 시차효과를 논의하지 않고 있는 만큼 시차효과를 고려할 경우 유의미한 경영 전략적 시사점을 도출할 수 있을 것으로 기대된다.

더불어 각 산업 부문별로 합작투자의 효과가 수익성 지표와 규모 지표별로 달리 나타나는 부분에 대한 추가 연구가 필요할 것으로 판단된다. 따라서 향후 다각화의 관점에서 신규시장 진출형 합작투자와 동종 SIC에서의 파트너 간 협력을 통한 수익성 지향적 합작투자로 양분해 추가적인 검증을 시도하고자 한다.

<표 6> 합작투자 효과비교: 제조업 vs. 서비스 vs. 파이낸스

		합작투자의 경영지표에 대한 기여도
규모 지표	총자산	파이낸스 부문 > 서비스 부문 > 제조업 부문
	매출액	파이낸스 부문 > 제조업 부문 > 서비스 부문
수익성 지표	총수익	제조업 부문 > 파이낸스 부문 > 서비스 부문
	매출총이익	제조업 부문 > 파이낸스 부문 > 서비스 부문

〈참 고 문 헌〉

- 권영철(2008), “국내기업과 외국기업 간 합작제휴 시 상호작용의 질이 관계의 질에 미치는 영향 -힘의 대칭과 비대칭 비교-,” **기업경영연구**(한국기업경영학회), 15(1), 155-171.
- 왕설매 · 정진섭 · 왕정상(2012), “한국기업의 對중국 및 베트남 해외직접투자 특징에 관한 비교연구,” **기업경영연구**(한국기업경영학회), 19(2), 99-125.
- 정갑연(2013), “한국 내 해외자회사 시장지향성이 현지시장 지식획득 및 성과에 미치는 영향: 흡수능력의 역할을 중심으로,” **기업경영연구**(한국기업경영학회), 20(6), 323-352.
- Bertrand, P. and P. Meschi(2005), “A Transactional Analysis of Chinese Partners’ Performance in International Joint Ventures,” **Chinese Economy**, 38(2), 16-35.
- Boone, A. L. and V. I. Ivanov(2012), “Bankruptcy Spillover Effects on Strategic Alliance Partners,” **Journal of Financial Economics**, 103(3), 551-550.
- Choi, C. B. and P. W. Beamish(2004), “Split Management Control and International Joint Venture Performance,” **Journal of International Business Studies**, 35(3), 201-215.
- Cvitanic, J., S. Radas, and H. Sikic(2011), “Co-development Ventures: Optimal Time of Entry and Profit-Sharing,” **Journal of Economic Dynamics and Control**, 35(10), 1710-30.
- Evans, D. S. (1987). “The Relationship Between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries,” **The Journal of Industrial Economics**, 35(4), 567-581.
- Fang, E. and S. Zou(2009), “Antecedents and Consequences of Marketing Dynamic Capabilities in International Joint Venture,” **Journal of International Business Studies**, 40(5), 742-61.
- Gong, Y., O. Shenkar, Y. Luo and M. Nyaw(2007), “Do Multiple Parents Help or Hinder International Joint Venture Performance? The Mediating Roles of Contract Completeness and Partner Cooperation,” **Strategic Management Journal**, 28(10), 1021-1034.
- Gong, Y., O. Shenkar, Y. Luo, and M. K. Nyaw(2005), “Human Resources and International Joint Venture Performance: a System Perspective,” **Journal of International Business Studies**, 36(5), 505-518.
- Guidice, R. M. and N. P. Mero(2007), “Governing Joint Ventures: Tension among Principals’ Dominant Logic on Human Motivation and Behavior,” **Journal of Management and Governance**, 11(3), 261-83.
- Hambrick, D. C., J. Li, K. Xin, and A. S. Tsui(2001), “Compositional Gaps and Downward Spirals in International Joint Venture Management Groups,” **Strategic Management Journal**, 22(11), 1033-1053.
- Hek, P. and A. Mukherjee(2011), “Joint Venture Buy-outs under Uncertainty,” **The Journal of Industrial Economics**, 59(1), 155-176.
- Merchant, H. and D. Schendel(2000), “How Do International Joint Ventures Create Shareholder Value?,” **Strategic Management Journal**, 21(7), 723-737.
- Inkpen, A. C. and S. C. Currall(2004), “The Coevolution of Trust, Control, and Learning in Joint Ventures,” **Organization Science**, 15(5), 586-599.
- Reur, J. J. and K. D. Miller(1997), “Agency Costs and The Performance Implications of International Joint Venture Internalization,”

- Strategic Management Journal*, 18(6), 425-438.
- Jiang, C. X., R. Chua, M. Kotabe, and J. Y. Murray(2011), "Effects of Cultural Ethnicity, Firm Size, and Firm Age on Senior Executives' Trust in Their Overseas Business Partners: Evidence from China," *Journal of International Business Studies*, 42(9), 1150-1173.
- Klepper, S. (1996). "Entry, Exit, Growth, and Innovation over The Product Life Cycle," *American Economic Review*, 86, 562-583.
- Kumar, S. and J. C. Park(2012), "Partner Characteristics, Information Asymmetry, and the Signaling Effects of Joint Ventures," *Managerial and Decision Economics*, 33(2), 127-45.
- Li, S. C. Y., M. Wong, and S. Luk(2006), "The Importance and Performance of Key Success Factors of International Joint Venture Hotels in China," *Chinese Economy*, 39(6), 83-94.
- Luo, Y.(2007), "Are Joint Venture Partners More Opportunistic in a More Volatile Environment?," *Strategic Management Journal*, 28(1), 39-60.
- Luo, Y.(2002), "Contract, Cooperation, and Performance in International Joint Ventures," *Strategic Management Journal*, 23(10), 903-919.
- Luo, Y. and S. H. Park(2004), "Multiparty Cooperation and Performance in International Equity Joint Ventures," *Journal of International Business Studies*, 35(2), 142-160.
- Lyles, M. A. and J. E. Salk(2007), "Knowledge Acquisition from Foreign Parents in International Joint Ventures: an Empirical Examination in The Hungarian Context," *Journal of International Business Studies*, 38(1), 3-18.
- Marinucci, M. (2009), "Optimal Ownership in Joint Ventures with Contributions of Asymmetric Partners," *Journal of Economics*, 97(2), 141-63.
- Meschi, P. X.(2005), "Stock Market Valuation of Joint Venture Sell-Offs," *Journal of International Business Studies*, 36(6), 688-700.
- Reuer, J. J. and M. Koza (2000), "Asymmetric Information and Joint Venture Performance: Theory and Evidence for Domestic and International Joint Venture," *Strategic Management Journal*, 81-88.
- Steensma, H. K., J. Q. Barden, C. Dhanaraj, M. L. Lyles, and L. Tihanyi(2008), "The Evolution and Internalization of International Joint Ventures in a Transitioning Economy," *Journal of International Business Studies*, 39(3), 491-507.
- Tong, T. and W. J. Reuer(2010), "Competitive Consequences of Interfirm Collaboration: How Joint Ventures Shape Industry Profitability," *Journal of International Business Studies*, 41(6). 1056-1073.
- Tsang, E. W. K.(2002), "Acquiring Knowledge by Foreign Partners from International Joint Ventures in a Transition Economy: Learning-by-Doing and Learning Myopia," *Strategic Management Journal*, 23(9), 835-854.
- Yim, Hyung Rok(2011), "Competition and Its Virtue to New Startups under the Potential Threat of Entry," *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, 25(3), 167-187.
- Zhang, Y., H. Li, M. A. Hitt, and G. Cui(2007), "R&D Intensity and International Joint Venture Performance in an Emerging Market: Moderating Effects of Market Focus and Ownership," *Journal of International Business Studies*, 38(6), 944-60.

〈Abstract〉**Firm Performance and Joint Venture
: Manufacturing vs. Service vs. Finance**

Yim, Hyung Rok* · Jung, Won Jin**

This paper studies how joint venture affects firm performance. Two purposes are set to pursue the paper. First, we scrutinize the strategic advantage of joint venture, as a significant firm strategy, on firm performance, and second, we study which sector benefit more from joint venture between manufacturing sector and non-manufacturing sector, particularly dividing into finance sector and service sector. This approach is useful because different industries have different industry characteristics. For instance, joint venture can enlarge the size of service industry instantaneously because huge initial sunk costs or physical investments are necessary. In contrast, partner firms can share fixed costs through joint venture, which can improve profitability.

In order to pursue the paper, we apply panel fixed effect model. The two types of dependent variables are used; total assets and sales are the proxies for measuring size expansion, and total revenues and gross profits represent profitability. We use annual joint venture information from Bloomberg dataset and other variables are collected from Compustat.

The main findings are to the followings. First, when it comes to size expansion measured by total assets and total sales, the contribution of joint venture turns out to be greater by the order of finance sector, service sector, and manufacturing sector. In terms of profitability measured by revenue and gross profits are greater by the order of manufacturing sector, finance sector, and service sector. These results clearly demonstrate that joint venture has different contributions to different industry groups. This is probably because, in service area, joint ventures are contracted as a single-shot game; however, in manufacturing sector, both participants invest sequentially according to the investment scheme in a joint venture. Alternatively speaking, joint venture has a lag effect on manufacturing sector.

Key Words: Strategic Alliance, Panel Analysis, Size Expansion, Profitability, and Industry Analysis

* The First Author, Associate Professor, School of Business, Hanyang University.

** Corresponding Author, Associate Professor, School of Business Administration, Dankook University.