



한국국제경영학회(KAIB) · 한국국제경영관리학회(KAIBM)

## 2013년 해외학술대회 발표 논문집

- 일시 : 2013년 6월 24일 ~ 28일
- 장소 : 호치민시티, 베트남  
Hochiminh City, Vietnam

- 주최 : (사)한국국제경영학회 (사)한국국제경영관리학회  
(재)미래인력연구원

- 후원 : kotra Korea Trade-Investment Promotion Agency 현대자동차 KB금융그룹



## 2013년 해외학술대회 발표 논문집

2013년 6월 24일 ~ 28일

호치민시티, 베트남

2013년 해외학술대회 발표 논문집

사단법인 한국국제경영학회  
사단법인 한국국제경영관리학회



**Korean Academy of International Business(KAIB) ·  
Korean Academy of International Business Management(KAIBM)  
2013 International Conference**

2013.6.24-28, Hochiminh City, Vietnam

**June, 25 (Tuesday)**

◆ **Date:** 2013. 6. 25(Tue) 08:00-11:00

◆ **Place:** Intercontinental Hotel

◆ **Host:** Korean Academy of International Business(KAIB)

Korean Academy of International Business Management(KAIBM)

Center for Human Resources Studies

◆ **Program**

	Events	Remarks
08:00-08:15	Registration	
08:15-08:30	Opening Ceremony	Kim, Yong Duk(President, KAIB) Seo, Min Kyo(President, KAIBM)
08:30-09:40	Paper Session I	
09:40-09:50	Intermission	
09:50-11:00	Paper Session II	

## 한국국제경영학회(KAIB) · 한국국제경영관리학회(KAIBM) 2013 국제학술대회

2013.6.24.-28, 베트남 호치민시티,

**6월 25일(화)**

◆ 일시: 2013. 6. 25(화) 08:00-11:00

◆ 장소: 인터컨티넨탈 호텔

◆ 주최: (사)한국국제경영학회 · (사)한국국제경영관리학회 · (재)미래인력연구원

◆ 프로그램

	행사내용	비고
08:00-08:15	등 록	
08:15-08:30	개회사	김용덕(한국국제경영학회장) 서민교(한국국제경영관리학회장)
08:30-09:40	논문발표 1부	
09:40-09:50	휴 식	
09:50-11:00	논문발표 2부	

# 2013 International Conference

## Korea-Vietnam CSR Forum

2013.6.24-28, Hochiminh City, Vietnam

June, 25 (Tuesday)

◆ **Date:** 2013. 6. 25(Tue) 11:40-18:10

◆ **Place:** Intercontinental Hotel Grand Ballroom

◆ **Host:** Korea Trade-investment Promotion Agency(KOTRA)

Korean Academy of International Business(KAIB), Korea Labor Foundation

◆ **Program**

	Events	Remarks
11:40-13:00	Network Lunch	
13:00-13:20	Opening Ceremony	
13:20-14:00	Successful International Business and CSR	Professor Lee, Jae Hyuk (Korea University)
14:00-14:40	Korean Companies in South-east Asia and CSR	Professor Kim, Jung Hee (Nottingham University)
14:40-15:00	Excellent CSR Case in Vietnam	Director Kim, Kyung Kyu (Chang Shin Vietnam)
15:00-15:20	Coffee Break	
15:20-16:00	Changes and Responses in Labor Policies of Vietnam	Secretary Choi, Tae Ho (Korean Consulate General -Hochiminh)
16:00-16:40	Industrial Conflicts and Settlements	Professor Chae, Soo Hong (Chonbuk National University)
16:40-17:20	Economic Issues and Northern CSR in Vietnam	Chief Representative Shin, Seok Ki (KOTRA-Hanoi)
17:20-18:00	Q&A	
18:10	Closing Ceremony	

# 2013 국제학술대회

## 글로벌 창조경제를 위한 한국-베트남 CSR포럼

2013.6.24.-28, 베트남 호치민시

### 6월 25일(화)

- ◆ 일시: 2013. 6. 25(화) 11:40-18:10
- ◆ 장소: 인터콘티넨탈 호텔 그랜드볼룸
- ◆ 주최: 대한무역투자진흥공사, 한국국제경영학회, 노사발전재단
- ◆ 프로그램

	행사내용	비고
11:40-13:00	네트워크 오찬	
13:00-13:20	개회사/축사/환영사	
13:20-14:00	성공적 국제경영과 CSR	이재혁 교수(고려대)
14:00-14:40	동남아 한국기업과 CSR	김정희 교수(노팅엄대)
14:40-15:00	베트남 CSR 우수사례	김경규 이사(창신베트남)
15:00-15:20	휴식	
15:20-16:00	베트남 노동정책 변화와 대응	최태호노무관(주베트남대사관)
16:00-16:40	노사분쟁과 해결책	채수홍 교수(전북대)
16:40-17:20	베트남 경제이슈와 북부 CSR	선석기 관장(하노이무역관)
17:20-18:00	Q&A	
18:10	폐회	

한국국제경영학회(KAIB) · 한국국제경영관리학회(KAIBM)

# 2013 국제학술대회

2013.6.24.-28, 베트남 호치민시

6월 25일(화)

- ◆ 장소: 인터컨티넨탈 호텔
- ◆ 08:15-08:30 개막식 사회 박병일(한국외대)
- ◆ 08:30-09:50

Session 1: Global Marketing (Grand ballroom 1)		Chairperson: 김용준(성균관대)
발표자	논문제목	토론자
<b>한충민</b> (한양대) <b>김상묵</b> (대한무역투자진흥공사) <b>원성빈</b> (한양대 박사과정)	Psychic Distance and Its Relations with Korean Wave and Korean Image	<b>신형덕</b> (홍익대)
<b>이승연</b> (건국대) <b>김보영</b> (한양대) <b>이정열</b> (홍익대)	How do Economic, Cultural, and Global Distances Moderate the Effect of Customer's Experiences on Korean Food Evaluation?	<b>정창화</b> (고려대)
<b>문철주</b> (동아대) <b>김주원</b> (성균관대)	A Study on the Effect of Conspicuous Consumption in Chinese Consumers on Purchase Attitude toward Counterfeit Luxury Goods	<b>이다원</b> (숙명여대)
<b>김성호</b> (경남과학기술대)	A Study on Exploitation and Exploration Strategy of Green Supply Chain	<b>이병희</b> (한양대)
<b>유시용</b> (대림대)	The Effect of Perceived Quality on Experiential Value and on Satisfaction-	<b>박천우</b> (고려대)

Session 2: Global Management and Strategy (Phu Quoc 1) Chairperson: 백권호(영남대)		
발표자	논문제목	토론자
<b>이다원</b> <b>오준석</b> (숙명여대)	Localization Strategy of Using Technical Development ODA as Strategic CSR for Korean Domestic U-Turn and FDI Location Movement SMEs	<b>이건희</b> (영남대)
<b>이건희</b> (국민대)	Business Strategies of Korean SME's Advance in Vietnam: Case Study on ACE MACHINERY company	<b>박주희</b> (계명대)
<b>문희철</b> (충남대) <b>심상렬</b> (광운대)	Study on the Effect of Organization and Relationship Characteristics on the e-Trade Usage Level and Performance in Chinese SMEFs	<b>하태현</b> (우석대)
<b>전형구</b> (강동대)	A Study on the Jeju SamDaSoo into the Vietnam Market	<b>윤동진</b> (우석대)
<b>김학균</b> <b>김용준</b> <b>서현영</b> (성균관대)	Global Charitable Giving; Message Appealing Strategy	<b>김주원</b> (성균관대)

Session 3: Global Finance I (Phu Quoc 2) Chairperson: 이종우(인제대)		
발표자	논문제목	토론자
<b>노은영</b> (성균관대) <b>김용준</b> (성균관대) <b>김주원</b> (성균관대)	A Legal Study on Social Responsibility of Commercial Bank of China	<b>고경일</b> (백석대)
<b>박현수</b> (삼성경제연구소) <b>양오석</b> (한동대)	A Panel Analysis on Korea and Emerging Market Discount	<b>박영규</b> (성균관대)
<b>강신애</b> (서울과학기술대) <b>최향미</b> (상명대)	Recent Trends in International Finance	<b>김태중</b> (경희대)
<b>안종수</b> (강릉원주대)	Value Investing Based on Intrinsic Value	<b>오세경</b> (건국대)

◆ 10:00-10:10 Intermission

◆ 10:10-11:10

Session 4: Global Session(English Session) (Grand ballroom 1)		Chairperson: Shin, Geon Cheol (Kyunghee University)
발표자	논문제목	토론자
<b>Shin, Geon Cheol</b> (Kyunghee University))	Strategic Alliance: Its Behavior and performance	<b>Lee, Hyung Oh</b> (Sookmyung Women's University))
<b>Oh, Se Kyung</b> <b>Kim, Seong Woo</b> (Konkuk University)	Different Motives and Different Market Reactions to Convertible Bonds and Bonds with Warrants Issuance in Korea	<b>An, Chong soo</b> (Gangneung Wonju National University)
<b>Park, Young K.</b> (Sungkyunkwan University) <b>Binh, Ki Beom</b> (Myongji University)	Price Discovery and Volatility Transmissions in the Asian Major Currencies -Applications of Multivariate Rotated ARCH Model-	<b>OH, Joon Seok</b> (sookmyung Women's University)

Session 5: German Automotive Company Case (Phu Quoc 1)		Chairperson: 한충민(한양대)
발표자	논문제목	토론자
<b>정진섭</b> (충북대)	The Competitive Advantages of German Automotive Firms: Focused on Volkswagen	<b>박병일</b> (한국외국어대)
<b>이성봉</b> (서울여대) <b>이재혁</b> (고려대)	Competitiveness of German Automotive Industry: Cooperative Relationship between OEMs and Suppliers	<b>김태형</b> (대구카톨릭대)
<b>권종욱</b> (강원대) <b>전병준</b> (중앙대)	Training and Development Program of Volkswagen's Corporate University(AutoUni)	<b>박동수</b> (영남대)

Session 6: Global Finance II (Phu Quoc 2)		Chairperson: 문희철(충남대)
발표자	논문제목	토론자
김태중 이재호 (경희대)	A Study on the Impact of Exchange Risk Management Using Derivatives on Stock Prices of Listed Companies -Focused on Forward and KIKO-	양오석 (한동대)
윤종인 (백석대)	International Comparisons of Characteristics of Major Exchange Rates Using Jump-diffusion Process	강신애 (서울과학기술대)
김동순 노승재 (중앙대)	The Differential Stock Price Impact of Appointment or Dismissal of Outside Directors by Corporate Governance Quality of Korean Firms	정태영 (홍익대)

## - 목 차 -

■ 1. Successful International Business and CSR .....	3
- 발표자: 이재혁(고려대)	

## ◆ 논문발표 Session 1

### Session 1: Global Marketing (Grand ballroom 1)

사회자: 김용준 (성균관대)

■ 1. Psychic Distance and Its Relations with Korean Wave and Korean Image .....	15
- 발표자: 한충민(한양대), 김상묵(대한무역투자진흥공사), 원성빈(한양대)	
- 토론자: 신형덕(홍익대)	
■ 2. How do Economic, Cultural, and Global Distances Moderate the Effect of Customer's Experiences on Korean Food Evaluation? .....	25
- 발표자: 이승연(건국대), 김보영(한양대), 이정열(홍익대)	
- 토론자: 정창화(고려대)	
■ 3. A Study on the Effect of Conspicuous Consumption in Chinese Consumers on Purchase Attitude toward Counterfeit Luxury Goods .....	51
- 발표자: 문철주(동아대), 김주원(성균관대)	
- 토론자: 이다원(숙명여대)	
■ 4. A Study on Exploitation and Exploration Strategy of Green Supply Chain .....	69
- 발표자: 김성호(경남과학기술대)	
- 토론자: 이병희(한양대)	
■ 5. The Effect of Perceived Quality on Experiential Value and on Satisfaction- .....	85
- 발표자: 유시웅(대림대)	
- 토론자: 박천우(고구려대)	

## ◆ 논문발표 Session 2

### Session 2: Global Management and Strategy (Phu Quoc 1)

사회자: 백권호 (영남대)

- 1. Localization Strategy of Using Technical Development ODA as Strategic CSR for Korean Domestic U-Turn and FDI Location Movement SMEs ..... 101
  - 발표자: 이다원, 오준석(숙명여대)
  - 토론자: 이건희(영남대)
  
- 2. Business Strategies of Korean SME's Advance in Vietnam: Case Study on ACE MACHINERY company ..... 121
  - 발표자: 이건희(국민대)
  - 토론자: 박주희(계명대)
  
- 3. Study on the Effect of Organization and Relationship Characteristics on the e-Trade Usage Level and Performance in Chinese SMEFs ..... 143
  - 발표자: 문희철(충남대), 심상렬(광운대)
  - 토론자: 하태현(우석대)
  
- 4. A Study on the JeJu SamDaSoo into the Vietnam Market ..... 163
  - 발표자: 전형구(강동대)
  - 토론자: 윤동진(우석대)
  
- 5. Global Charitable Giving; Message Appealing Strategy ..... 185
  - 발표자: 김학균, 김용준, 서현영(성균관대)
  - 토론자: 김주원(성균관대)

## ◆ 논문발표 Session 3

### Session 3: Global Finance I (Phu Quoc 2)

사회자: 이중우 (인제대)

- 1. A Legal Study on Social Responsibility of Commercial Bank of China ..... 201
  - 발표자: 노은영, 김용준, 김주원(성균관대)
  - 토론자: 고경일(백석대)
  
- 2. A Panel Analysis on Korea and Emerging Market Discount ..... 213
  - 발표자: 박현수(삼성경제연구소), 양오석(한동대)
  - 토론자: 박영규(성균관대)
  
- 3. Recent Trends in International Business ..... 239
  - 발표자: 강신애(서울과학기술대), 최향미(상명대)
  - 토론자: 김태중(경희대)
  
- 4. Value Investing Based on Intrinsic Value ..... 253
  - 발표자: 안종수(강릉원주대)
  - 토론자: 오세경(건국대)

## ◆ 논문발표 Session 4

### Session 4: Global Session(English Session)(Grand ballroom 1)

**Chairperson: Shin, Geon Cheol (Kyunghee University)**

- **1. Strategic Alliance: Its Behavior and Performance ..... 269**
  - Presenter: Shin, Geon Cheol(Kyunghee University)
  - Discussant: Lee, Hyung Oh(Sookmyung Women's University)
  
- **2. Different Motives and Different Market Reactions to Convertible Bonds and Bonds with Warrants Issuance in Korea ..... 275**
  - Presenter: Oh, Se Kyung, Kim, Seong Woo(Konkuk University)
  - Discussant: An, Chong Soo(Gangneung Wonju National University)
  
- **3. Price Discovery and Volatility Transmissions in the Asian Major Currencies**
  - **Applications of Multivariate Rotated ARCH Model- ..... 307**
  - Presenter: Park, Young K(Sungkyunkwan University), Binh, Ki Beom(Myongji University)
  - Discussant: Oh, Joon Seok(Sookmyung Women's University)

## ◆ 논문발표 Session 5

### Session 5: German Automotive Company Case (Phu Quoc 1)

사회자: 한충민 (한양대)

- 1. The Competitive Advantages of German Automotive Firms:  
 Focused on Volkswagen ..... 323
  - 발표자: 정진섭(충북대)
  - 토론자: 박병일(한국외국어대)
  
- 2. Competitiveness of German Automotive Industry: Cooperative Relationship between  
 OEMs and Suppliers ..... 349
  - 발표자: 이성봉(서울여대), 이재혁(고려대)
  - 토론자: 김태형(대구카톨릭대)
  
- 3. Training and Development Program of Volkswagen's Corporate University  
 (AutoUni) ..... 361
  - 발표자: 권종욱(강원대), 전병준(중앙대)
  - 토론자: 박동수(영남대)

## ◆ 논문발표 Session 6

### Session 6: Global Finance II (Phu Quoc 2)

사회자: 문희철 (충남대)

- 1. A Study on the Impact of Exchange Risk Management Using Derivatives on stock Prices of Listed Companies -Focused on Forward and KIKO- ..... 409
  - 발표자: 김태중, 이재호(경희대)
  - 토론자: 양오석(한동대)
  
- 2. International Comparisons of Characteristics of Major Exchange Rates Using Jump-diffusion Process ..... 431
  - 발표자: 윤종인(백석대)
  - 토론자: 강신애(서울과학기술대))
  
- 3. The Differential Stock Price Impact of Appointment or Dismissal of Outside Directors by Corporate Governance Quality of Korean Firms ..... 445
  - 발표자: 김동순, 노승재(중앙대)
  - 토론자: 정태영(홍익대)

## 한국-베트남 CSR포럼

- 1. Successful International Business and CSR ..... 3
  - 발표자: 이재혁(고려대)



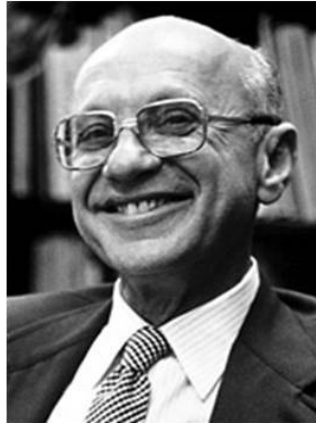
# 성공적 국제경영과 CSR

이재혁 교수

고려대 경영대학  
jayrhee@korea.ac.kr

**“기업의 사회적 책임”(CSR)을 들었을 때  
가장 먼저 떠오르는 이미지는?**

## **“The business of business is business”**



**Milton Friedman**  
***The New York Times Magazine***  
***September 13, 1970***

3



**“We don’t own the factories.  
We don’t control what goes on there.”**

**- Todd McKean, Nike Director, 2001**



4

## CSR의 정의 및 개념

- **주요개념**
  - 사회에 대한 기업의 책임 있는 경영활동을 뜻하며, 기업의 활동으로 인해 발생하는 사회와 환경에 대한 영향에 대해 기업이 투명하고 윤리적인 방법으로 책임을 지는 것 (ISO 26000)
  - 기업이 경제적 가치는 물론 사회 전반의 이익을 위해 환경적, 사회적 가치를 함께 추구하여 발전의 지속성(Sustainability)을 유지하고자 하는 것
- **관련개념**
  - 기업활동의 사회적 정당성(Social Legitimacy)

5

## CSR과 “기업”의 범위 및 개념 변천

- 환경변화에 따른 시대적 변천



6

## 이해관계자



7

## 국제경영의 주요 환경변화

- SNS시대의 도래
- 공개된 사회: “범세계적 금붕어 어항”
  - 일거수일투족이 모두 노출되는 세상
  - 기업이미지와 브랜드가치에 대한 기회 및 위협



8

## 국제경영의 주요 환경변화

- 글로벌 시대의 명암
- 다국적 기업에 대한 관심 집중
  - 자체 경영활동
  - 주로 개도국의 공급업체가 초래하는 문제에 대한 대처 방법



9

## 국제경영에 대한 시사점: 실무적

- Visible targets for policy-makers and non-governmental organizations (NGOs)
  - “Pollution havens” (Daly, 1994; King & Shaver, 2001)
  - “Race to the bottom” (Korten, 1995)
  - blacklist of water polluters in China (*China Daily*, 2007)
  - face more labor lawsuits (Mezias, 2002)



10

## 국제경영에 대한 시사점: 학문적

- CSR를 통해 외국인비용 (Liabilities of foreignness) 상쇄의 가능성
  - 외국인 비용
    - 현지기업에 비해 외국기업이 직면하는 불리함
    - 이러한 불리함을 상쇄시킬 수 있는 “기업” 특유의 경쟁우위 필요
      - technology and marketing skills, international experience, etc
        - » 전제조건 (혹은 가정): “readily transferable within the firm and across distances”
        - » 현실: “location-bound” characteristics
  - CSR as “non-location-bound” characteristics associated with a firm (not its specific products in specific locations)



11

## 성공적 국제경영을 위한 대처방안

- CSR에 대한 사고의 전환
  - “선을 행하기 위해 좋은 일은 한다”  
(Doing Good to Do Good)
  - “경영을 잘 하기 위해서 좋은 일을 한다”  
(Doing Good to Do Well)
  - “CSR를 경쟁우위의 확보방안으로 활용” (Porter, 2006)



12

## 성공적 국제경영을 위한 대처방안

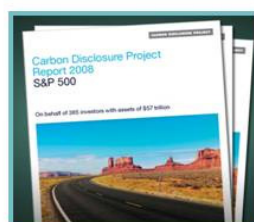
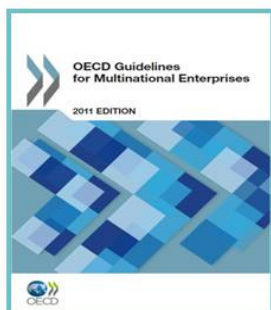
- CSR를 전략적으로 활용
  - “기업의 사회적 책임활동은 전략적이어야 한다” (GE Jeffrey Immelt, 2010)
  - 핵심사업과의 연계
  - 경쟁환경에서 기업역량을 활용하려는 전략적 접근방식



13

## 성공적 국제경영을 위한 대처방안

- CSR 관련 국제기준의 숙지
  - 과거에는 과거에는 인권, 환경, 노동환경 등 특정이슈에 집중했지만, 최근에는 환경, 사회, 경제 측면이 통합된 지속가능성에 관심 대두



14

## ISO 26000

- 2011년 11월 국제표준화기구 (ISO) 가 공표한 CSR에 대한 표준 가이드라인
  - 기업활동과 관련된 표준화 대상의 확대 및 발전의 일환



- 사회적 책임과 관련된 7대 핵심주제  
지배구조, 인권, 노동관행, 환경, 공정운영관행, 소비자 권리보호, 공동체 참여와 발전

15

## ISO 26000의 의의

- 소송의 근거를 제공하지는 않지만, 국제적인 규약으로 발전하여 비관세 무역장벽으로 작용할 가능성 존재
- 활용방안
  - 기업투자와 평가 시 주요 지표
  - 소비자단체 및 NGO의 모니터링 활동의 기준
  - 정부 조달/포상/세금감면/우선구매/우대금리 적용기준 등

16

## 성공적 국제경영을 위한 대처방안

- CSR 평가의 적극적 활용
  - 사회적 역할과 관련된 보고서가 없는 기업을 ‘불투명’ 혹은 ‘믿지 못할 대상’으로 의심
    - 평가기관 자체의 증가 (국제기관, 컨설팅기관, NGO등)
    - 이해관계자들의 관심 유도



17

## CSR 평가의 주요 지표

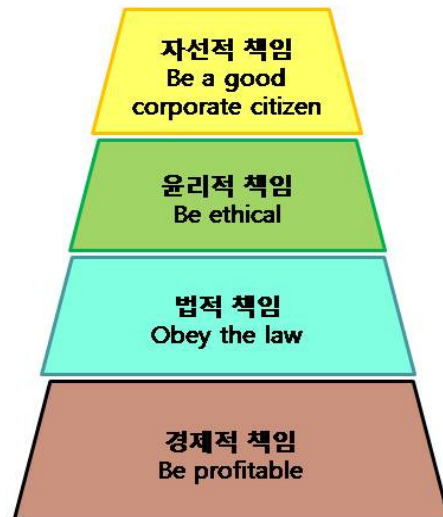
- Triple Bottom Line (TBL)과 3P
- "Bottom Line"
- 3P
  - Profit : 경제 (수익)
  - Planet : 환경 (지구)
  - People : 사회 (인간)
- 의의
  - 재무적 손익계산서에서만 아니라 사회적 손익계산서와 환경적 손익계산서에서도 우수해야 "지속가능성" (Sustainability)



18

## CSR에 대한 찬반론 및 인식단계

- 부정적 견해
- 긍정적 견해
- Carroll (1991)의 피라미드 모형



19

## 仁者安仁 智者利仁

어진 사람은 仁을 편하게 생각하지만  
지혜로운 사람은 仁을 활용한다

## Doing Well by Doing Good

선을 행하면서 이윤을 추구한다

## 논문발표 Session 1

### Session 1: Global Marketing (Grand ballroom 1)

사회자: 김용준 (성균관대)

- 1. **Psychic Distance and Its Relations with Korean Wave and Korean Image** ..... 15
  - 발표자: 한충민(한양대), 김상묵(대한무역투자진흥공사), 원성빈(한양대 박사과정)
  - 토론자: 신형덕(홍익대)
  
- 2. **How do Economic, Cultural, and Global Distances Moderate the Effect of Customer's Experiences on Korean Food Evaluation?** ..... 25
  - 발표자: 이승연(건국대), 김보영(한양대), 이정열(홍익대)
  - 토론자: 정창화(고려대)
  
- 3. **A Study on the Effect of Conspicuous Consumption in Chinese Consumers on Purchase Attitude toward Counterfeit Luxury Goods** ..... 51
  - 발표자: 문철주(동아대), 김주원(성균관대)
  - 토론자: 이다원(숙명여대)
  
- 4. **A Study on Exploitation and Exploration Strategy of Green Supply Chain** ..... 69
  - 발표자: 김성호(경남과학기술대)
  - 토론자: 이병희(한양대)
  
- 5. **The Effect of Perceived Quality on Experiential Value and on Satisfaction-** ..... 85
  - 발표자: 유시웅(대림대)
  - 토론자: 박천우(고구려대)



# 심리적 거리가 한류와 한국 국가이미지에 미치는 영향

## Psychic Distance and Its Relations with Korean Wave and Korean Image

한충민 (한양대 교수)<sup>1)</sup>

김상묵 (대한무역투자진흥공사)

원성빈 (한양대 박사과정)

### I. 연구의 목적

최근 한류가 전 세계적으로 확산되고 있다. 장르 면에서 다양화되고 있고 있으며, 특히 지리적으로 아시아 지역으로 한정되었던 현상이 글로벌화되고 있는 추세를 보이고 있다. 동시에 한국의 국가이미지도 개선되고 있는 추세를 보이고 있다. 국가이미지 개선은 단순한 한류의 확산 뿐만 아니라 우리나라의 제품 수출 확대 그리고 다양한 국제 교류에 의해 나타나는 것으로 해석되고 있다.

이러한 한류와 한국 이미지의 글로벌화 추세에 따라 새로운 학술적인 관심이 발생할 수밖에 없다. 즉 한류와 한국 이미지가 국가별로 어떻게 확산되고 있는가에 관한 이론적 설명이 필요하다. 이와 관련하여 우선적으로 국가 간의 차이를 어떻게 설명해야 하는가에 대한 이론적 고찰이 필요하다. 이에 관한 학술적 연구는 거의 전무한 것으로 평가되고 있다. 따라서 본 연구는 이러한 국가 간 차이를 국제경영학 이론적 관점에서 설명하고자 하는 것이다.

국제경영학 분야에서 국가 간 차이를 설명하는 대표적인 변수로서 심리적 거리 (psychic distance)가 제시될 수 있다. 심리적 거리는 Johanson and Wiedersheim-Paul (1975), Johanson and Vahlne (1977)의 연구 등, Uppsala 학파 학자들의 연구에 의해 이루어져 현대 국제경영학의 주요한 연구 과제로 인정받고 있다 (Sousa and Lages 2011).

심리적 거리는 그 후 다양한 학자에 의해 문화적 거리, 지리적 거리 그리고 경제적 거리로 구체화되고 연구되어 왔다. 따라서 본 연구에서 문화적 거리, 지리적 거리 그리고 경제적 거리로 조작화된 심리적 거리를 통해 한류 및 한국 이미지의 국가 간의 차이를 실증적으로 분석하고자 한다. 구체적인 연구 목적은 다음과 같다.

- ① 한국과의 문화적 거리를 통해 한류 선호도 및 한국 이미지의 국가 간 차이 검증.
- ② 한국과의 지리적 거리를 통해 한류 선호도 및 한국 이미지의 국가 간 차이 검증.
- ③ 한국과의 경제적 거리를 통해 한류 선호도 및 한국 이미지의 국가 간 차이 검증.

1) cmhlab@hanyang.ac.kr, 02-2220-1066.

## II. 이론적 배경 및 연구가설

### 1. 이론적 배경 - 심리적 거리

심리적 거리(psychic distance)의 개념은 지리적 요인으로 인한 운송비나 관세와 같은 경제적 거리가 국제 무역관계에 미치는 영향에 대한 Beckerman (1956)의 연구에서 처음으로 소개되었다. 이 후 심리적 거리는 Johanson and Wiedersheim-Paul (1975), Johanson and Vahlne (1977)의 연구 등, Uppsala 학파 학자들의 연구에 의해 국제 경영학 상의 주요한 연구 과제로서 주목받게 되었다 (Sousa and Lages 2011).

Uppsala 학파 학자들은 심리적 거리를 기업과 시장 간의 원활한 정보 흐름을 막는 장애요인으로 설명하고 있다. 이러한 심리적 거리는 언어, 문화, 정치제도, 교육수준, 산업 발달 수준 등의 차이 및 지리적 거리에 의해 발생한다 (Johanson et al. 1975). 심리적 거리로 인해 발생하는 정보의 부족은 기업의 국제적 발전과정에 중요한 걸림돌이 될 수 있는 것으로 보고되고 있다 (Johanson et al. 1977). 따라서 기업들은 모국과 유사한 것으로 판단되는 근접국가에 먼저 진출한 후, 경험에 의해 다른 지역과의 심리적 거리가 줄어들게 되면 보다 원거리 국가로 진출하는 경향을 보인다.

한편, 심리적 거리가 기업의 성과와 반드시 부(負)의 관계를 형성하는 것은 아니라는 소위, ‘심리적 거리 역설 (psychic distance paradox)’ 주장도 제기되고 있다. 기업은 원거리 시장에서 국가 간 차이를 극복하기 위해 현지 시장 조사 및 현지화에 적극 노력하기 때문에 오히려 좋은 성과를 보일 수도 있다는 것이다 (Evans and Mavondo 2002).

심리적 거리는 일반적으로 국가 간의 지각된 차이로 측정되는데, 선행 연구에서는 그 기준으로 문화적, 지리적, 경제적, 관리적 거리가 사용되고 있다 (Ghemawat 2001). 구체적으로 다음과 같다.

#### 문화적 거리

문화적 거리는 국가 간의 문화적 규범의 차이를 의미한다 (Kogut and Singh 1988). 국가 간의 문화적 차이는 정보의 흐름 즉, 해당 국가에 대한 학습에 부정적 영향을 미칠 수 있다 (Sousa and Bradley 2008).

문화적 거리의 조작화와 관련하여 Kogut and Singh (1988)이 유용한 지수를 제안한 바가 있다. Kogut and Singh index는 Hofstede (1980)가 제시한 네 가지 문화적 차원을 이용하여 개발된 지수로서 구체적으로 다음과 같다.

$$CD_j = \sum_{i=1}^4 \{(I_{ij} - I_{ik})^2 / V_i\} / 4 \quad (1)$$

$I_{ij}$ : j국가의 i번째 차원, k: Korea,

$V_i$ : 측정 국가들의 각 차원별 분산

Kogut and Singh index로 측정된 문화적 거리는 해외 시장 진입 모드에 유의한 영향을 미치는 것으로 보고되었다 (Kogut et al. 1988). 한편, 후행 연구에서는 이에 반하는 연구 결과가 보고되기도 하였다. 예를 들어 기업의 재무적, 전략적 성과 (Evans et al. 2002), 국가 간 교역량 (Dow and Karunaratna 2006),

그리고 R&D 파트너 선택 (Angue and Mayrhofer 2010)에 관한 연구들에서는 Kogut and Singh index가 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 보고되고 있다. 종합하면, Kogut and Singh index로 측정된 문화적 거리의 설명력은 명확하지 않은 것으로 평가되고 있다.

### 지리적 거리

지리적 거리도 심리적 거리의 구성 요인으로 지적되고 있다. 지리적으로 거리가 멀수록 의사소통 비용이 높아져 정보의 교류가 어려워질 수 있기 때문이다 (Johanson et al. 1975). 따라서 지리적 거리가 큰 국가들 간에는 심리적 거리 또한 크게 나타나는 경향이 있는 것으로 보고되고 있다(Hakanson and Ambos 2010).

국가 간의 지리적 거리는 국가 수도 간의 실제 거리를 측정하거나 주요 항구 도시간의 거리를 측정하여 사용된다. 지리적 거리는 수출 대상국 선택 (Brewer 2007), 해외 R&D 파트너 선택 (Angue et al. 2010)에 유의한 영향을 미치는 것으로 보고되었다.

### 경제적 거리

경제적 거리는 국가 간의 경제적 수준, 사용 가능한 천연자원, 재무자원, 인적자원 등의 경제적 격차를 의미한다 (Ghemawat 2001). 경제적 격차가 큰 국가 간에는 산업 구조 및 교육 환경이 다르기 때문에 국가 간 기업 구성원의 업무 특성이나 의사소통 방법에 차이가 존재한다. 결과적으로 이러한 차이는 국가 간의 사업환경 및 규범의 이질화를 불러일으키고, 이는 양국의 기업 간 정보 흐름을 저해한다 (Dow et al. 2006). 따라서 국가 간의 경제적 격차가 심화되면 심리적 거리 또한 증가하는 경향을 보이는 것으로 보고되고 있다 (Hakanson et al. 2010).

국가 간의 차이와 마찬가지로 국가별 경제적 발전 수준 자체도 심리적 거리에 영향을 미치는 경제적 요인으로 주장되고 있다. 경제적 발전수준이 높은 국가들에서는 해외 시장에 대한 정보를 수집하고 분석하기 위한 기반 시설들이 잘 발달되어 있는 경향이 있다. 이에 따라 경제적 발전도가 높은 국가들에서는 상대국에 대한 심리적 거리가 감소될 수 있다는 것이다 (Brewer 2007).

경제적 거리는 1인당 GDP 또는 HDI 지수 (human development index) 및 격차를 통해 측정하거나, 국가 간 교역량을 이용하여 측정하기도 한다. 경제적 거리는 국가 간 교역량 (Dow et al. 2006), 해외 R&D 파트너 선택 (Angue et al. 2010), 수출 기업의 국제 마케팅 전략 (Sousa et al. 2011)에 유의한 영향을 미치는 것으로 보고되었다.

### 관리적 거리

관리적 거리도 심리적 거리의 요인으로 지적되고 있다. 관리적 거리는 과거 식민지 관계, 정치적 연합가입 여부, 또는 국가 간 정부 정책 및 법률 구조의 차이로 측정된다 (Ghemawat 2001). 이와 같이 정치적 및 규제 환경의 차이는 기업과 상대국 정부 간의 의사소통 비용을 증가시키기 때문에 심리적 거리를 증가시키는 요인이 되는 것으로 보고되고 있다 (Hakanson et al. 2010). 관리적 거리는 기업의 재무

적, 전략적 성과 (Evans et al. 2002), 국가 간 교역량 (Dow et al. 2006), 해외 R&D 파트너 선택 (Angue et al. 2010)에 유의한 영향을 미치는 것으로 보고되었다.

이상에서 언급된 심리적 거리의 주요한 구성 요소들에 대한 주요 선행 연구와 측정 방법을 표로 정리하면 다음의 <표 1>과 같다.

<표 1> 심리적 거리에 대한 주요 선행 연구 및 측정 방법

연 구	심리적 거리 조작화	종속변수	결 과
Kogut and Singh (1988)	• 문화적 거리: Kogut and Singh Index	미국 시장에 진출한 228개 다국적 기업의 진입방법	• 가설이 지지됨: 문화적 거리가 커질수록 인수보다 합작 투자가 선호됨.
Evans and Mavondo (2002)	• 문화적 거리: Kogut and Singh Index • 사업적 거리: 법률 및 정치적 제도, 경제 환경, 시장 구조, 사업 관행, 언어	204개 다국적 기업의 재무적, 전략적 성과	• 심리적 거리의 역설적 효과가 발견됨 -심리적으로 거리가 먼 국가에서 기업의 재무적 성과와 전략적 효율성이 높아짐
Dow and Karunaratna (2006)	• 문화적 차이: Kogut and Singh Index 및 Hofstede의 5가지 dimension 별 차이를 측정 • 산업 발전 수준: 1인당 GDP, 에너지 소비량 및 차량 소유자수, GDP내 농업, 생산직 근로자 비율, 도시화 정도, 커뮤니케이션 발전 수준차이 • 정치 구조 차이: 국가 간 POLCON 지수의 격차 (Henisz 2000). • 언어 차이, 교육 수준의 차이, 종교적 차이, 표준 시간대의 차이, 과거 식민지 관계 유무	국가 간 교역량	• 유의한 변수: 교육 수준, 정치 구조, 종교, 식민지 관계 유무, 언어, 산업 발달 수준, 표준 시간대의 차이 • 유의하지 않은 변수: 문화적 차이
Brewer (2007)	• 상업적 관계: 상호간 교역량, 해외 투자액 • 정치적 관계: 무역협정, 지원사업의 가치, 대외통상조직의 수 • 역사적 관계: 식민지 관계, 전쟁 관계 • 지리적 관계: 국가 간 가장 가까운 주요 항구 도시 간의 물리적 거리 • 사회적 관계: 문화적 유사성(Fletcher and Bohn 1998), 국가 간 스포츠 경기 종목 수, 언어적 유사성 • 정보적 관계: 특정 국가에 대한 2차 자료의 유용성 및 상대국 거주 이민자 및 방문자 수 • 발전도: HDI 지수, 부정부패 정도	수출업자 수로 측정된 수출 규모	• 심리적으로 가까운 국가에 대한 수출 규모가 큰 것으로 나타남.
Hakanson and Ambos (2010)	• 문화적 거리: Kogut and Singh Index • 지리적 거리: 각 국 수도간의 물리적 거리 • 정치적 거리: 정치적 경쟁관계, 정부의 우수성 • 경제적 거리: 국가 간 1인당 GDP 차이 및 1인당 GDP • 언어적 거리	25개국 간의 심리적 거리	• 유의한 변수: 지리적 거리, 경제적 거리, 문화적 거리, 정치적 거리, 언어적 거리 • 심리적 거리는 모든 요인들의 복합적인 효과에 의해 영향을 받는 것으로 나타남
Angue and Mayrhofer (2010)	• 문화적 거리: Kogut and Singh Index • 지리적 거리: 각 국 수도간의 물리적 거리 • 경제적 거리: 1인당 GNP, HDI 지수, 수출량 의 국가	유럽의 1502개 다국적 기업이 국제적 R&D	• 관리적, 지리적, 경제적, 기술적 거리는 유의한 영향을 미친 반

	간 격차 • 기술적 거리: GDP에 대한 정부 R&D투자액 비율, 국가 혁신 역량, 첨단기술 개발 및 전파 정도, biotech 기업의 수, biotech 특허 출원 수의 국가 간 격차 • 관리적 거리: IPR, 법률, 규제, 정치적 위험에 관한 국가 간 격차와 경제구역 가입 유무	파트너로써 선택한 대상 기업의 국적	면에 문화적 거리는 영향이 없음.
Sausa and Lages (2011)	• 국가 거리: 국가 별 경제적, 산업적 발전 수준, 커뮤니케이션 기반 시설, 마케팅 기반 시설, 기술 요건, 시장 경쟁력, 법률 규정 • 사람 거리: 1인당 소득, 소비자의 구매력, 생활방식, 소비자 기호, 문맹률 및 교육 수준, 언어, 문화적 가치, 신념, 태도, 전통	수출기업의 해외 제품, 촉진, 가격 및 유통 전략의 현지화 정도	• 국가 거리와 사람 거리가 큰 시장에서는 마케팅의 현지화 정도가 높은 것으로 나타남.

## 2. 연구 가설

본 연구의 목적은 심리적 거리가 해외 소비자들의 한류 선호도와 한국의 국가이미지와의 관계를 분석하는 것이다. 즉 우리나라와의 심리적 거리에 따라 국가별 한류 선호도와 한국의 국가 이미지가 달라질 수 있음을 검증하고자 한다. 이는 다음의 두 가지 이론적 근거에 바탕한다.

첫째, 원활한 정보의 흐름과 한류 선호도 및 한국의 국가이미지에 대한 관계는 단순 노출 효과(mere exposure effect)에 의해 설명될 수 있다. 단순 노출 효과란 반복적으로 노출된 대상에 대해 선호도가 향상되는 심리학적 현상을 의미한다 (Zajonc 1968). 단순 노출 효과는 실증적으로 여러 선행 연구들에 의해서 뒷받침되었다 (Harmon-Jones and Allen 2001; Zajonc 2001; Tom, Nelson, Srzentic and King 2007). 따라서 한국에 대한 심리적 거리가 낮은 국가의 사람들은 의사소통이나 정보교환의 용이성에 의해 한국에 대한 노출 정도가 높을 것이며, 이는 한류와 한국이라는 국가에 대한 호감도로 이어지는 경향을 보일 수 있다.

둘째, 심리적 거리의 영향은 Tajfel (1982)의 사회 정체성 이론으로 설명될 수 있다. 사회정체성 이론에 의하면 인간은 동질감을 느끼는 사람들인 내집단(in-group)과 그렇지 않은 것으로 지각하는 외집단(out-group)을 구분하는 경향을 보인다. 이에 따라 상대적으로 내집단과 관련 대상을 호의적으로 인식하는 반면 외집단에 대해서는 반대의 경향을 보이는 내집단 편파(in-group bias)현상이 나타나는 것으로 보고되었다 (Aberson, Healy, and Romero 2000).

특정 국가 및 관련 대상에 대한 개인의 인식도 유사한 경향을 보일 수 있다. 심리적 거리가 낮은 국가, 즉 국가적 특성이 모국과 유사하다고 느끼는 국가를 내집단으로 지각하고 그 국가와 관련 대상에 대해 우호적인 태도를 보이는 경향이 있을 수 있다. 이를 지지해주는 선행연구로서, Oberecker, Riefler, and Diamantopoulos (2008; 2011)에서는 소비자가 유사한 문화적 배경을 가진 국가의 제품에 대해 친밀감을 보이는 경향이 있다고 연구 결과를 발표한 바가 있다. 따라서 심리적 거리가 낮은 국가와 그 대상에 대해서 높은 수준의 유사성을 인식하고, 이에 따라 호의적인 태도를 보일 가능성이 높다.

종합하면, 한국에 대한 심리적 거리가 낮은 환경이 유사한 국가에서는 한국의 국가 이미지가 좋고 관련 대상인 한류에 대한 선호도가 높을 것으로 예상된다. 이와 같은 논리에 의해서 심리적 거리의 구성요소에 관한 다음과 같은 가설이 도출될 수 있다.

가설1: 문화적 거리가 낮은 국가에서 한류에 대한 선호도가 높을 것이다.

가설2: 지리적 거리가 낮은 국가에서 한류에 대한 선호도가 높을 것이다.

가설3: 경제적 거리가 낮은 국가에서 한류에 대한 선호도가 높을 것이다.

가설4: 문화적 거리가 낮은 국가에서 한국 이미지가 좋을 것이다.

가설5: 지리적 거리가 낮은 국가에서 한국 이미지가 좋을 것이다.

가설6: 경제적 거리가 낮은 국가에서 한국 이미지가 좋을 것이다.

### III. 연구 방법

#### 1. 변수의 조작적 정의 및 자료 수집

본 연구에서는 국가별 한류 선호도 및 한국 이미지 차이에 영향을 미치는 심리적 거리로 문화적, 지리적, 경제적 거리를 측정하였다. 관리적 거리는 조작적 정의가 명확하지 않고, 그 효과가 불투명한 점이 있어 (Evans et al. 2002), 본 연구에서 제외되었다. 먼저, 심리적 거리 변수의 측정 및 조작적 정의에 대해 정리하면 다음의 <표 2>와 같다.

<표 2> 심리적 거리 변수의 측정 및 조작적 정의

측정치	조작화	자료
문화적 거리	• Kogut and Singh index (Kogut et al. 1988)	Hofstede (2001)
지리적 거리	• 한국과 28개국 수도간의 거리(km)에 로그를 취함 (Hakanson et al. 2010)	CEPII (Centre d'études prospectives et d'informations internationales) (2011) <sup>2)</sup>
경제적 거리	• 국가별 경제 발전 수준: 28개국의 GDP와 HDI 지수 (Hakanson et al. 2010)	GDP (IMF 2011), HDI 지수 (UNDP 2011) <sup>3)</sup>
	• 한국과의 경제적 격차: 한국의 GDP 및 HDI 지수와 28개국 국가별 수치의 차이에 절댓값을 취하여 사용 (Hakanson et al. 2010)	
	• 한국의 국가별 교역규모 및 수출규모: 28개국의 국가별 인구수 대비 1인당 교역량 및 수출량 (Angue et al. 2010)	교역 및 수출규모 (KITA 2011) 국가별 인구수 (World Bank 2011)

2) Mayer, T. and S. Zignago (2011), Notes on CEPII's distances measures: The GeoDist database, CEPII Working Paper 2011-25.

결과변수인 한류 선호도와 한국 이미지에 대한 인식을 파악하기 위한 연구 표본은 대한무역투자진흥공사 (KOTRA)의 설문조사에 발표된 자료를 이용하였다. 이 자료는 아시아대양주, 미주, 유럽, 중동아프리카의 28개국 15070명을 대상으로 수집되었다.

한류에 대한 선호도는 “한국의 전통문화를 선호하는가,” “한국의 드라마를 선호하는가,” “한국의 영화를 선호하는가,” 그리고 “한국의 대중음악을 선호하는가”의 4개 문항에 의해 측정되었다.

한국의 국가 이미지는 “나는 한국을 좋아한다 (like),” “나는 한국을 칭찬한다 (admire),” 그리고 “나는 한국을 존중한다 (respect)”의 3개 문항을 통해 측정되었다. 한류 선호도와 한국 이미지의 측정에서 모두 리커트 7점 척도가 사용되었다.

## 2. 분석 방법

본 연구에서는 28개국의 국가별 한류 선호도와 한국 이미지에 대한 심리적 거리 변수들의 영향력을 살펴보기 위해 단순 회귀분석을 실시하였다. 이는 본 연구에서 회귀분석을 위한 표본수가 28개국으로 제한적이었으며, 통상적으로 표본수가 30에 미치지 못할 경우에는 단순 회귀분석을 실시하는 것이 효과적 분석방법이기 때문이다 (Hair, Black, Babin, and Anderson 2010, pp. 174). 제한적인 표본의 수로 다중 회귀분석을 실시할 경우, 추정 회귀계수의 표준오차가 커지기 때문에 신뢰구간에 ‘0’이 포함되는 표본추출상의 오류를 범할 가능성이 높아지게 된다. 반면에 표본의 수가 커질 경우, 회귀계수의 표준오차가 감소하게 되고 이에 따라 분석의 정밀성이 높아지게 된다 (Hair et al. 2010, pp. 194). 따라서 본 연구에서는 연구 가설을 검증하기 위해 개별 변수를 대상으로 단순 회귀분석을 실시하였다. 또한 단순 회귀분석 결과 통계적으로 유의하게 나타난 변수들을 대상으로 상대적으로 설명력이 강한 변수를 알아보기 위해 단계적 회귀분석을 실시하였다.

3) United Nations Development Programme (2011), Sustainability and Equity: A Better Future for All, Human Development Report 2011

## 참고문헌

- 한홍석 (2005), 「한류 현상으로 본 중국에서의 한국 대중문화 수용」, 『국제지역연구』, 9(1), pp. 1-21.
- 허진 (2002), 「중국의 한류현상과 한국드라마 수용에 관한 연구」, 『한국방송학보』, 제16권, 제1호, pp. 496-529.
- 한충민·진희·이상엽 (2011), 「한류가 한국 화장품 브랜드의 이미지에 미치는 영향: 한류 광고 vs. 국가이미지 효과」, 『경영학연구』, 제40권, 제4호, pp. 1055-74.
- \_\_\_\_\_ (2011), 『글로벌리제이션과 지역브랜드: 국가와 도시도 브랜드화가 가능한가?』, 한양대학교 출판부.
- Aberson, C. L., M. Healy, and V. Romero (2000), "Ingroup Bias and Self-Esteem: A Meta Analysis," *Personality and Social Psychology Review*, Vol. 4, No. 2, pp. 157-173.
- Angue, K. and U. Mayrhofer (2010), "International R&D Cooperation: The Effects of Distance on the Choice of the Country of Partners," *M@n@gement*, Vol. 13, No. 1, pp. 1-37.
- Beckerman, W. (1956), "Distance and the Pattern of Intra-European Trade," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 38, No. 1, pp. 31 - 40.
- Brewer, P. A. (2007), "Operationalizing Psychic Distance: A Revised Approach," *Journal of International Marketing*, Vol. 15, No. 1, pp. 44-66.
- Dow, D. and A. Karunaratna (2006), "Developing a Multidimensional Instrument to Measure Psychic Distance Stimuli," *Journal of International Business Studies*, Vol. 37, No. 5, pp. 578-602.
- Evans, J. and F. T. Mavondo (2002), "Psychic Distance and Organizational Performance: An Empirical Examination of International Retailing Operations," *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, No. 3, pp. 515-532.
- Fletcher, R. and J. Bohn (1998), "The Impact of Psychic Distance on the Internationalization of the Australian Firm," *Journal of Global Marketing*, Vol. 12, No. 2, pp. 47-68.
- Ghemawat, P. (2001), "Distance Still Matters: The Hard Reality of Global Expansion," *Harvard Business Review*, Vol. 79, pp. 137 - 147.
- Hair, J. F., W. C. Black, B. J. Babin, and R. E. Anderson (2010), *Multivariate Data Analysis: A Global Perspective*, 7th ed., New Jersey, Pearson Education.
- Hakanson L. and B. Ambos (2010), "The Antecedents of Psychic Distance," *Journal of International Management*, Vol. 16, pp. 195-210.
- Harmon-Jones E. and J. J. B. Allen (2001), "The Role of Affect in the Mere Exposure Effect: Evidence from Psychophysiological and Individual Differences Approaches," *Personality and Social Psychology Bulletin*, Vol. 27, No. 7, pp. 889-898.

- Henisz, W. J. (2000) "The Institutional Environment for Economic Growth," *Economics and Politics*, Vol. 12, No. 1, pp. 1-31.
- Hofstede, G. (1980), *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*, Beverly Hills: Sage Publications.
- Hofstede, G. (2001), *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations*, 2nd ed., Thousand Oaks, California: Sage Publications, Inc.
- Jaffe, E. D. and Nebenzahl, I. D. (2006). *National Image and Competitive Advantage: The Theory and Practice of Place Branding*, 2nd ed. Copenhagen: Copenhagen Business School Press.
- Johanson, J. and F. Wiedersheim-Paul (1975), "The Internationalization of the Firm: Four Swedish Cases," *Journal of Management Studies*, Vol 12, No. 3, pp. 305-322.
- Johanson, J. and J. E. Vahlne (1977), "The Internationalization Process of the Firm: A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments," *Journal of International Business Studies*, Vol. 8, No. 1, pp. 23 - 32.
- Kogut, B. and H. Singh (1988), "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode," *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, No. 3, pp. 411-432.
- Mayer, T. and S. Zignago (2011), "Notes on CEPII's distances measures: The GeoDist database," *CEPII Working Paper 2011-25*.
- Oberecker, E. M., P. Riefler, and A. Diamantopoulos (2008), "The Consumer Affinity Construct: Conceptualization, Qualitative, Investigation, and Research Agenda," *Journal of International Marketing*, Vol. 16, No. 3, pp. 23-56.
- Oberecker, E. M. and A. Diamantopoulos (2011), "Consumers' Emotional Bonds with Foreign Countries: Does Consumer Affinity Affect Behavioral Intentions?" *Journal of International Marketing*, Vol. 19, No. 2, pp. 45-72.
- Sousa, C. and F. Bradley (2008), "Cultural Distance and Psychic Distance: Refinements in Conceptualization and Measurement," *Journal of Marketing Management*, Vol. 24, No. 5-6, pp. 467-488.
- Sousa, C. and L. F. Lages (2011), "The PD Scale: A Measure of Psychic Distance and Its Impact on International Marketing Strategy," *International Marketing Review*, Vol. 28 No. 2, pp. 201-222.
- Tajfel, H. (1982), "Social Psychology of Intergroup Relations," *Annual Review of Psychology*, Vol. 33. pp. 1-39.
- Tom, G., C. Nelson, T. Srzentic, and R. King (2007), "Mere Exposure and the Endowment Effect on Consumer Decision Making," *The Journal of Psychology*, Vol. 141, No. 2, pp. 117-125.
- United Nations Development Programme (2011), "Sustainability and Equity: A Better Future for All," *Human Development Report 2011*.
- Zajonc, R. B. (2001), "Mere Exposure: A Gateway to the Subliminal," *American Psychological Society*, Vol. 10, No. 6, pp. 224-228.



## How do Economic, Cultural, and Global Distances Moderate the Effect of Customer's Experiences on Korean Food Evaluation?

**Presenter : Seung-yon Lee (Konkuk University, Korea)**

**Co-Authors : Renee Boyoung Kim (Hanyang University, Korea)**

**Jeoung Yul Lee (Hongik University, Korea)**

### ABSTRACT

While Japan, Thailand, Italy, France, and China are competing for the global food markets with their ethnic foods, Korea also strives to enter the global food markets aiming at the position of global top 5 cuisines with its Korean traditional item. However, its marketing strategy for exportation and localization is still under development after 5 years of the attempt of Korean foods globalization. At this point in time this article tries to verify the facts that the customer's experience elements should be dealt with the target countries on a different manner and the level of localization should be managed by the variety of experience elements for the target countries. In doing this, the on-line surveys were spread out in 7 different countries such as the US, Australia, Japan, China, Hong Kong, Thailand, and UAE, resulting in 1,927 individual answers for the analysis. In addition, past journals on economic, cultural, and global distance were used for developing the moderating variables of this article.

In this article, 4 major experience elements of Food, Atmosphere, Staff, and WOM were adopted in order to measure how the customer's positive experience can affect the evaluation of the Korean foods; and furthermore how the target country's economic, cultural, and global distance can moderate the affection. From the results, conclusions were that the physical distance to the target country will need more of Atmosphere and WOM; and, on the other hand, Food and Staff will be needed when the target markets are near to Korea. Further, it is more efficient that the Food and the Staff need to localize intensively since the Food will have to be more aligned with the local customer's tastes and recipe; and the Staff will need to be educated in local language(s) for more fluent communication. In contrast, it is more efficient that the Atmosphere and the WOM less localize since exoticism and novelty can lead to the enhanced eccentric experiences of the customers, and to the more unique promotions of the service.

## INTRODUCTION

Globalization brought the flows of people, information, technologies, capital and ideas across national borders(Appadurai, 1996; 1988). The contact between cultures following these transnational flows has resulted in the widespread exchange and transformation of cultural forms(Appadurai 1996; Featherstone, 1995). Thus, globalization of world markets has to a significant increase in the variety of food products available to consumers around the world and heightens the extent of competitiveness between companies and regions. For consumers this huge product variety implies a plurality of options regarding food choice, ways of preparation, mealtimes and locations. This led consumers to be more individualized in their choices and preferences, and to seek for simplicity in their choices(Jensen, 2006; Hayn et al., 2005; Duhan et al, 1998). Societal changes such as the change to a multi-cultural society and the increasing polarization between poor and rich, increased consumer awareness about the links between diet and health and globalization contribute to new demands for food(Gofton and Ness, 1991). Trends of new demand for food are reflected in food product categories (i.e. convenience food, dietary food, functional food, novel food), sustainable food products (organic food, ethic food, regional food), and the out-of-home-consumption (fast food, slow food and ethnic food).

Particularly, standardization due to globalization raised popularity of ethnic food which has evident spatial and/or cultural reference for the consumers. Ethnic food have characteristics related to typical tastes of region caused by special climatic conditions or traditional production processes. Terms such as familiarity or relatedness play a significant role in determining demand for regional food. The support of regional economic structure and shorter routes of transports are additional determinants affecting formation of demand for ethnic food(Dorant et al., 2001; CMA, 2007). Emerging demand for ethnic food is reinforced by the increase in the out-of-home-consumption which is the outcome of the aging population, the increase in the women labor force, diversification in household/family structure(Hayn et al., 2005). Ethnic food within the range of out-of-home-consumption provides more alternatives for consumers, and in particular some Asian and European cuisines are widely spread to the world consumer markets(Tollin, 1990; CMA, 2007).

Governments of Japan, Thailand, Italy, France and many other countries drive to expand their own food culture to world food market. Since the uniqueness of each country's food culture has its own values to represent their nation's perception, each country strives to set the food industry as a growing drive. As a result, ethnic food markets gather more speed to spread out. In the US food industry, ethnic food market grows the fastest in size that was measured in U\$75B in 2005. Amongst the US ethnic food market, food service industry accounts for 65% of spending. This trend will be expected to grow faster to reach the size of U\$140B in 2010(National Restaurant Association, 2005). The fact that 75% of ethnic food consumption originated from non-ethnic customers represents the customers pursue their new flavor and unique experience with ethnic foods(Liu and Jang 2009).

In the trend of ethnic food expansion, many countries compete for their food globalization. Japan aims to the world top 3<sup>rd</sup> food and more practically Thailand targets to build 8,500 overseas restaurants that is currently 5,500, focusing on the US market with 3,000 restaurants in 1,000 different locales. Korean government has established 'the Hansik Globalization Bureau (HGB)' in 2007 to publicize and internationalize 'Hansik' (i.e. Korean food) around the world, and continued its efforts to reach out to the global audience in cosmopolitan cities in the world. Nonetheless, 'Hansik' was found to be the 7<sup>th</sup> most recognized food the world, well behind Japanese and Chinese food among Asian ethnic food group(Lee, 2012).

Whilst recent trends of ethnic food market vary in the customer's preferences, Asian foods such as Indian, Japanese, Korean, Thai, Vietnamese food's expansion triggers severe competitions(Jang and Ha 2009). Hence, in order to win the battle, identifying each food's penetration more effectively and running action items to expose more positive experience to the target customers are getting more critical to follow world customer preferences. More specifically, an astute understanding of cultural and socio-economic differences in perceptions, values and ways of thinking about different ethnic food may be needed to facilitate globalization of Korean food.

Many countries invest gigantic budgets to the food market expansion, and measure their performances by awareness rate, market share, and customer satisfaction. However, past studies couldn't deploy the marketing strategy along with country's characteristics as well as customer's experience elements to improve customer's satisfaction and loyalty on Korean food. At this point in time, this article tries to verify the facts that the customer's experience elements should be dealt with the target countries on a different manner and the level of localization should be managed by the variety of experience elements for the target countries. To offer the answers of these issues, we preceded the online survey though 7 countries and tested the hypotheses with 1,927 responses in total.

## **THEORETICAL MODEL & HYPOTHESES**

### **1. Customer Experience Management**

Schmitt(1999, 2003) observed that the customer's combined experiences at the touch points of a certain brand will lead to the customer satisfaction and financial performance of the brand. In order to prevail in terms of financial performance, managing negative customer's experience(Cox & Dale, 2002) as well as positive experiences turning into positive ones since one negative customers could spread negative image to 5,000 potential customer on the web(Rotondaro, 2002). Thus, management of positive and negative customer's experience introduces importance in conventional customer management. As more customers demand experienced consumption, and the quality of experiences links to the brand

performance, the concept of Customer Experience Management (CEM) that has been highlighted from mid 2000s is increasingly more perceived. CEM is the processes to strategically provide emotional and technological experiences to the level of customer's expectation, that is based on the precondition that the experience exceeding what customers expect in advance will change the customer's behavior to the positive end. Moreover, CEM is the necessary marketing step to gain customer's positive experience and customer-corporate relationship improvement by tightening the gap between customer's expectation and experienced value so that it decreases customer's negative experiences(Meyer and Schwager; 2007). Past researches indicating that recent customer's trend of outdoor food consumption focuses on entertainment and unique experience(Piyavan Sukalakamala and Janice B. Boyce, 2007; referred from National Restaurant Association, 2005) supported that food industry also needs to manage the customer's experience. To follow up the past researches, we are going to present the methodology to analyze and utilize the customer experiences using CEM that here is for increasing frequency of customer's visit to restaurants in the target countries.

## **2. The Influence of Customer's Experience on Korean Food**

From the past journals, quality of food, nutrition, taste, quality of service, atmosphere, price, variety of menu, hygiene, and the external image of the building are considered as the general factors to evaluate the restaurants. Also, in the US, National Restaurant Association evaluates the US restaurants by 3 major factors of food, service and atmosphere(National Restaurant Association, 1983).

[Table 1] from the previous article shows the detail attributes what the foreigners consider most in selecting foods and restaurants. Yoon(2005) analyzed that the important attribute is the new taste when the foreigners select ethnic foods. This was also supported by Jang, Ha & Silkes(2009). In addition, the most answered motivation of why foreigners select Korean restaurant was to "discover the new experience". The next affecting motivations were word of mouth and their experience to visit Korea(Jang & Ha, 2009).

Lee & Chung(2009) that has analyzed what attributes the foreign residents in Korea consider the most in selecting Korean restaurants, has discovered hygiene and cleanness of kitchen, and hygiene of restaurants' inside and outside, cleanness of staff, management of VOC (voice of customers), and attitude of staff. Notably from the results, the hygiene and the services are the most important attributes for the restaurant decision. This result was also pointed out by Kim(2004) that has focused on the attributes for Japanese people to select Korean restaurants in Japan; and by Kim et al.(2004) on the foreign tourist's experience of Korean restaurants in Korea. Also Ha & Jang(2010) has analyzed the US customers' Korean restaurants experience in the ways of two cognitive values of hedonic value and utilitarian one. From the results of the study, the US customers showed utilitarian values such as price, taste, and variety of menu impact on the customer's satisfaction and the visiting intention. This result goes along with the

analysis of Chinese customers for the Korean restaurants that they choose Korean restaurants for external characteristics and variety of menu, and quality nutritional factors (Suh & Ryu, 2009). For the attribute of foods quality, Yang et al.(2009) has attempted to segment the market by the foods quality.

Studies	Methodology	Respondents	Results
Kim et al. (2004)	Survey for 28 attributes	Foreigners who are touring Korea	Major attributes for evaluating ethnic restaurants : Food quality, Cleanness, and Hygiene
Kim(2004)	Survey for 7 attributes	Japanese who are living in Korea	Major attributes for evaluating Korean restaurants : Tableware, Hygiene, Staff's service Major attributes for evaluating cuisines : Taste, Price, and Quantity
Kim & Kim (2004)	Depth Interview for 8 attributes	Japanese who are living in Japan	Major decision making factors for dining service : Taste, Price, Food safety
Yoon (2005)	Survey for 5 attributes	Foreigners who are living in Korea	Major decision making factors for ethnic food : New taste, Curiosity, Culture, Tradition
Cho et al. (2007)	Survey for 8 attributes	Foreigners who are touring Korea	Major factors for evaluating Korean food : food quality, volume, shape, price, recipe, ingredients, traditions, and awareness
Suh & Ryu (2009)	Survey for 18 attributes	Chinese who are living in China	Major attributes for Korean restaurant choice : external characteristics, variety of menu, and quality nutritional factors
Lee & Chung (2009)	Survey for 20 attributes	Foreigners who are living in Korea	Major attributes for Korean restaurant choice : hygiene and cleanness of kitchen, and hygiene of restaurants' inside and outside, cleanness of staff, management of VOC (voice of customers), and attitude of staff.
Jang & Ha (2009)	Survey for 7 motives	American who are living in US	Motivation to visit Korean restaurants : Pursuit to the new experience Major factors to induce customer's visits to Korean restaurants : word of mouth and their experience to visit Korea
Jang, Ha & Silkes (2009)	Survey for 20 attributes	American who are living in the US	Major factors for Asian food choice : Taste, Quality, Freshness Major factors for Korean food choice : Digestibility, external characteristics of cuisine, and Hygiene
Ha & Jang (2010)	Survey for 10 attributes	American who are living in the US	Utilitarian values such as price, taste, and variety of menu have stronger influence on the satisfaction and visiting intention than hedonic values.

[Table 1] The Major Attributes for the choice decision of ethnic food/restaurants

Restaurant selectivity depends on the attributes of the services. For example, Koreans decide highly by the service factors such as price, atmosphere, attitudes of staff, and hygiene while Japanese people depend on the product factors such as taste, price, and food safety(Kim & Kim, 2004). Along with it, Cho, Ko & Oh(2007) has measured the importance and satisfaction of Koreans and foreigners on the Korean foods attributes such as food quality, volume, shape, price, recipe, ingredients, traditions, and awareness; individually. The results of distribution vary by countries like Japan, China, and Westerns. Kim & Park(2007) discovered the opportunity of breakfast market and proposed new concept for Korean foods by analyzing the selective attributes and level of preferences of Korean restaurants.

Past studies on the selective attributes of restaurants validated what attributes affect the customers' decision of the restaurants and how the major attributes vary. However, these past studies were limited for proposing the detail action items for Korean foods globalization even though they have proved the important attributes on the selection of foods and restaurants and positioned the Korean foods with the studied attributes.

To follow on the past studies and overcome the limitations, this paper proposes the concrete action items by the approaches of customers experience management. This means that if a customer has an experience of major attributes, this paper's new methodology can pin-point the priority attributes that should be addressed first and develop the practical action items in detail.

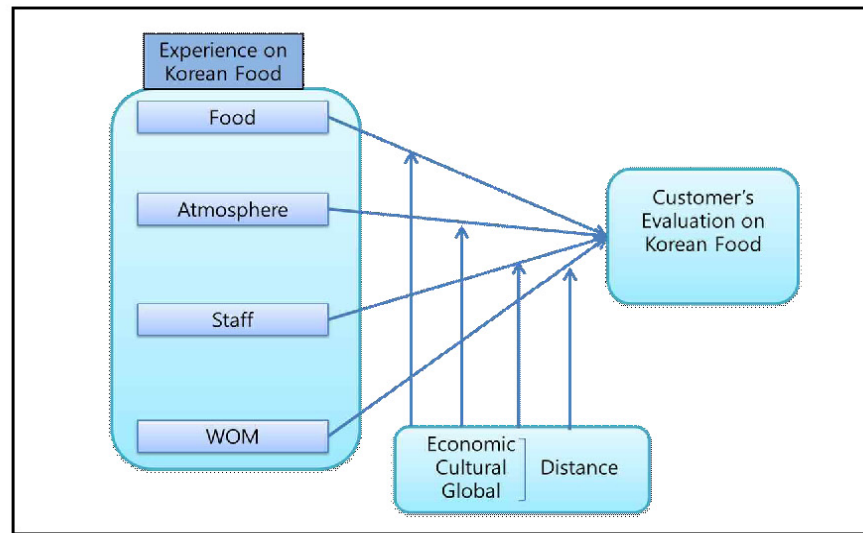
Thus this paper attempted to explore the effect of 4 major experience elements shown in [Figure 1]. In the previous studies, if the attributes for restaurants selection gather higher level in value, they affects also positively on the satisfaction, loyalty, purchase intention, and returning intention. In line with that, this paper proposes below hypothesis just like the positive experience leads to the positive response from the customers.

H1-0 : The customer's positive experiences on FOOD positively influence the evaluation on Korean food.

H2-0 : The customer's positive experience on ATMOSPHERE positively influence the evaluation on Korean food.

H3-0 : The customer's positive experience on STAFF positively influence the evaluation on Korean food.

H4-0 : The customer's positive experience on WOM positively influence the evaluation on Korean food.



[Figure 1] Research Model

### 3. The Moderating Effect of Economic, Cultural, Global Distances

#### 3.1. Economic, Cultural, Global Distances

The recent trend of international business (IB) is empirically exploring multiple dimensions of cross-national distance and their impact on foreign market entry (e.g., Berry, Guillen, & Zhou, 2010), on trade flows, i.e., the intensity of trade, among a set of multiple nations (e.g., Dow & Karunaratna, 2006) or business exit from foreign markets (Kang & Lee, 2012; Pattnaik & Lee, forthcoming). The dawn of variety of cross-national distance came from the concept of psychic distance between a home country and a host country (Johanson & Vahlne, 1977). In particular, the literature on the internationalization process of global businesses argues that global businesses can be begun by the internationalization process from psychically close countries in the beginning stage and, then, in the latter stage to psychically distant countries (Johanson & Vahlne, 1977; Johanson & Wiedersheim-Paul, 1975). The notion of psychic distance is usually defined as the perceived difference between two countries in terms of the perceiver's knowledge, familiarity and sense of understanding of a foreign country due to differences in language, culture, political systems, level of education, level of industrial development, etc. (Johanson & Wiedersheim-Paul, 1975; Hakanson & Ambos, 2010; Dow & Karunaratna, 2006). Until this point of conceptualizing psychic distance, no IB scholar has empirically touched distance between a home country and a host country. Kogut & Singh (1988) broke this wall of empirical impasse with a Euclidean calculation method to analyze cultural distance based on Hofstede's (1980) four dimensions of culture, i.e., individualism, masculinity, uncertainty avoidance, and power distance. From this starting point, a group of scholars empirically explored global business phenomenon based on cultural distance (e.g., Manev & Stevenson, 2001; Morosini, Shane & Singh, 1998). More recently, some IB scholars pulled the empirical

focus of just cultural distance out and researched multiple dimensions of cross-national distance, such as economic, financial, political, administrative, demographic, knowledge, global connectedness, and geographic distances(e.g., Berry, Guillen & Zhou, 2010; Dow & Karunaratna, 2006; Kang & Lee, 2012). However, these dimensions of cross-national distance were originally developed for mainly testing the effects of these dimensions on international strategic behaviors, foreign market entry mode or foreign subsidiary performance of multinational corporations. Nevertheless, as far as we know, (albeit having the limitation of just a conceptual approach) one study bridged this IB-centric focus of dimensions of cross-national distance to international marketing. Ghemawat(2001) linked IB-based dimensions of cross-national distance to individual consumer behaviors-based international marketing(IM). According to Ghemawat(2001, p. 1), cultural distance between two countries “increases with 1) different language, ethnicities, religions, social norms and 2) lack of connective ethnic or social networks,” and, in this vein, cultural distance can carry country-specific indirect experiential associations or indirect quality associations. His arguments may imply that, due to the feature of carrying country-specific indirect experiential associations, the greater cultural distance, the impact of indirect experiential factors, such as atmosphere or WOM, on the customer’s evaluation for certain foreign products, e.g., ethnic foods, can increase. Also, he argued one of the most obvious industries or products by cultural distance is foods, which can be affected by cultural or national identity of consumers(Ghemawat, 2001, p. 5). In this context, the greater cultural distance, the impact of direct experiential factors, such as foods or staffs in restaurants that, especially, deal with foreign foods, on the customer’s evaluation decreases, because foods and staffs in restaurants directly affect cultural and national identity of consumers.

Indeed, in the field of IM, especially, for exploring individual consumer behaviors, cultural distance was conceptualized by only words, generally, but not by sophisticated empirical method (Conway & Swift, 2000; Swift, 1999)—although some individual consumer behaviors-centric IM studies used simple surveys to test the concept of cultural closeness or cultural affinity (e.g., Craig, Douglas & Bennett, 2009), but not like our extending sophisticated method from IB study to the individual consumer behaviors-based IM field (Kogut & Singh, 1988). Further, other dimensions of cross-national distance have been generally ignored, e.g., economic and global connectedness distances, although these dimensions can be directly and/or indirectly related to consumer behaviors. Indeed, economic distance can be directly and/or indirectly associated with cultural distance because economic developmental or economic environmental difference between countries, which is perceived by consumers, can have physically different responses by them, because the economic distance can be interpreted by consumers as the differential business-environmental implication with them and, thus, may influence affective and cognitive bases of consumers(cf., Luostarinen, 1980; Stöttinger & Schlegelmilch, 1998). Economic distance between two countries increases with different consumer incomes, costs and quality of economic resources, and information or knowledge, and, thus, economic distance may affect local consumers’ affective and cognitive bases, which may link to conception to certain products, such as foods (Ghemawat, 2001). For

instance, American consumers' perceptions for Thai food and Japanese food may be different because the economic gap between Thailand and the U.S. is much bigger than Japan and the U.S., and, thus, this differential gap may affect the American consumers' perceptions for Thai and Japanese foods and restaurants.

Finally, global connectedness distance, which can be measured by Internet use and international tourism, can be one of important dimensions of cross-national distance in the linkage between global business-centric IB and individual consumer behavior-centric IM (Berry, Guillen & Zhou, 2010; Kang & Lee, 2012; Pattnaik & Lee, forthcoming). The Internet is explored in light of its ability to enhance cross-cultural communications. The Internet exhibits many of the characteristics of a culture and as such can be used by marketers for enhancing meaning transfer between national cultures (Nicovich & Cornwell, 1998, p. 22). For example, in light of Korean food, because South Korea has one of the highest Internet penetration level among Internet-savvy countries, so if the global connectedness distance is smaller between South Korea and other nations, it suggests that these countries have a similar level of Internet penetration with South Korea. These countries may be more open to diverse cultural backgrounds such as ethnic foods and restaurants because Internet can make these consumers may have already indirect experiences through abundant information for foreign cultures and ethnic foods. Also, today's international tourism business environment and multicultural diversity of international tourists enhances the importance of developing a better understanding of the culturally different tourists-based international tourism (Reisinger & Turner, 1999, p. 1203). Through international tourists in and out of home and host countries, global connectedness can be stronger, and, thus, the distance can be smaller. This distance dimension can affect ethnic food restaurants in host countries sensitively because if consumers in a host country have experiences to visit certain ethnic food restaurants—let's say Korean food or Thai food—in foreign countries, they feel these Korean and Thai foods and their restaurants comfortable and familiar to these ethnic restaurants.

### **3.2. Economic, Cultural, and Global Distance's Moderating Role**

We expect that these 3 kinds of distances between home country and host country moderate the influence of 4 T/P experiences on the evaluation.

Greenwald (1968) suggested that the recipient's memory of self-generated cognitive responses to the message rather than for message content itself was the critical determinant of attitude change. The content and favorability of cognitive responses is partly determined by the message recipients' own precommunication attitude (Greenwald, 1968).

The precommunication attitude can be generated differentially by the experience's indirectness because the attitudes produced by indirect experience may be cognitively based, i.e., customers would have to rely on an abstract representation of the object to form an attitude (cf. Zajonc, 1980). For example,

here's an example from Milla & Milla(1996) on the difference between reading about a new food and actually tasting it. After the indirect experience(reading about the food), your attitude is probably formed on the basis of a list of attributes or cognitions about the food. After the direct experience(tasting the food), your attitude is probably formed more on the basis of a "gut" or emotional reaction to the food(Milla & Milla, 1996). Among the 4 T/P experiences, WOM is the most indirect experience. On the other hand, food, staff, and atmosphere are the direct ones, and the strength of directness is in the respective order. Though restaurant's atmosphere is also one of the direct experiences, it produces much lighter touch sense than food that is to be tasted and smelled and staffs that is to be communicated for service. Thus WOM and ATMOSPHERE will produce relatively more flexible precommunication attitude than STAFF and FOOD.

According to Affective Expectation Model(AEM), customer's affective reactions are formed with reference to prior expectations about how they thought they would feel(Wilson & Klaaren, 1992). The AEM predicts that when examining an expectation-discrepant stimulus, people's affective evaluation will, in some cases, be assimilated to the expectation, whereas in other cases, it will be contrasted away from the expectation. As previously discussed, when customers have the indirect experiences, they rely on the abstract representation of the object, generating more flexible precommunication attitude. Thus, when they produce the attitude referenced by the abstract representation of the object, it is more possible to feel that there is congruency between their expectation on exoticism and their exotic experiences. That is when customers have the indirect experiences, they are more likely to assimilate their exotic experiences to their expectation on the ethnic restaurant.

Therefore, in the case of the indirect experience elements such as WOM and ATMOSPHERE, the exoticism will strengthen the association between the positive experience and the evaluation. In the other way, in the case of the direct experience elements such as FOOD and STAFF, the exoticism will weaken the association between the positive experience and the evaluation.

The cognition of exoticism/novelty is related to the economic, cultural, and global distances between home country and host country as stated previously. Hereby, we can produce the hypotheses for the moderating effect of economic, cultural, and global distance as follows.

H1-1: The higher the economic distance, the impact of FOOD on the customer's evaluation decreases.

H1-2: The longer the cultural distance, the impact of FOOD on the customer's evaluation decreases.

H1-3: The longer the global distance, the impact of FOOD on the customer's evaluation decreases.

H2-1: The longer the economic distance, the impact of ATMOSPHERE on the customer's evaluation increases.

H2-2: The longer the cultural distance, the impact of ATMOSPHERE on the customer's evaluation increases.

H2-3: The longer the global distance, the impact of ATMOSPHERE on the customer's evaluation increases.

H3-1: The longer the economic distance, the impact of STAFF on the customer's evaluation decreases.

H3-2: The longer the cultural distance, the impact of STAFF on the customer's evaluation decreases.

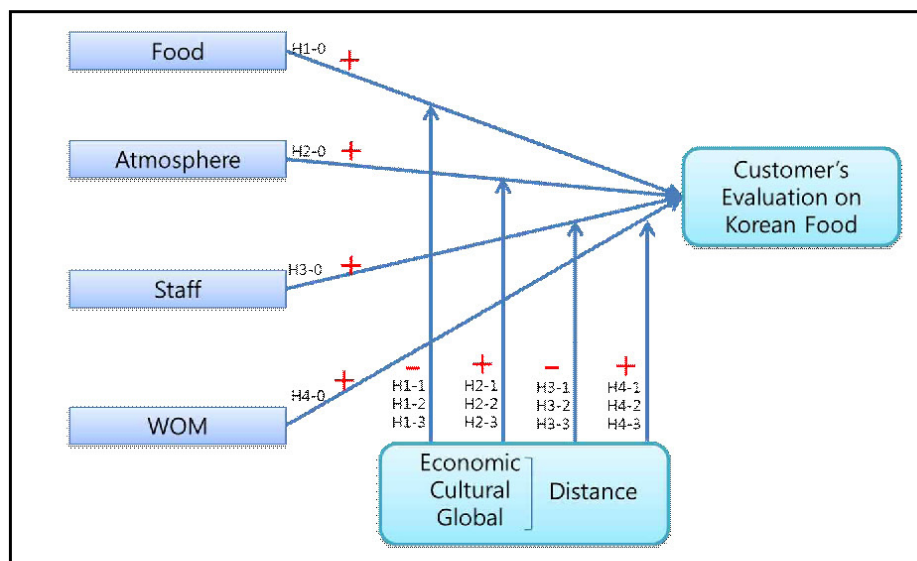
H3-3: The longer the global distance, the impact of STAFF on the customer's evaluation decreases.

H4-1: The longer the economic distance, the impact of WOM on the customer's evaluation increases.

H4-2: The longer the cultural distance, the impact of WOM on the customer's evaluation increases.

H4-3: The longer the global distance, the impact of WOM on the customer's evaluation increases.

For the convenience of readers, we plotted research model again displaying the direction of the independent/moderating variables' influence to the customer's evaluation on Korean food at [Figure 2].



[Figure 2] The direction of the independent/moderating variables' influence to the customer's evaluation on Korean food

## METHODOLOGY

### 1. Constructs and Measures

#### 1.1. independent variables

Customers have different touch points such as restaurant, internet, TV sets, community, buddy-systems, to obtain variety of foods experiences that will form or dissolve their loyalty to the food. Availability of many different touch points of customer experience tells us that we should reach the way to excavate customer's important touch points for them to enjoy the impressive experience. Schmitt(2003) defined the customer's touch points as product or service itself, communication, and people, but that will vary depending upon the characteristics of provided products or services. This is one of the contributions of this research that emphasized on developing new methodology for defining customer's touch points that will be proposed with how we can analyze customer's experience and utilize the analysis to intensifying customer satisfaction and restaurant visiting frequency.

This research applied the experience data of Korean foods that stride in the globalization trend, in order to practically plug-in the CEM to the marketing strategy of food globalization. To proceed with CEM, American, French, German, Japanese, and Chinese residents in Korea were selected for in-depth interviews to identify what they have experienced and expect from Korean restaurants. Interview results categorize into 4 T/Ps(touch points) based on customer's actual experiences; food, atmosphere, staff and word of mouth. Further, based on the analysis of customer's expected value customer's detail touch points were extracted. These detail touch points were named as CEI (Customer Experience Index) that should be managed in practical level. For the experience in the CEI level, a total of 3,749 customers from 7 countries-USA, Australia, Hong Kong, Japan, China, Thailand, and UAE- participated the online survey. Respondents who have visited Korean restaurants at least once and answered all of 15 items of CEI were 1,927 customers(284, 204, 302, 182, 503, 171, and 281 respondents from USA, Australia, China, Japan, Hong Kong, UAE, and Thailand respectively, see [Table 4]). In this research 4 T/Ps and 22 CEIs were discovered [Table 2].

To measure the experience level of food, atmosphere, staff and WOM, we used 9, 6, 4, and 3 CEIs respectively. All of the CEI items generate the factor loading values above 0.7. We can also check that all of the Cronbach's Alpha values of 4 T/Ps are above 0.8, indicating that 4 T/P variables meet the reliability criterion.

4 Touch Points & Dependent Variable	Items	Factor Loading	Eigen Value (Cumulative Variance) / Cronbach's Alpha
Food	Peculiar and/or eccentric foods	0.71362	5.328 (0.592) / 0.913
	Premium foods of menu	0.74721	
	Variety of menu for broader selection	0.78206	
	Beautiful shape of foods	0.78377	
	Good on my tongue	0.75117	
	Good scent of foods	0.80727	
	Balanced nutrition of foods	0.78003	
	Quality ingredients	0.79838	
Atmosphere	Good for health	0.75698	3.671 (0.612) / 0.872
	Hygiene of restaurant	0.70688	
	Premium image of interior	0.78765	
	Comfortable interior	0.82639	
	Feeling like I am in Korea	0.80367	
	Eccentric shows to see	0.80038	
Staff	Eccentricity of utensil and plates	0.76251	2.541 (0.635) / 0.806
	Fluent communication with servers	0.79847	
	Menu description in local language or english	0.72805	
	Kindness of servers	0.83676	
WOM	Enough verbal explanation of menu	0.82022	2.209 (0.736) / 0.811
	Directly heard positive feedback from my friends about Korean restaurants.	0.78728	
	Positive feedback from online networks of SNS like twitter, facebook, blog, etc. was provided.	0.90281	
	Positive feedback from TV, Radio, Newspaper, Magazine was provided.	0.8797	
Evaluation on Korean Food	Likeness	0.78796	2.588 (0.647) / 0.818
	Satisfaction	0.81531	
	Repurchase Intention	0.82518	
	Recommendation Intention	0.78861	

[Table 2] Validity Check for Independent and Dependent Variables

## 1.2. Moderating variables

We calculated the cross-national distance based on the three dimensions suggested by the previous IB studies(e.g., Berry, Guillen, and Zhao, 2010; Kang and Lee, 2012; Pattnaik and Lee, forthcoming). In these studies, IB scholars used economic, cultural, and global connectedness distances to explain global strategic behaviors, entry mode or foreign market entry and exit by global businesses. We used these measures in our study to explain their moderating effects on the relationship between experience on ethnic food, i.e., Korean food, and customers' evaluation on ethnic food. In order to calculate the above three dimensions, we collected data from various sources. [Table 3] provides a summary of each of the three dimensions, including component variables and data sources adapted from prior studies(Berry, Guillen, and Zhao, 2010; Kang and Lee, 2012; Pattnaik and Lee, forthcoming). We used the Euclidean distance calculation method to calculate the cross-national distance between South Korea and the 7 host countries with five-year averages. Euclidean distance is the most popular measure for distance in the IB literature(e.g., Kogut and Singh 1988, Slangen and Beugelsdijk 2010, Slangen and Hennart, 2008, Song and Shin, 2008), and is the geometrically shortest possible distance between two points(Seber, 1984). We used the Euclidean distance method to aggregate the multiple indicators for each of the dimensions.

<i>Dimension</i>	<i>Component variables</i>	<i>Source</i>
1. <i>Economic distance</i>		
Income	GDP per capita (2000 US\$)	WDI
Inflation	GDP deflator (% GDP)	WDI
Exports	Exports of goods and services (% GDP)	WDI
Imports	Imports of goods and services (% GDP)	WDI
2. <i>Cultural distance</i>		
Power distance	WVS questions on obedience and respect for authority	WVS
Uncertainty avoidance	WVS questions on trusting people and job security	WVS
Individualism	WVS questions on independence and the role of government in providing for its citizens	WVS
Masculinity	WVS questions on the importance of family and work	WVS
3. <i>Global connectedness distance</i>		
International tourism expenditure	International tourism, expenditures (% GDP)	WDI
International tourism receipts	International tourism, receipts (% GDP)	WDI
Internet use	Internet users per 1000 people	WDI

[Table 3] Indicator component variables and data sources used in the calculation of Euclidean distance dimensions

## 2. Hierarchical Linear Model

Given the nature of our data, we used hierarchical linear modeling(HLM)(Raudenbush and Bryk, 1986) to test our hypotheses. HLM considers data that are “nested” at different levels when deriving parameter estimates, and thus HLM seemed the most appropriated correlational technique for prediction of four kinds of customer’s experiences -FOOD, ATMOSPHERE, STAFF, and WOM- and 3 country-level distances.

Customer’s experience scores were gathered at the customer’s level by 7 countries(n=1,927) as shown in [Table 4]; whereas economic, cultural, and global distances were gathered at the country level(n=7). Thus, to allow for any variance in the prediction of customer’s experiences due to these different levels of data, HLM was used. To be free from the problem of multicollinearity, all data except dummy variable such as gender had to be standardized.

The variables of ECON\_DIS, CUL\_DIS, and GLO\_DIS indicate that economic, cultural, and global distance between home country and host country respectively. Before estimating our model, we grand-mean-center these moderating variables in accordance with guidelines that Raudenbush & Bryk(1986) suggest. Since the independent and control variables except the dummy variable GENDER are all standardized, we didn’t group-mean-center separately for independent and control variables.

To test the hypotheses, that 4 T/P experiences influence the level of evaluation on Korean Food and the distances between two country influence the strength of the experiences and the evaluation, we estimated a two-level hierarchical linear model (HLM) formulation. Our empirical HLM formulation incorporates country-level moderators in a nested structure. The first level or customer level is modeled using the following equation :

(1)

$$Evaluation_{ij} = \beta_{0j} + \beta_{1j}ER\_VISIT_{ij} + \beta_{2j}GENDER_{ij} + \beta_{3j}AGE_{ij} + \beta_{4j}INCOME_{ij} + \beta_{5j}DINING\_OUT_{ij} + \beta_{6j}FOOD_{ij} + \beta_{7j}ATMOS_{ij} + \beta_{8j}STAFF_{ij} + \beta_{9j}WOM_{ij} + \beta_{10j}KNOWLEDGE_{ij} + \beta_{11j}FAMILIARITY_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Where customer  $i$ 's evaluation on Korean food whose nationality is  $j$  is a function of 4 T/P experiences-FOOD,ATMOS,STAFF,WOM- and covariates-ER\_VIST, GENDER, AGE, INCOME, DINING\_OUT,KNOWLEDGE, FAMILIARITY.

The variable of ER\_VISIT indicates the average monthly visiting frequency to the ethnic restaurant. The variable of GENDER is coded as 1 for male and 2 for female, and the variable of AGE is coded as 1 through 6 for teen, twenties, thirties, forties, fifties, and the above of sixty year old, respectively. The variable of INCOME is coded as 1 through 6 for below \$20,000, above \$20,000 and below \$50,000, above 50,000 and below 100,000, above 100,000 and below 150,000, above 150,000 and below 200,000, and above 200,000, respectively. The variable of DINING\_OUT indicates the average weekly dining-out frequency, and the variable of FOOD/ATMOS/STAFF/WOM mean the positive experience level of 4 T/Ps-Korean food, restaurant's atmosphere, restaurant's staff, and word of mouth, which are the independent variables in our model. The variable of KNOWLEDGE means the level of customer's knowledge quantity on Korea and the variable of FAMILIARITY means the level of customer's familiarity on Korean culture.

Following the hierarchy in the data and theoretical framework, we next model the baseline evaluation and the strength of the association between experiences and evaluation.

$$(2) \beta_{0j} = \gamma_{00} + \gamma_{01}ECON\_DIS + \gamma_{02}CUL\_DIS + \gamma_{03}GLO\_DIS + r_{0j},$$

$$(3) \beta_{1j} = \gamma_{10k} + r_{1jk}, \quad \beta_{2j} = \gamma_{20k} + r_{2jk},$$

$$(4) \beta_{3j} = \gamma_{30k} + r_{3jk},$$

$$(5) \beta_{4j} = \gamma_{40k} + r_{4jk},$$

$$(6) \beta_{5j} = \gamma_{50k} + r_{5jk},$$

$$(7) \beta_{6j} = \gamma_{60k} + \gamma_{61}ECON\_DIS + \gamma_{62}CUL\_DIS + \gamma_{63}GLO\_DIS + r_{6j},$$

$$(8) \beta_{7j} = \gamma_{70k} + \gamma_{71}ECON\_DIS + \gamma_{72}CUL\_DIS + \gamma_{73}GLO\_DIS + r_{7j},$$

$$(9) \beta_{8j} = \gamma_{80k} + \gamma_{81}ECON\_DIS + \gamma_{82}CUL\_DIS + \gamma_{83}GLO\_DIS + r_{8j},$$

$$(10) \beta_{9j} = \gamma_{90k} + \gamma_{91}ECON\_DIS + \gamma_{92}CUL\_DIS + \gamma_{93}GLO\_DIS + r_{9j},$$

$$(11) \beta_{10j} = \gamma_{100} + r_{10j}, \text{ and}$$

$$(12) \beta_{11j} = \gamma_{110k} + r_{11j}.$$

Equation (1) is produced to investigate the influence of independent variables(FOOD, ATMOS, STAFF, and WOM) and control variables on Korean food evaluation and Equation (2) is to investigate the influence of economic, cultural, and global distance on Korean food evaluation. We used Equation (7) through (10) to investigate the moderating role of economic, cultural, and global distance on the

association between 4 T/P experiences and the Korean food evaluation. In order to open the possibility of coefficient differentiation by countries, we inserted the random effect into the equation (2) through (12).

We estimated our empirical hierarchical model –equation (1) through (12) above – using the HLM software package and methodology. The HLM method adopts various estimation methods including empirical Bayes method for estimating within-country coefficients, generalized least squares estimating between-country coefficients, and a maximum likelihood algorithm for estimating the components of the variance-covariance matrix(Radenbush and Bryk, 2002).

## ANALYSIS RESULTS

The customers' responses by online survey from 7 countries- USA(n=284), Australia(n=204), China(n=302), Japan(n=182), Hong Kong(n=503), UAE(n=171), and Thailand(n=281) were used for the analysis and the summary statistics were presented at the [Table 4]. The comparison of the average values among the 7 countries showed that Hong Kong is the highest mark of 3.2 in average value for the weekly dining-out frequency; and USA has the highest average value of 4.32 for the monthly ethnic visiting frequency. The distribution of average age from 7 countries' respondents spreads from 24 to 33. The lowest proportion of female respondents, 31%, is found in the UAE and the highest, 80%, in Japan. The highest annual income goes to Hong Kong as \$69,000 and the lowest to the China as \$31,400. Thailand recorded the highest score of the knowledge on Korea as 3.22 out of 5 point scale and Japan got the highest score of familiarity on Korean culture as 3.92 of the same scale. The result also indicates that American and Hong Kong have the highest score and the lowest score at the positive experience item of Food T/P as 3.92 and 3.32, respectively. With the T/P of Atmosphere, Thailand and Australia have the highest and the lowest score respectively as 3.60 and 2.94. In the case of T/P of Staff, Thailand and Japan have the highest and the lowest score respectively as 3.76 and 3.02. With the T/P of WOM, China and Thailand have the highest tie score as 3.44 and Australia has the lowest score as 2.74.

Mean (STD)	USA	Australia	China	Japan	Hong Kong	UAE	Thailand
N	284	204	302	182	503	171	281
1. No. of Dining out (per week)	2.12 (1.09)	2.01 (0.62)	1.95 (1.18)	1.95 (0.98)	3.20 (1.06)	2.70 (1.05)	2.84 (1.00)
2. No. of Ethnic Restaurant Visit (per month)	4.32 (3.57)	1.81 (0.58)	3.51 (4.82)	2.64 (2.95)	2.31 (0.75)	2.19 (0.84)	2.16 (0.77)
3. Customer's Age (yrs old)	28.14 (11.20)	33.50 (12.28)	24.10 (7.09)	34.13 (13.55)	31.03 (11.09)	28.11 (8.54)	26.20 (11.28)
4. Customer's Gender (1: male, 2: female)	1.47 (0.50)	1.54 (0.50)	1.70 (0.46)	1.80 (0.40)	1.49 (0.50)	1.31 (0.46)	1.49 (0.50)
5. Customer's Income (US dollar)	58,500 (46,915)	56,000 (48,735)	31,400 (40,268)	58,500 (46,915)	69,000 (52,518)	43,100 (46,938)	40,400 (45,712)
6. Customer's Knowledge Level on Korea (5-point scale)	2.30 (1.19)	2.68 (1.15)	2.81 (1.28)	2.83 (1.16)	2.70 (1.06)	2.53 (1.18)	3.22 (1.05)
7. Customer's Familiarity Level on Korea (5-point scale)	3.41 (1.15)	2.17 (0.98)	3.34 (1.22)	3.48 (1.20)	2.96 (0.93)	2.18 (0.95)	3.32 (0.83)
8. Customer's Positive Experience Level on Food (5-point scale)	3.92 (0.65)	3.42 (0.65)	3.67 (0.78)	3.49 (0.88)	3.32 (0.51)	3.43 (0.75)	3.71 (0.51)
9. Customer's Positive Experience Level on Restaurant Atmosphere (5-point scale)	3.11 (0.77)	2.94 (0.71)	3.52 (0.75)	3.03 (0.64)	3.12 (0.55)	3.39 (0.71)	3.60 (0.61)
10. Customer's Positive Experience Level on Staff (5-point scale)	3.15 (0.72)	3.54 (0.83)	3.22 (0.90)	3.02 (0.70)	3.32 (0.65)	3.61 (0.82)	3.76 (0.66)
11. Customer's Positive Experience Level on WOM (5-point scale)	3.11 (1.01)	2.74 (0.71)	3.44 (0.98)	3.43 (1.00)	3.08 (0.62)	3.08 (0.87)	3.44 (0.64)
12. Customer's Evaluation on Korean Food (5-point scale)	<b>3.94</b> (0.84)	<b>3.28</b> (0.92)	<b>4.01</b> (0.97)	<b>3.67</b> (1.08)	<b>3.35</b> (0.74)	<b>3.31</b> (0.88)	<b>3.61</b> (0.70)

[Table 4] Summary Statistics of Customer-Level Variables by Countries

Let's investigate the association between independent/control variables and the evaluation on Korean food(see [Table 5]). As the positive experiences on 4 T/Ps, the knowledge on Korea, and the familiarity on Korean culture increases, the evaluation on Korean food improved. Also, as the customers are younger, have higher income, and visit the ethnic restaurants more frequently, the evaluation on Korean food improved. Meanwhile, we can find out that as the dining-out frequency increases, the evaluation on Korean food retreated. The customers who enjoy dining out and visit the ethnic restaurant frequently represent our main target market. Nevertheless the result shows that Korean food is not favorable to the customers who enjoy dining out. We can figure out that we need more specific communication skills by the segments of our target market.

Through [Table 6], we can check the association among the economic, cultural, and global distance. The economic distance has the positive association with the cultural distance, while the economic distance has the negative association with the global distance. Thus, the cultural distance has the positive association with the global distance.

Customer-Level Correlations (No. Observation : 1,927)

	Mean	SD	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. No. of Diningout (per week)	2.50	1.02	1.00											
2. No. of Ethnic Restaurant Visit (per month)	3.62	2.74	0.54	1.00										
3. Customer's Age (yrs old)	29.11	10.64	-0.02	-0.04	1.00									
4. Customer's Gender (1: male, 2: female)	1.54	0.48	-0.07	-0.04	-0.13	1.00								
5. Customer's Income (US dollar)	54,994	45,257	0.13	0.13	0.24	-0.09	1.00							
6. Customer's Knowledge Level on Korea (5-point scale)	2.73	1.14	0.12	0.11	0.00	-0.06	0.07	1.00						
7. Customer's Familiarity Level on Korea (5-point scale)	3.04	1.03	0.05	0.10	-0.05	-0.04	0.04	0.63	1.00					
8. Customer's Positive Experience Level on Food (5-point scale)	3.56	0.64	-0.04	0.06	-0.07	-0.03	0.06	0.27	0.41	1.00				
9. Customer's Positive Experience Level on Restaurant Atmosphere (5-point scale)	3.25	0.66	0.01	0.07	-0.03	-0.06	0.05	0.38	0.45	0.66	1.00			
10. Customer's Positive Experience Level on Staff (5-point scale)	3.36	0.74	-0.06	0.03	-0.01	-0.05	0.08	0.31	0.35	0.62	0.61	1.00		
11. Customer's Positive Experience Level on WOM (5-point scale)	3.19	0.81	0.01	0.08	-0.08	-0.01	0.03	0.36	0.43	0.51	0.58	0.44	1.00	
12. Customer's Evaluation on Korean Food (5-point scale)	3.59	0.85	-0.09	0.01	-0.08	0.00	0.09	0.33	0.42	0.62	0.59	0.55	0.55	1.00

[Table 5] Summary Statistics and Correlations at the Customer-Level

Country-Level Correlations (No. Observation : 7)

	Mean	SD	1	2	3
1. Economic Distance	14888	6470	1.00		
2. Cultural Distance	58.74	25.82	0.45	1.00	
3. Global Distance	25.21	20.47	-0.64	-0.79	1.00

[Table 6] Summary Statistics and Correlations at the Country-Level

### 1. Effect of FOOD, ATMOSPHERE, STAFF, and WOM on the evaluation of Korean Food

[Table 7] presents detailed results from the estimation of the HLM models. Our regression model explains 62.7% of variance across customers within country and 37.3% of variance across countries in the evaluation on Korean food.

Beta notation in equation (1) is expressed as 'B' and gamma notation in equation (2) through (12) is expressed as 'G' at the [Table 7]. As H1 though H4, we find that FOOD( $G60=0.254$ ,  $p<0.001$ ), ATMOS( $G70=0.162$ ,  $p<0.05$ ), STAFF( $G80=0.100$ ,  $p<0.1$ ), and WOM( $G90=0.222$ ,  $p<0.01$ ) have a significant and positive influence on the evaluation of Korean food. We observe that, on average, Food and WOM has more influence on the evaluation on Korean food than do ATMOS and STAFF(i.e.,  $G60>G90>G70>G80$ ).

Next, we interpret the results of intercept modeling at the country-level. [Table 7] shows that the economic, cultural, and global distance have no significant impact on the Korean food evaluation. It means that the distance itself doesn't influence on the Korean food evaluation.

Fixed Effect	Coefficient	Standard Error	T-ratio	DF	p-value
For INTRCPT1, B0					
INTRCPT2, G00	-0.100	0.129	-0.771	3	0.497
ECON_DIST, G01	0.001	0.000	1.353	3	0.269
CUL_DIST, G02	-0.001	0.001	-1.201	3	0.316
GLO_DIST, G03	0.001	0.002	0.906	3	0.432
For ER_VISIT slope, B1					
INTRCPT2, G10	-0.044	0.040	-1.096	6	0.315
For GENDER slope, B2					
INTRCPT2, G20	0.049	0.091	0.536	6	0.611
For AGE slope, B3					
INTRCPT2, G30	-0.067	0.022	-3.048	6	0.024
For INCOME slope, B4					
INTRCPT2, G40	0.087	0.033	2.605	6	0.040
For DINING_OUT slope, B5					
INTRCPT2, G50	-0.062	0.020	-3.049	6	0.024
For FOOD slope, B6					
INTRCPT2, G60	0.254	0.044	5.808	3	0.001
ECON_DIS, G61	-0.001	0.000	-2.327	3	0.092
CUL_DIS, G62	-0.005	0.002	-2.861	3	0.067
GLO_DIS, G63	-0.008	0.003	-3.235	3	0.070
For ATMOS slope, B7					
INTRCPT2, G70	0.162	0.036	4.478	3	0.028
ECON_DIS, G71	0.001	0.000	3.095	3	0.068
CUL_DIS, G72	0.010	0.002	5.608	3	0.001
GLO_DIS, G73	0.015	0.003	6.006	3	0.000
For STAFF slope, B8					
INTRCPT2, G80	0.100	0.034	2.979	3	0.067
ECON_DIS, G81	-0.001	0.000	-4.544	3	0.025
CUL_DIS, G82	-0.008	0.002	-4.895	3	0.012
GLO_DIS, G83	-0.015	0.002	-6.601	3	0.000
For WOM slope, B9					
INTRCPT2, G90	0.222	0.041	5.425	3	0.003
ECON_DIS, G91	0.000	0.000	2.388	3	0.086
CUL_DIS, G92	0.007	0.002	3.958	3	0.057
GLO_DIS, G93	0.012	0.003	4.415	3	0.032
For KNOWLEDGE slope, B10					
INTRCPT2, G100	0.023	0.031	0.755	6	0.479
For FAMILIARITY slope, B11					
INTRCPT2, G110	0.089	0.038	2.328	6	0.058

[Table 7] Hierarchical Linear Model Estimates

## 2. The Moderating Effect of Economic, Cultural, and Global Distance

[Table 7] also shows the results of FOOD(G61 through G63), ATMOS(G71 through G73), STAFF(G81 through G83), and WOM(G91 through G93) slopes modeled at the country-level. As H1-1, H1-2, H1-3 predicted, we find that the FOOD-Evaluation relationship is weaker when economic, cultural,

and global distance goes longer.

Since FOOD T/P is the direct experience, inducing relatively narrow range of novelty pursuit for customers, the positive effect of Food experiences goes stronger as the distance between home country and host count gets shorter. Along with this result, we can confirm that we need to localize the characteristics of food such as the taste, quantity, and recipe when we export our food abroad.

As H2-1, H2-2, H2-3 predicted, we find that the ATMOS-evaluation relationship is stronger when economic, cultural, and global distance goes longer. Since ATMOS T/P has indirectness in the feeling of touchingness, inducing relatively broad range of novelty pursuit for customers, the positive effect of Atmosphere experiences goes stronger as the distance between two countries gets longer. This result indicates that relatively exotic experience in the aspect of restaurant's atmosphere generates more positive effect on Korean food evaluation.

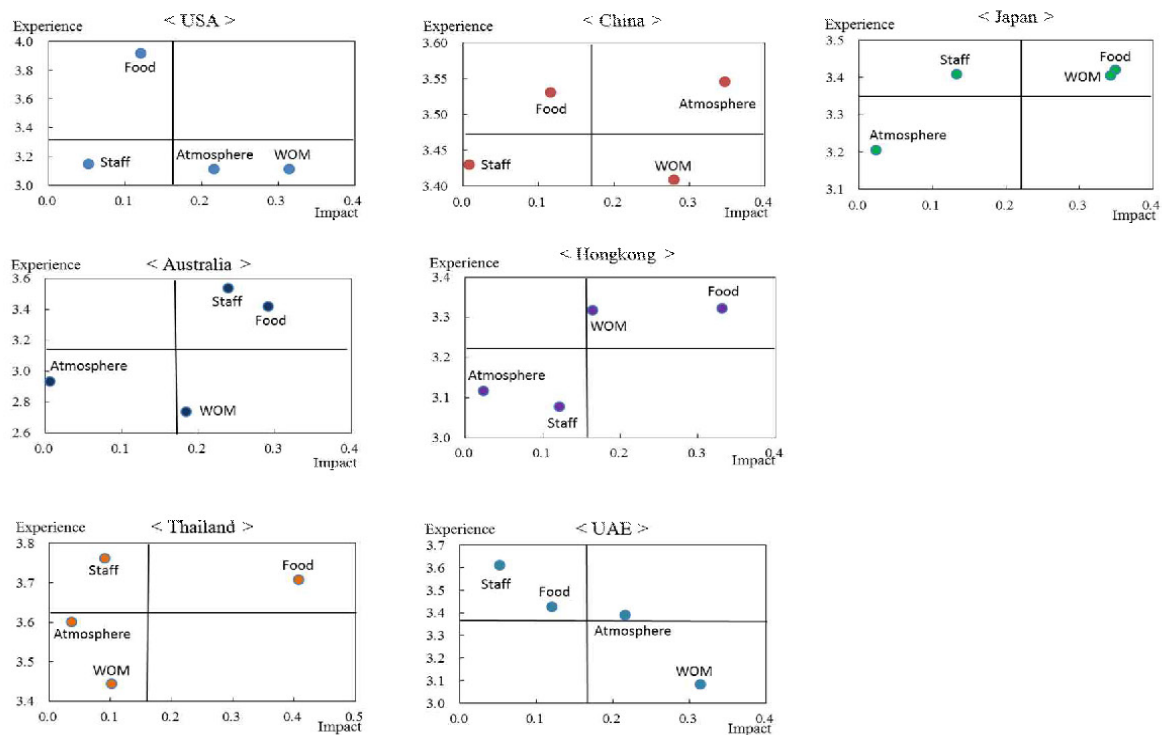
As H3-1, H3-2, H3-3 predicted, we find that the STAFF-evaluation relationship is weaker when economic, cultural, and global distance goes longer. Since the staff is the channel for direct communication and can directly influence the customers' feeling of touchingness, customers may pursuit the novelty only in the limited range in the aspect of Staff. Thus, the positive effect of Staff experiences goes stronger as the distance between home country and host count gets shorter. Though customers visit the ethnic restaurants for special experiences, customer's evaluation on Korean food will improve when the customers feel that the staff's communication style is familiar to their past experiences.

As H4-1, H4-2, H4-3 predicted, we find that the WOM-evaluation relationship is stronger when economic, cultural, and global distance goes longer. WOM is typically the indirect experience, thus customers may pursue relatively more novelty and exoticism in the case of WOM. The positive effect of WOM experiences goes stronger as the distance between two countries gets longer.

Therefore, we can induce the practical implications from these results that to improve the Korean food evaluation, it is better to produce more exotic and novel experiences to customer in the aspect of ATMOS and WOM, meanwhile it is better to serve customers within the range of having harmony with customers' past experiences in the aspect of FOOD and STAFF.

### **3. The Influence Power versus Experience Level**

We investigated by exploring the moderating effect of distances between home country and host country that if we should pursue the localization or exoticism when we try to globalized Korean food. This study is meaningful for the marketer's decision making by offering the criterion of localization by experience elements regardless of countries we try to target.



[Figure 3] Impact-Experience Matrix by Countries

Here, we will grasp the situation of 4 T/P experience elements from the customers of 7 countries. We acquired the data of 4 T/P experiences directly from the online survey and also drew out the regression coefficients which indicate the influential power of 4 T/Ps to the customer's evaluation from HLM analysis results. Thus, we can find out which experience element have the strongest influence on customer's evaluation but at the same time, have the lowest score at the positive experience level. Since the budget for marketing activity is limited, marketers should decide the rank among the action items for the decision of urgency. For example, if ATMOSPHERE strongly influences on customer's evaluation but generates the low level of positive experience level, marketers should implement the action item belong to ATMOSPHERE preferentially to raise customer's positive experience level of ATMOSPHERE.

In the results of regression model, we plotted matrix([Figure 3]) that represented experiential influence and the level of positive experience. The average value of each axis is lined on the plot to represent 4 quadrants. In [Figure 3], touch points in the lower-right quadrant that shows high influence, low positive experience has #1 priority to manage, and the lower-left quadrant with low influence and low positive experience has the second priority for management.

From the T/P point of view, as for the USA, WOM and ATMOSPHERE have the strong influential power but have low positive experience level. Thus for the American's WOM and ATMOSPHERE should be managed. As for China, Australia and UAE, we can find out commonly that WOM need to be managed the most urgently. In Japan, Hong Kong, and Thailand, no T/Ps in the lower-

right quadrant were observed. However, we saw atmosphere in the lower-left quadrant in Japan, atmosphere/staff in Hong Kong, and atmosphere/WOM in Thailand in the same quadrant are to be managed. Commonly in 3 countries, we can find the food element in the upper-right which means that the element has the big influence as well as high positive experience level. Food element needs to be managed not to retreat the customer's positive experience level.

As we see at the [Figure 3], WOM element has generally low score at the y-axis which indicates the customer's positive experience level. It implicates that our communication strategy for Korean food globalization need to be restructured to raise up the foreign customer's evaluation on Korean food. At the HLM estimation result table, we verified that as the distances between two countries get longer, the positive effect of WOM goes intensified. Thus, we can prospect that more exotic and novel contents in the promotional materials will improve the efficiency of communication strategy.

## DISCUSSIONS

This research was designed to test the hypotheses that economic, cultural and global distance of international customers may have moderating effects on their ethnic Korean food experience. The result of HLM estimates([Table 7]) shows that No. of dining out and No. of ethnic restaurant visit had negative impact on customers' evaluation of Korean food. This implies that customers who tend to eat out and consume ethnic food on regular basis are not the primary target for Korean food, since they may have developed their explicit preference toward certain other ethnic food types. It may be more plausible to target the secondary customer group who tend to eat out on less frequent basis, yet interested in ethnic food. This customer group may not have fully developed their taste and preference for ethnic restaurants, thus they may be more accepting toward Korean food, subject to appropriate marketing and promotion.

For the customers whose economic, cultural and global distances are closer, customers' positive experiences on food and on staff were found to have increasingly significant impact on their Korean food evaluation. On the other hand, for the customers whose economic, cultural and global distances are further away, customers' positive experiences on restaurant atmosphere and on word-of-mouth (WOM) were found to be increasingly important to Korean food evaluation. These two outcomes indicate that physical and direct experiences such as food itself and staff's service may have different effect compared to indirect experience/perceptual image such as atmosphere and WOM, when it comes to customers' evaluation of Korean food. This implies that differentiated marketing and promotion efforts may need to be developed for customers in different countries (i.e. customers with different extent of socio-cultural, global distance).

Overall, both qualitative and quantitative results show that customers consider the quality of Korean food to be reasonably good, but WOM aspects of Korean food is relatively weak and in some cases negatively cited.

## REFERENCES

- Appadurai, A.(1986), How to Make a National Cuisine: Cookbooks in Contemporary India, *Comparative Studies in Society and History*, 30(1), 3-24.
- Appadurai, A.(1996), *Modernity at Large: Cultural Dimensions of Modernity*. Minneapolis: University of Minnesota Press (1996).
- Berry, H., Guillen, M., & Zhou, N.(2010). An institutional approach to cross-national distance, *Journal of International Business Studies*, 41(9), 1460-1480.
- Cho, M. S., Ko, S. I., & Oh, S. Y.(2007), An Importance-Performance Analysis of Korean Food, *Korean Journal of Tourism Research*, 22(1), 265-287.
- CMA(2007), Trendstudie Food. Ernährungsinformation der CMA 02/2007. URL: <http://www.cma.de>
- Conway, T. & Swift, J. S.(2000), International relationship marketing: The importance of psychic distance, *European Journal of Marketing*, 34(11/12), 1391-141.
- Cox, J. & Dale, B. G.(2002), Key quality factors in Web site design and use: an examination, *International Journal of Quality & Reliability Management*, 19(7), 862-888.
- Craig, C. S., Douglas, S. P., & Bennett, A.(2009), Contextual and cultural factors underlying Americanization, *International Marketing Review*, 26(1), 90–109.
- Dorant et al.(2001)
- Dow, D. & Karunaratna, A.(2006). Developing a multidimensional instrument to measure psychic distance stimuli, *Journal of International Business Studies*, 37(5), 578–602.
- Duhan, D. F., Kiecker, P. L., Areni, C. S., & Guerrero, C.(1988), Origin Information and Retail Sales of Wine, *International Journal of Wine Marketing*, 11(3), 44-57.
- Featherstone, M. *Undoing Culture*, London Thousand Oaks New Delhi: Sage Publication (1995).
- Ghemawat, P.(2001), Distance still matters, *Harvard Business Review*, September, 1-11.
- Goffon, L. & Ness, M.(1991), Twin Trends: Health and Convenience in Food Change or Who Killed the Lazy Housewife? *British Food Journal*, 93(7), 123–131.
- Greenwald, A.G.(1968), Cognitive learning, cognitive response to persuasion, and attitude change, In A. G. Greenwald, T. C. Brock, & T. M. Ostrom (Eds.), New York: Academic Press.
- Ha, J. & Jang, S. C. S.(2010), Perceived values, satisfaction, and behavioral intentions: The role of familiarity in Korean restaurants, *International Journal of Hospitality Management*, 29, 2-13.
- Hakanson, L. & Ambos, B. (2010), The antecedents of psychic distance, *Journal of International Management*, 16(3), 195-210.
- Hayn, D., Empacher, C., & Halbes, S.(2005), Trends und Entwicklungen von Ernährung im Alltag. Institut für sozial-ökologische Forschung, Frankfurt am Main.
- Hofstede, G.(1980). *Culture's Consequences*, New York: Sage Publications.
- Jang, S. & Ha, A.(2009), Asian foods in the U.S.: Developments, customer profiles, and experiences, *Journal of Foodservice Business Research*, 12, 403-412.
- Jang, S. C. S., Ha, A., & Silkes, C. A.(2009), Perceived attributes of Asian food: From the perspective of the American customers,

- International Journal of Hospitality Management*, 28, 63-70.
- Jensen, H. H. (2006), Consumer Issues and Demand. Choices – *The magazine of food, farm, and resource*, 21(3), 65-169.
- Johanson, J. & Vahlne, J.-E.(1977), The internationalization process of the firm—a model of knowledge development and increasing foreign market commitments, *Journal of International Business Studies*, 8(1), 25–34.
- Johanson, J. & Wiedersheim-Paul, F.(1975), The internationalization of the firm: four Swedish cases, *Journal of Management Studies*, 12(3), 305–322.
- Kang, J. & Lee, J. Y.(2012), Institutional distance, international divestment, and organizational capabilities, Academy of Management Best Paper Proceedings.
- Kim, I. S. & Kim, S. H.(2004), The Factors which Influence Evaluation of Food Service : A Cross-National Study for Korea and Japan, *Korean Journal of Tourism Research*, 18(3), 123-141.
- Kim, K. J. & Park, K. Y.(2007), Research on Development Concept of Korean Restaurant through Conjoint Analysis Focused on Breakfast Foodservice Market, *Journal of tourism sciences*, 31(5), 319-336.
- Kim, S. A., Lee, M. A., Kim, E. M., and Lee, S. J.(2004), The Gap Analysis of Recognition and Preference for Korean Traditional Foods and Restaurants between Foreign Visitors and Foreign Residents, *Korean Journal of Food and Cookery Science*, 20(6), 619-629.
- Kim, S. H.(2004), Korean Menu Preference and Buying Behaviors on the Japanese Residents in Korea, *Journal of Foodservice Management Society of Korea*, 7(3), 129-148.
- 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.
- Lee, H.-S.(2012), Korea ranks below China, Thailand in Food Globalization. KoreaTimes, 2012-04-22 16:59, [http://www.koreatimes.co.kr/www/news/biz/2012/11/123\\_109458.html](http://www.koreatimes.co.kr/www/news/biz/2012/11/123_109458.html).
- Lee, S. M. & Chung, H. Y.(2009), A study on revisiting, satisfaction and Korean restaurant selection of foreigners living in the Korea, *Journal of Foodservice Management Society of Korea*, 12(1), 293-313.
- Liu, Y. & Jang, S.(2009), Perceptions of Chinese restaurants in the U.S.: What affects customer satisfaction and behavioral intentions?, *International Journal of Hospitality Management*, 28, 338-348.
- Luostarinen, R.(1980), Internationalization of the Firm, The Helsinki School of Economics, Helsinki.
- Manev, I.M. & Stevenson, W.B.(2001). Nationality, cultural distance, and expatriate Status: Effects on the managerial network in a multinational enterprise, *Journal of International Business Studies*, 32(2): 285-303.
- Meyer, C. & Schwager, A.(2007). Understanding Customer Experience, *Harvard Business Review*, 85(2), 116-126.
- Milla, M.G. & Milla, K.U.(1996), The Effects of Direct and Indirect Experience on Affective and Cognitive Responses and the Attitude–Behavior Relation, *JOURNAL OF EXPERIMENTAL SOCIAL PSYCHOLOGY*, 32, 561–579
- Morosini, P., Shane, S., & Singh, H.(1998), National cultural distance and cross-border acquisition performance, *Journal of International Business Studies*, 29(1), 137-158.
- National Restaurant Association(1983), Consumer expectations with regard to dining at atmosphere restaurants.
- National Restaurant Association(2004), Restaurant Industry Forecast-2005.
- Nicovich, S. & Cornwell, T.B.(1998), An internet culture?: Implications for marketing, *Journal of Interactive Marketing*, 12(4): 22-33.
- Pattnaik, C. & Lee, J.Y.(forthcoming), Distance and divestment of Korean MNC affiliates: The moderating role of entry mode and experience, *Asia Pacific Business Review*.
- Raudenbush, S.W. and Bryk, A.S.(1986), A hierarchical model for studying school effects, *Sociology of Education*, 59(1), 1-17.
- Reisinger, Y. & Turner, L.(1999), A cultural analysis of Japanese tourists: Challenges for tourism marketers, *European Journal of Marketing*, 33(11/12), 1203-1227.

- Rotondaro, R.G.(2002), Defining the customer's expectations in e-business, *Industrial Management & Data Systems*, 102(9), 476-482.
- Schmitt, B. H.(1999), *Experiential Marketing: How to get customers to sense, feel, think, act, relate to your company and brands*. New York: The Free Press.
- Schmitt, B. H.(2003), *Customer experience management: A revolutionary approach to connecting with your customers*, John Wiley & Sons Inc, Hoboken, NJ, USA.
- Schmitt, B. H.(2003), *Customer Experience Management*, NJ: John Wiley&Sons, Inc.
- Seber, G.A.F.(1984), *Multivariate Observations*, New York: Wiley.
- Slangen, A.H.L. & Beugelsdijk, S.(2010), The impact of institutional hazard on foreign multinational activity: A contingency perspective, *Journal of International Business Studies*, 41, 980–995.
- Slangen, A.H.L. & Hennart, J.F.(2008), Do multinationals really prefer to enter culturally distance countries through greenfields rather than through acquisitions? The role of parent experience and subsidiary autonomy, *Journal of International Business Studies*, 39, 472–490.
- Song, J. & Shin, J. (2008), The paradox of technological capabilities: a study of knowledge sourcing from host countries of overseas R&D operations, *Journal of International Business Studies*, 39, 291–303.
- Stöttinger, B. & Schlegelmilch, B.B.(1998), Explaining export development through psychic distance: Enlightening or elusive?. *International Marketing Review*, 15(5), 357-372.
- Suh, S. H. & Ryu, K. M. (2009), Chinese Customers' Perception of Korean Foods and Satisfaction and Revisit Intentions to Korean Cuisine Restaurants - A Focus on Visiting Experience and Frequency of Visits -, *KOREAN J. FOOD CULTURE*, 24(2), 126-136.
- Swift, J.S.(1999), Cultural closeness as a facet of cultural affinity: A contribution to the theory of psychic distance. *International Marketing Review*, 16(3), 182-201.
- Wilson, T. D. & Klaaren, K. J. (1992), "Expectation whirls me round": The role of affective expectations on affective experiences. In M. S. Clark (Ed.), *Review of personality and social psychology: Emotion and social behavior* (Vol. 14, pp. 1–31), Newbury Park, CA: Sage.
- Yang, S. S., Chung, C., Yook, Y., & Cho, M. S.(2009), Market Segmentation of Chinese Tourist to Jeju by their Evaluation of the Quality of Korean Food, *Journal of tourism sciences*, 33(5), 387-408.
- Yoon, H. R.(2005), A Study on Recognition and Preference of Korean Foods for Foreigners in Different Nationality, *Journal of the Korean Society of Food Culture* , 20(3), 367-373.
- Zajonc, R. B. (1980), Feeling and thinking: Preferences need no inferences, *American Psychologist*, 35, 151-175.



## 중국소비자들의 위조명품 구매의도에 미치는 요인에 관한 실증연구: 소비 동조성을 중심으로

문철주

동아대학교 경영대학 국제무역학과 교수

(cjmoon@dau.ac.kr)

김주원

성균관대학교 현대중국연구소 연구교수

(juwon1123@skku.edu)

### 요 약

본 연구는 중국소비자들의 위조명품 구매의도에 미치는 요인이 무엇인지를 파악함으로 효과적인 브랜드마케팅 전략에 대한 시사점을 제공하고자 한다. 구체적으로 본 연구는 중국소비자들의 개인적 차원과 사회적 차원에서 어떤 요인들이 위조명품에 대한 구매의도에 영향을 미치는지를 실증연구 한다. 특히 본 실증연구는 중국소비자들의 위조명품에 대한 구매의도에는 동조성 욕구가 매개변수로 작용하고 있음을 파악하고, 동조성 욕구에는 어떤 요인들이 영향을 미치는지를 밝히려고 한다. 이러한 연구결과는 향후 중국소비자들의 모조명품 소비문화와 구매행동을 심층적으로 이해하고, 중국내수시장공략에 대한 전략적 시사점을 제공한다.

**Key Words:** 중국소비자, 위조명품, 동조성, 소비문화, 구매태도

## I. 서론

주지하듯이 세계의 공장에서 세계 최대의 소비자시장이 된 중국시장은 브랜드이미지를 중시하는 시장이 되었다. 브랜드이미지가 중국소비자의 주요 구매요인의 하나로 강력히 포지션 된 가운데 글로벌 기업들은 중국시장이 브랜드의 각축장이라는 인식 아래 진출 초기부터 품질 좋은 고급 브랜드라는 명품 이미지를 구축하려는 마케팅활동을 하고 있다.

중국시장에서 브랜드이미지가 중요시 되고 명품열기가 확산되면서 선뜻 진품을 구입하기 어려운 젊은 계층들이 명품제품의 디자인과 거의 유사한 위조브랜드를 구입하는 것이 또 하나의 추세로 되어 가고 있다. 특히 과시소비나 쾌락적 소비성향이 높고 고가의 명품브랜드를 구매할 경제적 여유가 없는 소비자들이 위조브랜드의 구매를 통해서라도 자신의 상징적 가치를 높일 수 있다고 생각하기 때문에 위조브랜드를 선호하는 현상이 나타났다.

명품복제는 이미 세계적으로 증가추세로 접어들었으며 동아시아지역을 중심으로 증가하고 있고 (Wee, Tan, and Cheok 1995), 특히 중국이 전 세계에서 생산, 유통되는 다양한 위조제품의 상당량을 생산하여 판매하고 있다. 또한 위조제품의 수출도 적지 않게 이루어지면서 위조제품에 대한 내수시장도 거대하게 형성되어 있다.

기존 연구에서 명품복제와 관련된 연구 방향은 먼저, 소비자 관점에서 복제제품을 구입하는 이유와 구입자 특성에 대한 연구(나종연 외 2010; Albersmiller 1999; Bian and Moutinho 2009; Bloch, Bush and campbell 1993; Cordell, Wontada and Dieschnich 1996; Penz and Stottinger 2005; Wilcox, Kim and Sen 2009), 그리고 기업관점에서 복제품이 가져오는 재정적 피해와 대응전략에 관한 연구(Givon, Mahajan, and Muller 1995; Green and Smich 2002)로 대부분할 수 있다. 그런데 복제품이 명품브랜드 태도에 어떻게 영향을 주는가에 대한 실증 연구는 드문 편이며(유재미, 2011), 또한 브랜드 구매의도에 미치는 영향에 대한 실증 연구도 많지 않은 실정이다.

이런 가운데 본 연구는 위조품거래 참여자 중 위조품을 구매하는 소비자에게 초점을 맞추어 중국시장에서 실제로 위조품을 구매하는 중국소비자를 대상으로 실증 연구함으로써 중국의 위조명품브랜드 소비시장과 중국 소비문화간의 관계를 이해한다. 또한 중국 소비자들이 위조제품을 구매하는 요인이 무엇인지를 밝히며, 어떤 요인이 중국 소비자들의 위조제품에 대한 구매태도에 영향을 미치는지를 규명하여 브랜드마케팅의 전략적 시사점을 제공한다.

## II. 이론적 배경 및 연구가설

### 2.1 위조제품 및 위조브랜드

중국은 전 세계의 짝퉁 상품 중 3분의 2가 생산될 정도로 위조제품의 생산과 판매가 이루어지고 있다. 날이 갈수록 위조제품의 질도 향상되고, 위조제품을 알면서도 사려고 하는 소비자가 상당수가 있다. 중국에서 진품과 비슷한 위조제품들이 계속해서 나오게 된 이유는 중국소비자들 가운데 지적재산권의 개념이나 위조 복제가 왜 불법인지 모르는 사람이 많기 때문이다.

위조제품은 거짓으로 속여서 진짜처럼 만든 제품으로서 진품과 똑같은 상표를 붙이고 있는 위조 불법제품(terry&Newman, 1991)으로 진품 보다 싼 가격으로 팔리고 있는 제품을 의미한다. 또한 정당한 권한이 없는 제 3자가 타인의 상표를 불법적으로 부착하거나 타인의 제품을 모방한 제품을 말한다. 남을 속이는 것과 그렇지 않은 것의 구별 즉, 위조를 포함하고 있는 위조품과 명품의 두 가지 취급 품 간의 구별은 매우 중요하다. 그러나 남을 속이는 위조제품은 소비자들이 구매할 때 짝퉁 제품을 구매하고 있다는 것을 인식하지 못한다(Grossman and Shapiro, 1988a). 달리 표현하자면 소비자들은 그들이 진짜 제품을 구매하고 있다고 믿는다. 위조품 이용자들 중 일부는 복제본이지만 거의 진짜 제품과 흡사한 것으로 여기고, 다른 일부는 진짜 제품들을 가질만한 여유가 없는 사람들인 경우가 있다(Stipp, 1996). 이는 결국 소비자가 아닌 위조품 공급자들의 입장에서 보면 정품을 가질 수 없는 다른 소비자들에게 그들의 꿈이 저가에 실현될 수 있도록 해 주는 것이다(Zaichkowsky, 2000).

이와 관련하여 기존의 연구가 제품위조의 공급에 대한 연구(Bloch et al., 1993; ordell et al., 1996; Wee et al., 1995)가 이루어져 왔지만, 위조품에 대한 정품 명품제품의 소비자들의 태도나 반응을 조사한 연구는 많지 않다(Zaichkowsky, 2000). 이에 본 연구는 위조품 구매태도에 영향을 미치는 요인을 사회적 차원의 요인과 개인적 차원의 요인으로 구분하여 알아보고자 한다.

### 2.2 위조품 구매의 사회적 요인

#### 2.2.1 준거집단

준거집단의 개념이 행동과학에 처음 등장했을 때는 가족이나 친구와 같이 단지 직접적인 대면관계를 유지하고 있는 개인이나 집단만을 준거집단이라 지칭했지만, 오늘날에는 직접적인 대면관계에 있는 집단이나 개인은 물론 자신이 원하는 방향으로 행동하려고 하고 선호하는 특성을 갖추려 애쓰게 되는 이른바 예기사회화(anticipatory socialization)에 영향을 미치는 영화배우, 스포츠스타, 정치 지도자 등 고려할 때 준거집단은 개인의 가치 태도, 행동에 직접 또는 간접적으로 영향을 주는 모든 개인 또는 집단을 의미한다. 그리하여 어떤 개인의 행동이나 목표설정에서 그에게 개인적 가치의 표준 내지 규범, 준

거점을 제공해 준다고 인식하는 집단이 있을 때 이를 준거집단이라고 부르며 하나의 준거집단으로 간주될 수 있는 것은 개인을 비롯하여 가족, 친구, 사회계층, 지역사회에 이르기 까지 매우 다양하다(박종근 1993). 또한 제품의 종류에 따라서 영향을 미치는 준거집단이 달라진다(Howard and Sheth, 1969). 준거집단의 정의로 다음 세 가지 관점이 포함된다. 첫째, 개인이 자신의 태도, 행동, 성과를 비교하는 집단 즉 개인에 대한 비교적으로 작용하는 집단이다. 두 번째는 개인이 소속되기를 숙망하는 집단, 마지막으로 개인 자신의 행동에 대한 준거의 틀로써 집단의 사회적 관점을 받아들이는 집단이다. 일반적으로 사회적으로 멀리 떨어진 준거집단의 구성원과 그들의 활동에 대해 호의적인 태도를 가진 사람일수록 그 집단에 의해 영향을 받기 쉽다.

### 2.2.2 타인의식 소비

중국소비문화에는 타인을 의식하는 체면문화가 있다. 사회심리학의 사회적 추론으로 보면 어떤 집단에 속한 개인은 집단 내의 타인에 의해 영향을 받는다(Campbell and Fairey, 1989). 또한 타인을 의식하는 정도에 따라 집단주의 방향으로 소비자 행동을 이해하고 예측함으로 개인보다는 집단의 견해나 욕구 및 목표에 비중을 더 두고, 개인의 즐거움보다는 집단에 규정된 규범 및 의무에, 집단과 차별화된 신념보다는 자기 집단과 공유된 신념과 자기집단에 협력할 자세에 더 많은 비중을 둔다(이철, 장대련 1994; Hofstede 1990; Triandis 1989).

타인을 의식하는 행위와 관련하여, 김주호(2011)는 사회적으로 인식되어지고 있는 명품이나 위조품에 대한 사회구성원의 태도에 밀접한 관계가 있기 때문에 남을 의식하는 행위가 고가의 명품을 구매할 경우에 영향을 주며 명품을 대체하는 위조품의 구매행위에도 영향을 줄 것으로 보고 있다. 그러나 남을 의식하는 정도가 진품 혹은 위조품의 구매행위에 긍정적 영향, 혹은 부정적 방향으로 영향을 줄 것인가에 대해서는 단정하기가 어렵다고 한다. 이에 본 연구에서는 타인을 의식하는 소비가 위조품 구매행위에 어떤 영향을 주는지 연구할 실증 분석할 필요가 있다고 본다.

### 2.2.3 사회적 규범

개인이 타인의 행위와 일치하기를 바라며 동시에 타인들로부터 자기에 대한 기대를 저버리는 것을 회피하려는 생각에서 타인이나 집단의 기대에 순응하는 것으로 집단이 개인에게 매력적이고 개인이 그 집단에 받아들여지기를 원할 때 동조를 유발하게 된다. 이런 유형의 동조행위는 개인이 자기 자신을 위하여 타인에게 동조하는 것 그 자체가 목적이 되며 집단규범에 동조하였을 때 얻어지는 중요한 보상은 그 집단에 수용된다.

또한 어떤 집단에 속한 개인이 집단 내의 타인에 의해 영향을 받는 것은 집단에서 받게 되는 보상이나 처벌과 관계가 있으며(Campbell and Fairey, 1989), 이를 규범적 차원의 동조라고 할 수 있다. 이는 타인으로부터 고립될지도 모른다는 두려움에서 비롯된다고 볼 수 있는 것(Nowlie-Neumann, 1974)이기 때

문에 타인으로부터 긍정적으로 평가받고 사회적으로 인정받을 수 있는지를 근거로 의사결정을 한다(Termaia et al, 2009). 그러나 타인을 의식하는 행위가 행위자 주변인이 강요하는 압력이 아닌 행위자 스스로가 상황적 맥락에서 추론하기 때문에 규범적 압력이라고 한다(Sassenberg and Postmes, 2004).

보통 사회의 규범적 압력은 개인이 속한 문화와 밀접한 관련이 있다. 이는 문화라는 것이 사회의 구성원으로 개인이 획득하는 지식, 신념, 법률, 관습 등을 포함하는 복합체로(Sheth 1973)로서 문화 속에는 이상적인 행동기준이 포함되어 있기 때문에 사회구성원들에게 자신이 속한 사회에서 어떤 행위가 적절한지에 대한 기준을 제시한다(이철 1998). 이에 본 연구는 중국 소비문화 속에 사회윤리적인 측면 및 사회적 규범이 작용한다면 위조품 소비 동조에 부정적인 영향을 미칠지도 모른다고 생각하여 실증연구할 필요가 있다고 본다.

## 2.3 위조품 구매의 개인적 요인

### 2.3.1 가격민감성

소비자들은 품질을 중시하면서도 가격도 상대적으로 중요한 요인으로 생각한다. 가격 민감성은 가격 의식과 유사한 의미로 가격인식은 구매자의 가격에 대한 지식을 말하고 가격의식은 가격 차이에 대한 구매자의 민감도를 말한다. 가격의식이란 소비자가 제품에 대해 보다 높은 가격을 지불하지 않으려는 정도이다. 만약 제품의 독특한 특징에 비해 브랜드 별 가격에 대해 소비자는 구매를 회피한다(Monroe and Petrosious, 1981). 또한 가격의식은 개인별 강도가 다양한 지속적인 경향으로써 소비자들은 제품별로 각기 다른 가격 자각을 느낀다. 이는 소비자 개개인의 교육수준과 사회화 정도가 다르기 때문이다(Tai and Tam, 1997).

Zeithaml(1987)은 하나의 제품에 대해 가치를 구성하는 요소는 매우 개인적이며 독특하다고 언급하였다. 그렇기 때문에 가격결정시 경제적 측면과 함께 심리적 측면이 고려되어야 하는데 제품 또는 서비스의 질에 대해 대부분의 소비자들은 이를 정확히 평가할 수 없기 때문에 단지 제한된 정보와 자신이 가지고 있는 지각에 기초하여 제품이나 서비스를 평가하게 된다. 따라서 가격결정에 있어서 가장 중요한 요소는 소비자들이 가격을 어떻게 인식하고 있으며 그러한 인식이 어떻게 하여 형성되는가를 파악하는 것이다. 따라서 가격에 대한 인식은 매우 주관적이라고 할 수 있을 것이다. 또한 오정은(2001)은 가격민감성을 가격 또한 가격변화에 대해 예민한 반응태도를 나타내는 소비자가 의사결정 기준으로 가격을 부정적인 역할로 사용하는 정도로 정의할 수 있다. 그런데 가격 의식적인 소비자들은 반드시 가장 낮은 가격을 지불하려는 것은 아니지만 더 비싼 대안 제품의 차별적인 특성들이 더 높은 가격으로 정당화 될 수 없을 때에는 더 낮은 가격을 지불하려는 경향이 있다(Monroe and Petrosious 1981).

### 2.3.2 위험지각

소비자의 어떤 행동들이 개략적이거나 어느 정도의 불확실성을 갖고 예견할 수 없는 결과들을 초래할 수도 있는데 이러한 예상치 못한 결과 중에서 어떤 것은 바람직하지 못한 것일 수도 있다는 점에서 위험이 따르게 된다. 위험지각이란 객관적, 확률적 위험과는 구별되는 것으로 소비자가 브랜드 선택, 상점 선택, 구매 방식의 선택 등과 같은 선택 상황에서 객관적인 상황 인식을 벗어나 주관적으로 지각하는 위험이다(Bauer, 1960).

Cox(1967)는 위험지각은 구매 목적의 불확실성에 의해 일어난다고 보고 구체적으로 자신의 구매 목적이 무엇인지 확실히 알지 못하는 경우 어떤 선택이 구매 목적에 가장 일치되어 만족스러운 것인지 확실히 알지 못하는 경우 그리고 구매가 자신의 구매 목적을 만족시키는데 실패할 경우 어떤 불리한 결과를 초래할 것인지에 대해 확실히 알지 못하는 경우라는 3가지 불확실성 중 하나 이상의 상황이 소비자의 심리 속에 존재하게 되는 상황을 위험지각의 상황으로 규정할 수 있다고 하였다. 또한 Taylor(1974)는 지각된 위험을 불확실성의 개념과 일종의 심리적 주저함으로 정의하고 선택상황에서는 항상 미래의 결과와 결과의 중요성 그리고 선택의 결과로 생기는 기대치로 볼 수 있다.

Roselius(1971)는 위험지각을 일종의 심리적 주저로 보았으며 소비자에게 불확실성과 불안을 야기시킨다는 위험지각의 결과를 제시하였다. 소비자들은 제품의 구매를 원하지만 그것을 구매함으로써 발생하는 손실 사이에서 딜레마에 빠지기 쉬우며 이와 같이 소비자가 구매행위를 수행하는데 있어 인지하는 위험을 지각위험이라고도 하였다.

### 2.3.3 과시소비성향

과시소비는 자신의 지위나 부를 과시하기 위하여 남의 시선을 끄는 경제적 행동으로 금전력을 과시하기 위한 목적으로 많은 규모의 재화와 용역을 소비하는 것이다. 그리고 과시소비의 본질은 소비자가 재화 용역의 사용으로부터 효용을 얻기보다 사치와 낭비 그 자체로부터 효용을 얻는 것으로 남에게 보이기 위한 지출이다(Veblen, 1899). 이와 같은 입장에서 보면 과시소비는 자신의 지위를 드러내기 위한 목적으로 부를 전시하는 것 즉 재화와 용역을 사용하는 것으로 정의된다(Veblen, 1912, Mason, 1981).

그리고 과시소비란 지위상품을 고가의 가격으로 구매할 수 있는 능력을 다른 사람에게 과시하려는 욕망에 의해 자극 받아 행해지는 것으로 제품의 경제적 또는 물리적 실체보다는 비 제품적 또는 사회적 실체에 의해 타인에게 영향을 주려는 소비유형이다(mason, 1981). 그런데 과시적 소비행동이 일어나는 조건은 환경적 영향력인 사회의 가치관과 개인적 성향이라고 할 수 있다.

또한 Mason(1981)은 과시소비를 새로운 지위획득을 위한 목적에서 행하는 수직적 과시소비와 이미 획득된 지위수준을 유지, 방어하려는 목적으로 하는 수평적 과시소비로 구분하였다. 그리고 성영신(1994)은 과소비의 유형을 과소비의 목적에 따라 과시소비와 체면소비 그리고 과소비의 방법과 과정에 따라 동조소비와 광고의존소비로 구분하여 살펴보았다. 성영신(1994)에 의하면 과시소비는 존경과 인정

의 수단으로서 부를 사용하는 소비행위이다. 그리고 경제 수준을 넘어 신분에 맞는 소비를 하려는 체면소비와 경제적 여건이 따르지 않더라도 자신의 신분과 부가 실제 이상으로 평가되기 위해 눈가림과 위장을 하는 것을 허세소비로 봄으로써 과시소비와 체면소비, 허세소비를 구분하였다. 그렇지만 과시소비의 개념에는 체면과 허세에서 나오는 소비를 포함시키는 것이 타당하다고 본다. 김병서(1990)는 과소비를 과잉소비와 과시소비로 구분하여 과잉소비를 행동적 차원의 과소비, 과시소비를 사회적 차원의 과소비로 보았다.

그리고 Mammen과 Whan(1987)은 과시소비를 가족의 수입에 의해 지위를 강화시켜주는 특정 상품이나 서비스의 향유로 정의함으로써 과시소비를 구체적인 제품의 소유여부로 판단하였다. 또한 백경미와 이기춘(1993)은 과시소비의 구체적인 행동으로 남의 시선을 의식하고 자신의 지위나 부를 자랑하기 위한 제품사용, 유명상표 선호, 국산품보다는 수입제품 사용, 다른 사람들과 비교해 고가품을 구매한다고 하였다. 또한 이지혜(1997)는 과시소비를 타인에게 보이기 위한 소비, 즉 소비를 통해서 타인에게 자신의 사회적 지위를 인정받기 위한 것이라고 하였고, 편세린(1997)은 과시소비를 제품 및 서비스의 상징성을 통하여 지위를 획득하거나 유지하려는 목적으로 타인에게 부를 과시할 수 있는 제품이나 서비스를 구매 사용하는 것이라고 정의하였다. 과시소비성향을 정의함에 있어 과시소비성향의 영향요인을 분석한 이미용(1991)은 과시소비를 지위획득이나 유지, 신분상승을 위하여 남에게 보이기 위한 지출, 즉 사회적 목적을 위해 행해지는 특별한 소비로 보았는데 이것은 즉 과시소비를 첫째, 명성을 위한 낭비적 지출 둘째, 지위나 신분획득을 위해 자신의 부에 대한 능력을 사회적으로 과시하는 행동으로 사회적 목적을 위해 행해지는 특별한 구매결정으로 보았으며 그 영향요인의 하나로 지위를 나타내는 수단으로서 재화가 효과적이 되도록 하는 물질주의성향이 있다고 하였다.

## 2.4 소비 동조성

동조(conformity)란 개인이 다수의 타인들이 어떤 행위를 하고 있을 때 자의적으로 그 행위를 따라하는 행위를 말한다. 사회심리학자들은 동조를 실제적 압력 혹은 상상된 압력의 결과로 신념에서 혹은 행동에서의 변화(Kiesler and Kiesler, 1969), 또는 집단기준에 근거해서 자신의 신념과 행동을 변화시키는 경향(Baron & Byrne, 1991)이라고 정의 했으며, 또한 사람들이 타인들의 평가나 구매행동을 관찰하게 됨으로써 자신도 제품 평가나 구매태도를 바꾸는 것(Lascu & Zinkhan, 1999)이라고 정의했다.

이처럼 동조는 일반적으로 집단의 성향을 따라가거나 자신의 신념이 불분명 할 때 나타나는 사회심리학적 현상이다. 동조에 대한 집단압력은 소비심리학과 사회심리학에서 사회적 영향과 대인영향으로 표현되고 있다. 동조성은 다른 사람들의 영향이 개인행동을 결정하는 중요한 요소이기 때문에 소비자 행동을 설명하기 위해 사용되는 모델에서 사회적 영향이 포함된다(Bearden et al., 1989).

이와 같은 내용을 볼 때 동조성이란 실제 또는 상상의 집단압력에 의해 개인의 신념이나 행동이 영향을 받아 그들과 유사한 방향으로 변화하는 것으로 볼 수 있다. 그리고 동조가 사회심리학적 요소인 만큼 동조가 일어나는 상황과 시간, 조건 등 영향을 미치는 요소에 따라 동조의 유, 무 그리고 양이 결

정되어 진다. 보통 동조효과에 영향을 미치는 요인으로는 집단의 크기, 집단의 만장일치, 응집력(cohesion), 지위, 문화 등 여러 요인이 있다. 특히 지위가 높은 사람들은 일반적으로 보다 큰 영향력을 가지는 경향이 있어서 (Driskell and Mullen, 1990) 낮은 지위를 지닌 사람들보다 동조를 더 쉽게 유도한다. 심지어 사람들은 낮은 지위를 가진 사람의 의견에 동의하기를 적극적으로 거부하기도 한다. Walker, Harriman 및 Costello(1980)는 거리의 보행자들이 불품없이 차려입은 조사원보다 잘 차려입은 조사원의 요구에 더 잘 응해준다는 결과를 보고 했다.

또한 한 사회의 지배적인 문화유형에 따라서도 동조행동의 차이를 보이는데 일반적으로 아시아와 아프리카 등 집단주의 문화권에서의 동조양이 북미와 서유럽과 같은 개인주의 문화권에서의 동서양 보다 더 크다. Bond와 Smith(1996)는 집단주의 문화일수록 동조를 많이 하고, 개인주의 문화일수록 동조를 적게 한다고 하였다. 이는 집단주의 성향을 지닌 사람들이 개인주의 성향을 지닌 사람들보다 동조행동을 더 많이 하는 것으로 볼 수 있겠다.

## 2.5 구매의도

구매의도란 소비자가 어떤 제품을 구입함에 있어 어느 정도 특정한 미래행동을 하고자 하는 의지를 표현하는 것이다. 소비자는 어떤 제품에 대한 신념을 가지고 그에 따른 태도를 가지게 되는데, 태도는 직접 관찰될 수 없으므로 적절한 측정방법에 의해 추론해야 한다.

Engel et al.(1990)에 의하면 일반적으로 구매의도를 소비자의 예상된 또는 계획된 미래 행동을 의미하는 것으로 신념과 태도가 행동으로 옮겨질 가능성이라고 정의된다. 또한 구매의도란 제품이나 서비스를 구입하려고 하는 소비자의 경향으로써 특정 제품에 대한 구매 의지를 말한다. 구매의도란 최종 선택대안에 대한 구매결심 상태로서 실제로 구매를 할 의향이 있는지의 여부를 나타낸다. 소비자는 특정 상표에 대해 매우 호의적인 태도를 가지고 있다 하더라도 어떤 이유 때문에 그 상표를 실제로 구매할 가능성이 활발하다고 생각하면 그것에 대한 구매의사를 포기하는 경우가 많다. 구매의도가 태도와 행동을 매개하며, 따라서 소비자의 실제 구매행동은 그의 태도에 의해서가 아니라 구매의도에 의해서 좀 더 정확하게 예측할 수 있을 것으로 보는 것이다(김동기 등, 2001). Fishbein(1975)은 특정 대상이 여러 속성을 확인 하고 각 속성에 가중치를 주어 소비자의 태도를 밝힌 다속성 태도모형(Multi-attribute attitudemodells)을 발전시킨 확장모형(Fishbein's Extended Model)을 만들었다. Fishbein & Ajzen(1975)에 의하면 의도를 개인의 태도와 행동사이의 중간 변수로 사용한다. 소비자들이 어느 정도 특정한 미래행동을 하고자 하는 의지를 표현하는 것이라고 하였다. 행동의 수행 또는 비 수행에 대한 의도가 행동의 직접적인 결정 요인으로 보고한 개인의 행동을 예측하기 위해서 행동의도를 질문 하는 것이 가장 단순하면서도 효과적인 방법이라고 주장한다(김중의, 2005). Fishbein은 구매의도에 영향을 미치는 요소를 행동에 대한 태도와 사회적 규범이라 하였다. 행동에 대한 태도는 이전의 제품 사용에 대한 평가로 신념의 강도가 되며 사회적 규범은 행동하려고 고려하고 있는 특정 행동이 사회적으로 바람직하며 주위사람들로부터 기대되는 행동인가 주관적으로 판단한 것이다. 이러한 구매의도는 소비자 개인의 기질적요

인과 상화적요인의 영향을 받는다. 따라서 의도와행동 간의 관계에 영향을 미치는 여러 요인을 통제 하면, 구매행동을 예측하기 위해 구매의도를 사용할 수 있다(임종원, 1998). 태도와 실제 구매 행동 간에는 상당한불일치가 존재 하는데 이에 대한 이유는 다음과 같은 다양한 측면에서 설명된다(이찬우, 2000). 첫째, 소비자들의 특정브랜드에 대한 태도는 당초부터 구매와는 무관할 수 있다. 둘째, 소비자는 복수의 상표대안에 대해 긍정적 태도를 가질 수 있다. 셋째, 태도 측정시점과 구매행동이 영향을 받을 수 있다. 다섯째, 태도인출 가능성이 태도-구매행동 간의 관계에 영향을 미친다.

따라서 소비자는 어떤 제품의 구매여부를 결정할 때 그 제품자체에 대한 "태도"보다는 그 제품을 구매하려는 "구매의도"가 더 영향을 미친다고 할 수 있다.

한편, 사회 전체로 볼 때 개성을 보다 중요시하는 사람들, 즉 남들과 다른 외모를 통하여 자신을 표현하고자 하는 사람과 동조를 보다 중요시하는 사람들, 즉 남들과 유사한 외모를 갖추으로써 심리적인 안정감을 찾으려는 사람들이 공존하게 된다. 다른 사람에게 동조하는 이유는 타인을 정보의 원천으로 생각하며 타인이 여러 명일 경우에는 그들이 갖고 있는 정보의 총량이 자기가 단독으로 갖고 있는 정보량보다 크다고 생각하기 때문이며, 때 한 가지는 집단속에서 자기만이 타인들과 색다른 존재로서 이 단자가 되는 것을 꺼리는 심리가 작용하기 때문이다(정양은, 1988). 소비자행동에서 동조행동이 일어나더라도 동조를 가져오는 영향력의 종류나 동조를 하게 되는 개인의 동기에 따라 동조의 유형이 나누어질 수 있다.

그리고 동조행동은 개인의 특성뿐 아니라 개인이 속한 집단의 특성, 집단과 개인과의 관계, 개인이 처한 상황, 그리고 상품의 특성에 따라 달라질 것으로 생각한다. 또한 사회적 차원의 요인에 따라 소비 동조성이 영향을 받을 것으로 본다.

이에 본 실증 연구는 앞에서 언급한 사회적 차원의 요인(준거집단, 타인의식 소비, 사회적 규범)과 소비자 관련 개인적 차원의 요인(위험지각, 가격 민감성, 과시소비성향)이 매개변수인 소비동조에 어떤 영향을 미치는지를 파악하고, 또한 소비동조성이 위조명품브랜드 제품에 대한 구매의도에 어떤 영향을 미치는 지를 알아보려고 다음과 같은 가설을 설정하여 실증 분석하고자 한다.

#### <사회적 차원 요인의 연구가설>

- H1: 준거집단이 위조품 소비동조에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.
- H2: 타인의식 소비가 위조품 소비동조에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.
- H3: 사회적 규범이 위조품 소비동조에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

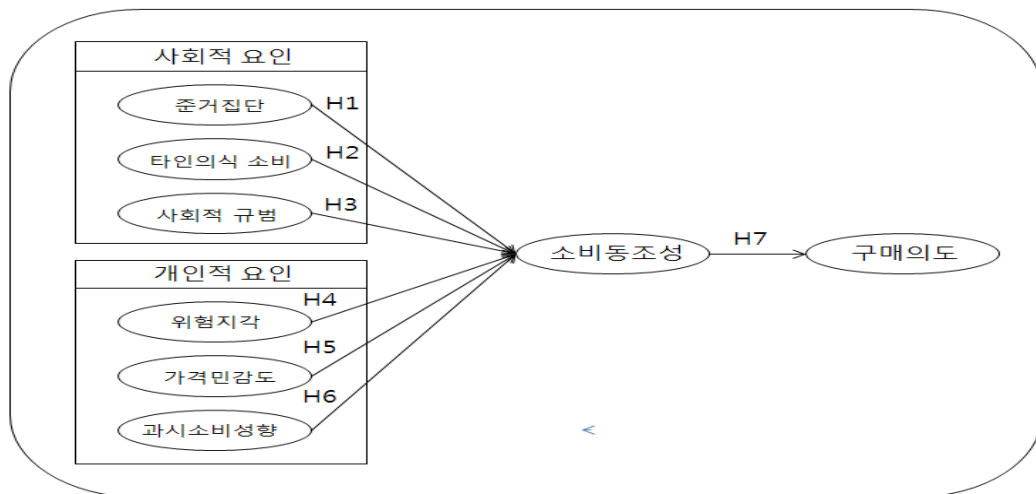
#### <개인적 차원 요인의 연구가설>

- H4: 위험지각은 위조제품에 대한 소비동조에 부정적인 영향을 미칠 것이다.
- H5: 가격민감도는 위조제품에 대한 소비동조에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.
- H6: 과시소비성향은 위조제품에 대한 소비동조에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

H7: 소비 동조가 위조품 제품에 대한 구매의도에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

이상과 같은 연구가설을 검증하기 위하여 <그림 1>과 같은 연구모형을 나타냈다.

<그림 1> 연구모형



### III. 실증분석

#### 3.1 표본의 특성

본 연구는 온라인 서베이에 의한 방법을 이용하여 자료를 수집하였으며, 위조명품 구매경험 있는 소비자를 실증 분석 자료로 사용하였다. 아래의 <표 1>은 실증 분석을 위하여 사용한 표본의 인구통계적 분포 및 특성을 나타냈다. 성별로는 여성(50.7%)과 남성(49.3%)의 분포가 비슷하고, 연령은 주로 20세에서 35까지 주로 젊은 층을 중심으로 조사되었다. 학력은 대학졸업이 68.3%, 석사 이상이 25.9%로 고학력자가 많은 것으로 나타났다.

<표 1> 인구 통계적 분석결과

구분	내용	응답자수	%	구분	내용	응답자수	%
성별	남성	101	49.3	학력	고졸	2	1.0
	여성	104	50.7		전문대	10	4.9
연령	20세~25세	61	29.8		대학	140	68.3

	26세~30세	95	46.3		석사이상	53	25.9
	31세~35세	49	24.0		응답자 합계	205	100
직업	학생	47	22.9	월수입	5,000위안 이하	110	53.7
	회사원	65	31.7		5,000~10,000위안	65	31.7
	공무원	10	4.9		10,000~15,000위안	16	7.8
	전문직	36	17.6		15,000~20,000위안	5	2.4
	자영업	13	6.3		20,000이상	9	4.4
	기타	34	16.6				
응답자 합계		205	100	응답자 합계		205	100

### 3.2 측정변수의 신뢰성과 타당성 검증

본 실증연구는 선정된 측정항목에 대한 신뢰성 검증을 하기 위하여 크론바하 알파(cronbach's alpha)를 사용하였다. 그리고 타당성 검증은 탐색적 요인분석을 실시하여 요인의 설명력과 결합관계를 통해서 타당성 검증을 하였다. 신뢰성 및 타당성 검증에 대한 분석결과를 <표 2>에 나타냈다. <표 2>에서 보듯이, 탐색적 요인분석결과 요인1은 과시소비성향 요인, 요인2는 윤리관 요인, 요인3은 사회명성 요인, 요인4는 구매태도 요인, 요인5는 위험지각 요인, 요인6은 가격민감 요인, 요인7은 동조성 요인, 요인8은 준거집단 요인으로 나타났다. 이때 각 구성개념 간의 요인적재량이 0.623 ~0.878로 타당성에는 문제가 없는 것으로 나타났다. 또한 각 요인별 일관성 여부를 판단하기 위해 신뢰성검정을 하였는데 신뢰계수가 모두 0.729 이상으로 신뢰성에도 별 문제가 없는 것으로 나타났다.

<표 2> 탐색적 요인 분석 결과

	1	2	3	4	5	6	7	8	Cronbach's α
과시소비3	0.802	-0.114	0.134	0.106	0.037	0.206	0.104	0.084	0.881
과시소비4	0.755	-0.067	0.081	0.323	-0.105	0.133	0.099	0.084	
과시소비1	0.703	-0.148	0.068	0.303	-0.132	0.208	-0.074	0.215	
과시소비5	0.645	-0.141	-0.101	0.401	-0.122	0.068	0.171	0.042	
과시소비2	0.641	-0.075	0.070	0.383	-0.181	0.154	-0.044	0.163	
윤리관5	-0.115	0.811	0.063	-0.042	0.129	-0.053	0.124	0.079	0.831
윤리관1	-0.181	0.800	0.143	-0.074	0.078	0.099	0.018	0.013	
윤리관4	-0.112	0.714	-0.007	-0.044	0.126	-0.012	0.166	0.009	
윤리관2	-0.008	0.703	0.160	-0.232	0.208	-0.017	-0.021	0.029	
윤리관3	0.002	0.623	0.010	-0.210	0.276	0.061	-0.082	0.203	
사회명성2	0.105	0.187	0.878	0.023	0.061	-0.034	0.083	0.067	0.862

사회명성1	0.123	0.133	0.808	-0.038	0.120	-0.055	0.213	0.062	
사회명성4	0.014	0.025	0.783	0.024	0.090	0.078	0.223	0.171	
사회명성3	-0.064	-0.013	0.722	-0.046	0.103	0.236	0.156	0.133	
구매태도2	0.196	-0.100	-0.059	0.765	-0.106	0.034	0.004	0.037	0.825
구매태도4	0.305	-0.128	-0.052	0.737	-0.098	-0.018	-0.005	-0.031	
구매태도3	0.325	-0.243	-0.032	0.736	-0.115	0.079	0.043	-0.046	
구매태도1	0.222	-0.075	0.148	0.664	-0.097	0.012	-0.016	-0.044	
위험지각3	0.066	0.237	0.077	-0.186	0.815	0.071	-0.021	0.112	0.832
위험지각2	-0.281	0.191	0.138	-0.094	0.746	0.031	0.115	0.129	
위험지각1	-0.244	0.099	0.145	-0.045	0.732	0.100	0.186	0.000	
위험지각4	0.021	0.287	0.041	-0.125	0.714	0.071	-0.018	0.129	
가격민감3	0.188	0.052	0.088	-0.007	0.052	0.797	-0.119	0.130	0.801
가격민감1	0.128	-0.004	0.072	-0.002	0.041	0.795	-0.063	0.009	
가격민감2	0.027	0.074	0.061	0.050	0.166	0.768	-0.008	0.111	
가격민감4	0.221	-0.041	-0.080	0.081	-0.004	0.711	0.086	0.069	
동조1	0.125	0.205	0.169	-0.098	0.074	0.104	0.762	0.012	0.729
동조2	0.108	0.184	0.162	-0.180	0.177	-0.044	0.738	-0.036	
동조4	0.054	-0.106	0.272	0.162	-0.006	-0.116	0.707	0.229	
동조3	-0.086	-0.040	0.208	0.293	-0.032	-0.107	0.652	0.350	
준거집단2	0.292	0.059	0.073	-0.097	0.066	0.116	-0.077	0.719	0.777
준거집단1	0.159	0.079	0.059	-0.048	0.105	0.074	0.040	0.712	
준거집단3	-0.054	0.028	0.094	0.107	0.060	0.081	0.265	0.687	
준거집단4	0.067	0.160	0.215	-0.010	0.136	0.063	0.143	0.648	
eigenvalue	6.69	5.65	2.97	1.91	1.65	1.47	1.32	1.14	
고유값%	(19.7)	(36.3)	(45.1)	(50.7)	(55.5)	(59.8)	(63.7)	(67.1)	

또한 확인적 요인분석을 한 결과, 아래의 <표 3>에서 보듯이 평균분산 추출 값(average variance extracted) AVE 값이 0.5이상으로 집중타당성을 갖는다. 또한 잠재요인 신뢰도 CR(construct reliability) 값이 모두 0.7이상을 나타나 신뢰성에 문제가 없는 것으로 나타났다. 그리고 모델의 적합도를 보면  $\chi^2$  값이 1398.832, df=520 p=0.000, RMR=0.067, GFI=0.807, NFI=0.937임으로 모두 유의하게 나타났다.

<표 3> 확인적 요인 분석

요인	변수	Standardized Estimate	T-value	P-value	Cronbach's a값	CR	AVE
준거집단	준거집단1	0.684			0.777	0.790	0.503
	준거집단2	0.792	7.634	***			

	준거집단3	0.670	6.127	***			
	준거집단4	0.682	6.790	***			
사회명성	사회명성1	0.736			0.862	0.833	0.615
	사회명성2	0.638	8.784	***			
	사회명성3	0.890	12.096	***			
	사회명성4	0.851	11.753	***			
윤리관	윤리관1	0.793			0.831	0.802	0.501
	윤리관2	0.630	8.780	***			
	윤리관3	0.639	8.923	***			
	윤리관4	0.711	10.020	***			
	윤리관5	0.775	10.961	***			
위험지각	위험지각1	0.631			0.832	0.804	0.555
	위험지각2	0.737	8.421	***			
	위험지각3	0.841	9.120	***			
	위험지각4	0.764	8.633	***			
가격 민감성	가격민감성1	0.641			0.801	0.794	0.515
	가격민감성2	0.810	8.244	***			
	가격민감성3	0.712	7.728	***			
	가격민감성4	0.716	7.754	***			
과시소비성향	과시소비1	0.711			0.881	0.850	0.61
	과시소비2	0.836	11.131	***			
	과시소비5	0.737	9.881	***			
	과시소비3	0.804	10.746	***			
	과시소비4	0.824	10.987	***			
구매태도	구매태도1	0.606			0.825	0.801	0.547
	구매태도2	0.729	7.930	***			
	구매태도3	0.839	8.507	***			
	구매태도4	0.785	8.284	***			
소비동조	소비동조1	0.670			0.729	0.710	0.507
	소비동조2	0.650	6.239	***			
	소비동조3	0.744	7.359	***			
	소비동조4	0.791	7.450	***			

### 3.3 가설검증 결과

본 연구에서는 가설 간의 인과관계를 검정하기 위해서 경로모형을 이용하여 가설을 검증하였다. 연구단위와 연구모형의 전반적인 적합도를 판단하기 위하여 구조모형이 제공하는 적합도 지표인  $\chi^2$ (Chi-Squared Statistic), GFI(Goodness-of-Fit Index), AGFI(Adjusted Goodness-of-Fit Index), RMR(Root Mean Square Residual), NFI(Normal-Fit Index), CFI(Comparative Fit Index) TLI(Tucker-Lewis Index), IFI(Incremental Fit index) 등을 중심으로 하여 연구단위의 적합도를 평가하였다. 분석결과  $\chi^2=1220.294$ ,  $df=520$ ,  $p=0.000$ ,  $RMR=0.075$ ,  $RMSEA=0.081$ ,  $GFI=0.820$ ,  $CFI=0.790$ ,  $NFI=0.786$ 로 나타났는데 이는 Hair et al.(2006)이 제시한 적합도 판단기준을 대체로 충족시키는 결과로 볼 수 있다.

가설 검정결과 요약 <표 4>에 보듯이, 7개의 가설 중 유의수준 0.05에서는 1개의 가설을 제외한 6개의 가설이 채택되었다. 전체 가설검정 결과에 대한 내용은 다음과 같다.

사회적 차원의 요인에서 타인의식 소비만 빼고 모두 위조품 소비 동조에 유의한 영향을 미치는 가운데 준거집단은 소비 동조에 정(+)의 영향을 미치고, 사회적 규범은 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 개인적 차원의 요인이 모두 위조품 소비동조에 유의미한 영향을 미치는 가운데 위험지각은 음(-)의 영향을 미치고, 나머지 가격민감성과 과시소비동향은 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이와 같은 결과로 볼 때, 중국 소비자들의 위조품 소비 동조에는 개인적인 차원의 가격민감성이 제일 큰 정(+)의 영향을 미치고, 그 다음 과시소비성향이 소비동조에 정(+)의 영향을 많이 미치는 것을 알 수 있다. 그리고 사회적인 차원의 준거집단이 소비동조에 정(+) 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 또한 개인적인 차원의 위험지각이 소비동조에 부(-)의 영향을 많이 미치고, 그 다음이 사회적 규범이 부(-)의 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 한편, 타인의식 소비는 소비동조에 정(+)의 영향을 미치나 유의하지 않은 것으로 나타났다.

<표 4> 가설검증 결과 요약

변수관계 및 경로			표준화된 경로계수	t값	p값	가설검증
소비동조	<---	준거집단	0.277	3.258	0.001***	<b>채택(가설1)</b>
소비동조	<---	타인의식소비	0.125	1.802	0.07	기각(가설2)
소비동조	<---	사회적 규범	-0.313	-3.991	0.000***	<b>채택(가설3)</b>
소비동조	<---	위험지각	-0.450	-4.743	0.000***	<b>채택(가설4)</b>
소비동조	<---	가격민감성	0.572	5.173	0.000***	<b>채택(가설5)</b>
소비동조	<---	과시소비성향	0.417	4.168	0.000***	<b>채택(가설6)</b>
구매의도	<---	소비동조	0.531	7.057	0.000***	<b>채택(가설7)</b>

## IV. 결론

본 연구는 중국소비자들의 위조명품 구매의도에 미치는 요인이 무엇인지를 파악함으로써 효과적인 브랜드마케팅 전략에 대한 시사점을 제공하고자 하였다. 구체적으로 본 연구는 중국소비자들의 사회적 차원의 요인과 개인적 차원의 요인들이 위조명품에 대한 구매의도에 영향을 미치는지를 실증분석 하였다. 실증 분석결과 및 관련내용을 언급하면 다음과 같다.

첫 번째로, 사회적 차원의 요인들 가운데 준거집단과 사회적 규범이 위조품 소비동조에 유의한 변수로 나타났다. 이중 준거집단은 정(+)의 영향을, 사회적 규범은 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

한편, 타인의식소비는 유의하지 않은 변수로 나타났다. 이는 사회적으로 인식되어 지고 있는 위조품에 대한 사회구성원의 태도와 타인을 의식하는 정도가 소비자들이 처한 상황에 따라 다르기 때문으로 볼 수 있겠다. 가령, 사회적 명성과 신분이 있는 소비자가 진품명품에 대해 긍정적인 구매의도를 가질 수 있고, 그렇지 않은 소비자라면 위조명품에 긍정적 구매의도를 가질지도 모른다. 또한 타인을 의식하는 정도가 강하면 진품에 긍정적 반응을 더 갖고, 반면 타인을 의식하는 정도가 약하면 위조품에 더 긍정적 반응을 가질 지도 모른다. 그러나 이와 같은 추론도 또한 단정질 수 없다고 본다.

두 번째로, 개인적 차원의 요인들 즉, 위험지각, 가격민감성, 과시소비성향 변수들은 위조품 소비동조에 유의한 영향을 주는 변수로 나타났다. 이중 개인소비자의 가격민감성이 소비동조에 가장 큰 영향을 미치고, 그 다음이 과시소비성향으로 나타났다. 이는 중국소비자들이 개인적인 측면에서 위조품을 구매하려는 의도가 정품에 비해 위조품이 가격이 저렴하기 때문이다. 실제로 중국시장은 산짜이(山寨) 문화 이른바 ‘짝퉁’이라고 부르는 모조품 또는 복제품이 중국사회 전반에 확산되어 형성된 사회적·문화적 현상이 나타났다. 산짜이 제품은 가격우위를 바탕으로 중국 산업에 큰 영향력을 행사하며 급속하게 성장하고 있다(김용준, 2011). 특히 산짜이 제품은 정품에 비해 가격 격차에 따라 중간 판매상에게 높은 수익률을 보장해줌으로써 적극적인 판매활동으로 이어지고 있는 상황이다.

또한 정품을 구매하지는 않았지만 정품과 비슷한 위조품을 구매함으로써 자기를 과시하려는 의도가 있음을 알 수 있고, 동시에 정품 소비자에 대한 소비 동조성 현상도 나타나고 있음을 알 수 있다. 즉 개인적인 과시소비성향이 위조품 소비동조에 큰 영향을 미치는 점을 간과해서는 안 된다. 그렇지만 위조품에 대한 위험지각이 위조품 구매의도에 부정적 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 이는 위조품도 정품에 뒤지지 않는 품질과 기능이 필요함을 시사한다. 실제로 산짜이 문화가 발달하면서 처음에는 외관만 또는 비슷한 브랜드를 모방했지만 최근에는 기술 발전과 기능 첨가, 심지어 디자인까지 세련되게 하여 경쟁력을 높이는 현상이 나타났다.

그러나 위조품에 대비하여 우리 기업이 경쟁력을 갖기 위해서는 무조건 낮은 가격 대응전략으로만 위조제품에 대항하여 고급 이미지를 실추시키지 말고, 제품의 성능과 품질뿐만 아니라 브랜드, A/S 등 무형자산의 가치를 제고시킬 수 있는 마케팅 노력을 지속적으로 수행해야 할 것이다.

세 번째로, 본 실증연구는 중국소비자들의 위조명품에 대한 구매의도에는 동조성 욕구가 매개변수로 작용하고 소비동조가 구매의도에 정(+)의 영향을 주고 있음을 파악하였다. 그러므로 앞에서 언급한 개

인차원에서 가격민감도, 과소비성향 정도가 어느 정도의 소비자 인지, 사회적 차원에서 준거집단의 영향을 어느 정도 받는 소비자인지를 알고 대처할 필요가 있겠다. 또한 개인적 차원에서 위험인식과 사회적 차원에서 사회적 규범 및 윤리에 대한 정보를 제공함으로 대처할 필요가 있겠다.

특히, 본 실증연구에서 중국소비자들은 사회적 측면보다는 개인적 측면의 요인에 의해서 위조품을 구매하는 의도가 높은 것임을 알 수 있었다. 이는 중국소비자들이 개인적으로 실용적 구매를 선호하는 것으로 볼 수 있겠다.

마지막으로, 본 연구의 인구통계적 특성을 볼 때, 본 실증연구는 주로 바링허우(80后)세대인 젊은 층을 중심으로 이루어진 실증 연구이다. 최근 중국의 소비트렌드를 이끄는 세대가 ‘바링허우’세대다. 그러기에 이 세대의 소비문화 특징을 이해하여 브랜드 전략을 수립하는 것이 필요하겠지만 향후 다양한 연령층으로 확대하여 중국소비자의 위조명품 구매의도에 대한 실증 연구를 수행함으로 일반화를 꾀할 필요가 있겠다.

## 참고문헌

- 김용준, 김주원, 문철주(2009), “중국 주요지역 소비자의 구매패턴 특성에 따른 브랜드 평가에 대한 실증 연구,” **국제경영연구**, 제20권 제1호, 27-54.
- 김용준(2011), **차이나 마케팅**, 박영사
- 김주호(2011), “중국의 사회문화가 쾌락재와 실용재간 소비자 선택에 미치는 영향: 대도시 소비자의 위조품 구매를 중심으로,” **마케팅관리연구**, 제16권 제4호, 19-49.
- 나종연, 이기춘, 여정성, 김난도, 전상민(2010), “한국의 명품 모조품: 누가 무엇을 왜 소비하는가? **소비자학 연구**, 21(1), 273-298.
- 박상수, 양연(2011), “중국 윙광족 세대의 과시소비성향에 관한 연구-대학생 소비자를 중심으로“, **동북아경제연구**, 제23권 제2호, 175-204.
- 이철, 장대련(1994), “한국-아랍 소비자의사결정에 관한 비교문화적 연구: Fishbein Behavioral Interaction Model을 중심으로,” **소비자학 연구**, 제5권 1호, 113-115.
- 유재미(2011), “복제품이 소비자의 명품브랜드 태도에 미치는 영향-진품사용자와 복제품사용자 태도 비교”, **소비자학연구**, 제22권 제2호, 113-137.
- 윤서, 황선진, 변유선(2012), “과시소비성향, 판매촉진과 제조국 이미지가 중국여성소비자의 패션명품 구매태도에 미치는 영향”, **복식**, 제62권 제1호, 49-61.
- Alber-Smiller N.(1999), “Consumer misbehavior: why people buy illicit goods,” *Journal of Consumer Marketing*, 16(3), 273-287.
- Bian, Xuemei and Luiz Moutinho(2009), “An Investigation of Determinants of Counterfeit Purchase Decision,” *Journal of business Research*, 62(3), 368-378.
- Bloch, Peter H., Ronald F. Bush, and Leland Campbell (1993), “Consumer Accomplices in Product Counterfeiting: A Demand-Side Investigation,” *Journal of Consumer Marketing*, 10(4), 27-36.
- Campbell, J. D., and Faurey, P. J.(1989), “Information and normative routes to conformity: the effect of faction size as a function of norm extremity and attention to the stimulus,” *Journal of Personality and Social Psychology*, 57, 457-468.
- Cordell, Victor V., Nittaya. Wontada, and Robert L. Kieschnick, Jr.(1996), “Counterfeit Purchase Intentions: Role of Lawfulness Attitudes and Product Traits as Determinants,” *Journal of Business Research*, 35(1), 41-53.
- Givon, Moshe, Vijay Mahajan, and Eitan Muller(1995), “Software Piracy: Estimation of Lost Sales and the Impact on Software Diffusion,” *Journal of Marketing*, 59(1), 29-37.
- Green, Robert, T. and Tasman Smith(2002), “Executive Insights: Countering Brand Counterfeiters,” *Journal of International Marketing*, 10(4), 89-106.
- Hofstede, G.(1990), *Cultures and Organizations: Software of the mind* New York: McGraw-Hill.

- Sassenberg, K., and Postmes, T.(2004), "Cognitive and strategic processes in small groups: Effects of anonymity of the group on social inference," *British Journal of Social Psychology*, 41, 463-480.
- Triandis, H. C.(1989), "The self and social behavior in differing cultural contexts," *Psychological Review*, 96(3), 506-520.
- Penz, Elfriede and Barbara Stottinger(2005), "Forget the Real Thing-Take the Copy. An Exploratory Model for the Volitional Purchase of Counterfeit Products," *Advances in Consumer Research*, 32(1), 568-575.
- Wilcox, Keith, Hyeong Min Kim and Sankar Sen(2009), "Why Do Consumers Buy Counterfeit Luxury Brands," *Journal of Research Marketing*, 46(2), 247-259.

# A study on exploitation and exploration strategy of Green Supply Chain

Kim Seong Ho<sup>1)</sup>

## 1. Introduction

This paper addresses exploitation and exploration strategy in green supply chain. The concept of exploitation and exploration was suggested by March (1990), the various management studies has utilized this concept to explain organizational phenomenon like organization learning, strategic alliances, organizational innovation, and organization design (Benner and Tushman, 2003; Burgelman, 2002; Holmqvist, 2004; Katila and Ahuja, 2002; Lee et al., 2003; McGrath, 2001; Sigglekow and Levinthal, 2003; Koza and Lewin, 1998; Yamakawa et al., 2011).

Recently literatures of supply chain management also applied this concept (Kristal et al., 2010; Subramani, 2004). Kristal et al. (2010) analyzed the relationship of exploitation and exploration strategy, combinative competitive capabilities and business performance of supply chain. They show that an ambidexterity strategy that is simultaneous pursuit of both exploration and exploitation has a positive effect on combinative competitive capabilities and combinative competitive capabilities positively mediate business performance. Subramani (2004) proposed a model relating suppliers' use of SCMS to benefits and IT use of exploitation and exploration as patterns of SCMS.

This study also considers the concept of exploitation and exploration in the research model and suggests this as antecedent of integration of green supply chain. Whether or an ambidexterity strategy that seek to balance both exploitation and exploration can be empirically proved in green supply chain context is the first research question of this study. This study will provide empirical evidence of the ambidexterity strategy. On the other hand, this study will test the role of integration of green supply chain. These constructs will conduct as mediating variables between green supply chain performance and exploitation and exploration strategy. This is the second research question.

To examine the purpose of this study, Korean exporting listing firms is selected as the subjects. There are two main reasons of choice of research subjects. First, Korea has less strict environment regulations than

---

1) Associate professor of Department of Electronic Commerce and International Trade, College of Business and Economy, Gyeongnam National University of Science and Technology, shkim15@gntech.ac.kr

developed countries like EU, USA, and Canada that are important markets of Korean exporting companies. Domestic firms have relatively weaker motivation of environmental management or GSCM practices than international firms. Second, Korea is a small open economy. The methods of national economic development have depended on exporting and international activities. Korean firms have to rapidly adapt international environment for the survival in global market. We need to understand MNE's environmental management or GSCM of a small economy.

To achieve objects of this study, in the following sections, I introduce literature review and hypotheses in Section 2 and provide the research methodology and empirical analysis in Section 3. In Section 4, we present conclusion and discussion of this study.

## 2. Literature review and Hypotheses

### 2.1 Exploitation and exploration strategy in green supply chain

Since March's (1991) pioneering article has published, the terms "exploration" and "exploitation" have continually used to analyze organizational phenomenon of technological innovation, organization design, organizational adaptation, organizational learning and organizational survival (Benner and Tushman, 2003; Burgelman, 2002; Holmqvist, 2004; Katila and Ahuja, 2002; Lee et al., 2003; McGrath, 2001; Sigglekow and Levinthal, 2003). Some researchers extend these concepts to strategic alliances (Koza and Lewin, 1998; Yamakawa et al., 2011). They suggest that the choice between exploration and exploitation in alliance formation is a function of firms' strategic intent, organizational learning, and their expected returns (Koza and Lewin, 1998).

Research and development (R&D) alliances and technical alliances for creating and developing new technology and knowledge have exploratory attribute, while licensing alliances, marketing alliances, and supplying alliances for utilizing and optimizing resources have exploitative attribute in nature. Thus the firm wants to enter an exploration alliance like research and development (R&D) alliances and technical alliances to discover new opportunities through the acquisition of knowledge, skills, and capabilities which are novel to the firm with the aim of creating new resources and competencies to adapt to the environment (Koza and Lewin, 1998). While exploitation alliances like licensing alliances, marketing alliances, and supplying alliances provide firms for leveraging existing organizational resources and capabilities. The goal of these alliances is to join existing competencies with complementary assets that exist beyond a firm's boundary (Rothaermel and Deeds, 2004).

This study also applies concept of exploitation and exploration to green supply chain management. Supply chain is a kind of firm's network and supply alliance is naturally exploitative as aforementioned. However, if the firm requires new environmental technology, product and process to successfully operate green supply chain, it should rely on exploratory activities like search, experimentation, discovery, and innovation. Thus green supply chain is associated with exploitation and exploration activities.

Green supply chain has relation with exploitation and exploration in successful operation. Parallel to the above mention, March (1991) suggests that organizations benefit from a balance between exploration and exploitation in their choices. This study is accepted ambidexterity strategy of green supply chain that is the synchronous pursuit of both exploration and exploitation via loosely coupled and differentiated subunits or individuals, suppliers and customers of green supply chain each of which specializes in either exploration or exploitation (Gupta et al., 2006).

Prior studies suggested various definitions about exploitation and exploration. Typically, Baum et al. (2000) is defined exploitation as learning gained via local search, experiential refinement, and selection and reuse of existing routines and exploration as learning gained through processes of concerted variation, planned experimentation, and play. Benner and Tushman (2002) is suggested that exploitative innovations involve improvements in existing components and build on the existing technological trajectory, whereas exploratory innovation involves a shift to a different technological trajectory.

In the green supply chain management context, manufacturers and suppliers need new external resources and existing internal capabilities for streamlining and improving efficiency and effectiveness in green supply chain. Manufacturers adopt new information technology in supply chain such as EDI (Electronic Data Interchange), RFID (Radio Frequency Identification), ERP systems, and network communication system to reconcile inventory, transportation and payment. They require new information and knowledge about production plan of suppliers, taste and preference of consumer, sales status of distributors for improving and enhancing green supply chain, thus firms search and reuse existing routines or access and explore external resources for integrating green supply chain. At the same time, firms create new technology, product, and process for operating environmental friendly supply chain. Supply chain members need to green production technology and materials to operate supply chain. If they don't have green technology, product and substantial material, they have to develop these things. If environmental management knowhow do exist in focal company, he transfer and disseminate environmental capabilities to supply chain members for reducing environmental impact.

As I mentioned before, green supply chain activities include development of new technology, product, process, and production and enhancement of existing supply chain activities like delivery, inventory and payment. These activities require collaboration and integration with supplier and customers to achieve more environmentally sound operation or product. Based on previous discussion, this study proposes hypotheses.

<H 1> Exploitation strategy in green supply chain is positive relationship with GSC integration.

<H 1-1> Exploitation strategy in green supply chain is positive relationship with GSC logistics integration.

<H 1-2> Exploitation strategy in green supply chain is positive relationship with GSC technology integration.

<H 2> Exploration strategy in green supply chain is positive relationship with GSC integration.

<H 2-1> Exploration strategy in green supply chain is positive relationship with GSC logistics integration.

<H 2-2> Exploration strategy in green supply chain is positive relationship with GSC technology integration.

## 2.2 Integration of Green Supply Chain

Most of researches about GSCM practices examined direct link of environmental and economic performance in GSC. But we are considered into other constructs. That is the GSC integration. All three GSCM practices are integrative and need cross-functional cooperation rather than oriented towards a single function or department. Carter et al. (1998) and Zhu and Cote (2002) found that Internal environmental management and External GSCM relationships are a key to improving enterprises' performance.

Whereas the literature reviews about SCM are suggested that internal integration has a positive relationship of operational (Saeed et al., 2005), logistics service performance (Germain and Iyer, 2006; Stank et al., 2001a), and overall firm performance (Stank et al., 2001b). Both internal and external integration have effects on financial performance and market share (Droge et al., 2004). As such, integration is antecedents of performance, achieving superior performance need to integrate supply chain like internal, external, logistics, information and technology integration (Droge et al., 2004; Fisher, 1997; Germain and Iyer, 2006; Huang et al., 2002; Pagell, 2004; Power, 2005; Saeed et al., 2005; Stank et al., 2001a).

We selected two dimensions of integration broadly used in SCM studies. First, Logistics integration refers to specific logistics practices and operational activities that coordinate the flow of materials from suppliers to customers throughout the value stream (Stock et al., 2000).

Webster (1992) stated that the higher logistical integration has a characteristic that is flexibility in the procurement, maintenance, and transportation of supplies, particularly when facing unforeseen events. Such flexibility happens as the result of incomplete contracts that allow for transactions between parties to be neither overly constrained nor highly formalized, but instead somewhat more organic (Ring and Van de Ven, 1992).

Lastly, technology integration we offer is a new dimension of GSC. Technology integration refers to tacit knowledge sharing taking place in supply chain to develop products, process reengineering, and technical training. Vachon and Klassen(2006) used the term technological that include not only structural aspects such as

product-and process-related changes but also infrastructural aspects related to methods and managerial systems.

Previous studies have presented supply chain integration enhanced supply chain performance (Kim, 2009; Koçoğlu et al., 2011). Other studies have suggested other affects of Supply chain integration that is to achieve competitive advantage (Li et al., 2009), reduce transaction costs(Zhao et al., 2008), enhances flexibility(Clark and Lee, 2000), lower inventories(Lee et al., 1997), improve delivery quality and shorten cycle time(Cousins and Menguc, 2006) for partners of supply chain. Additionally supply chain integration gives a firm the opportunity to focus on its core competencies, expertise and attempting an alignment with other supply chain members having varied resources, technological knowledge and expertise (Kim, 2009). Supply chain integration enhances supply chain performance through the transparency of the flow of goods and information from the origin of sourcing of raw materials till the end user, increasing flexibility, reducing lead time, improving inventory, and reliable delivery (Panayides et al., 2009). Mutual exchange of information about products, processes, schedules and capabilities helps manufacturers develop their production plans and produce goods on time, improving delivery performance (Barbara et al., 2010). To implement green supply chain management practices, suppliers need to new environmental friendly technology, expertise, knowhow of process and production skill. But most suppliers do not have these environmental knowledge and information. Then focal firm should collaborate with them and share information and knowledge for developing and improving environmental related technology resources of suppliers. Unless collaboration and share do not exist, supply chain partners may not achieve environmental management and production guidelines of focal company. Though our study considers that the effects of supply chain integration similarly apply to green supply chain integration, suggest it as mediated variables between GSCM practices and performances. Parallel to the above discussion the following hypotheses are developed.

<H 3> GSC logistics integration has a positive effect on GSCM performance

<H 3-1> GSC logistics integration has a positive effect on GSCM environmental performance

<H 3-2> GSC logistics integration has a positive effect on GSCM economic performance

<H 4> GSC technology integration has a positive effect on GSCM performance

<H 4-1> GSC technology integration has a positive effect on GSCM environmental performance

<H 4-1> GSC technology integration has a positive effect on GSCM economic performance

### 3. Methodology

#### 3.1 Data Collection

The population of the study was exporting manufacturing firms adopted GSCM in Korea. To obtain sample frame, we used two stages of selection process. Firstly we chose exporting listing firms in Korean business directory produced by the Korean chamber of business and industry. Secondly we selected firms adopted ISO 14001 among them. The reason of selection is that these companies are more responsible for environmental issues than non-exporting firms. Larger companies also have more concerns about environmental reputation than smaller that. They actively have developed environmental friendly products, processes, and technologies, and voluntarily informed these to customers and stakeholders to build environmental image. Organization size is a critical factor in implementing environmental management. Larger organizations are more likely to adopt green purchasing practices (Min and Galle, 2001).

After this process, we distributed questionnaires to general managers of 438 selected firms between January 10 and March 12, 2012. 203 responses obtained in the final. The demographic features of the respondents and firm are presented in Table 1. Distribution of firm's industry was approximately equally divided except fabric and living goods. Respondents' status and length of employment was similar to distribution of industry. But number of employment was different to other demography. 300 employees or less was most respondent firms.

<Table 1> Demography of Respondent firms

Status	Director	General manager	Deputy general manager	Manager	Assistant manager	Staff	
Frequency (Percent)	1(0.5%)	17(8.4%)	33(16.3%)	45(22.2%)	64(31.5%)	43(21.2%)	
Length of Employment	1-5 years or less	5-10 years or less	10-15 years or less	15-20 years or less	20 -25 years or less	25 years more	
Frequency (Percent)	63(31%)	51(25.1%)	38(18.7%)	31(15.3%)	13(6.4%)	7(3.4%)	
Industry	Fabrics	Chemical	Living goods	Metals	Machinery	Electric and electronics	Transport equipment
Frequency (Percent)	4(2.0%)	41(20.2%)	9(4.4%)	44(21.7%)	20(9.9%)	44(21.7%)	41(20.2%)

#### 3.2 Scale Development

To test research model in figure 1, I have to suggest construct definition of variables of research model and survey items for developing questionnaire. A table 2 shows definition of this study constructs. A

definition of exploitation and exploration strategy of green supply chain is referenced previous literatures about exploitation and exploration learning (March, 1991; Levinthal and March, 1993; Lewin et al., 1999; Lewin and Volberda, 1999). Logistics and technology integration definitions is also used to former researches about supply chain integration and green supply chain management (Daugherty et al. 1999; Goldhar and Lei, 1991; Kaleli, 1990; Rai et al., 2006; Vachon and Klassen, 2006; Geffen and Rothenberg, 2000; Grant, 1996; Lanjouw and Mody, 1996).

<Table 2> Variables definition and supporting literature

Variables	Definition	references
Exploitation Strategy(Exlo)	The green supply chain partner's effort to environmental friendly refine and extend it existing resources	March(1991), Levinthal and March(1993), Lewin et al.,(1999), Lewin and Volberda(1999), Kristal et al.,(2010)
Exploration Strategy(Exor)	The green supply chain partner's effort to environmental friendly develop new green supply chain competencies through experimenting and acquisition of new knowledge and resources	March(1991), Levinthal and March(1993), Lewin et al.,(1999), Lewin and Volberda(1999), Kristal et al.,(2010)
Logistics integration(loin)	The degree to which firm uses optimization with its supply chain partners to manage the stocking and flow of materials and products	Daugherty et al. (1999), Goldhar and Lei (1991), Kaleli, (1990), Rai et al., (2006) ,Vachon and Klassen (2006)
Technology integration(tein)	The degree to which knowledge and information sharing taking place between firm and supply chain partners in strategic areas like product development, process reengineering, and technical training	Geffen and Rothenberg (2000), Grant (1996), Lanjouw and Mody (1996),
Environmental performance(enpef)	Firm's the ability of manufacturing plants to reduce air emissions, effluent waste, and solid wastes and the ability to decrease consumption of hazardous and toxic materials	Chien and Shih(2007), Zhu and Sarkis(2004), Zhu et al.,(2008)
Economic performance(ecpef)	Firm's ability to reduce costs associated with purchased materials, energy consumption, waste treatment, waste discharge, and fines for environmental accidents (Zhu et al., 2008a).	Chien and Shih(2007), Zhu and Sarkis(2004), Zhu et al.,(2008)

A survey items to measure the constructs was developed based on the previously reviewed literature and pilot testing of logistics experts. Specially, I developed survey items of exploitation and exploration green strategy based on Kristal et al. (2010) measures, they was developed item of exploitation and exploration strategy of supply chain applied to definitions of March(1991). Logistics and technology integration was measured with an adaptation of scales used by Vachon and Klassen (2006) and Geffen and Rothenberg (2000). Environmental and economic GSCM performance was measured with scales used by Chien and Shih(2007) and Zhu and Sarkis(2004). A table 3 indicates survey items of research constructs, and descriptive statistics (mean and standard deviation). All items were measured a 7-point Likert scale (1=strongly disagree, 7=strongly agree).

〈Table 3〉 Measurement items (n=203)

Variables	Measures	Mean	Standard deviation
Exploitation Strategy(exoi)	Focus on reducing operational redundancies in our existing green processes(exoi1)	2.57	1.117
	Leveraging of our current green supply chain technologies(exoi2)	2.61	1.180
	Focus on improving our existing green supply technologies(exoi3)	2.87	1.193
	Focus on developing stronger competencies in our existing green supply chain process(exoi4)	2.36	1.148
Exploration Strategy(exor)	Proactively pursue new green supply chain solutions(exor1)	2.63	1.248
	Continually experiment to find new solution that will improve our green supply chain(exor2)	2.71	1.201
	To improve our green supply chain, we continually explore for new opportunities(exor3)	3.32	1.346
	Constantly seek novel approaches in order to solve green supply chain problems(exor4)	3.23	1.264
	Seek new information and technologies to solve environmental problems from supplier and customers(exor5)	3.25	1.354
Logistics integration(loin)	Provides information to help our primary suppliers improve (loin1)	3.15	1.238
	Exchanges operational and logistical information with primary suppliers (loin2)	3.06	1.213
	Informs our primary suppliers about events or changes that may affect them (loin3)	3.48	1.212
	Share information informally with us without specific agreements (loin4)	3.41	1.237
	Provide us information that might help our operations (loin5)	3.55	1.334
Technology integration(tein)	Provide training on their products (tein1)		
	Help us in process improvement activities(e.g. value analysis, cost reduction, problem solving) (tein2)	2.98	1.470
	Collaborate in the design of new products or new product lines to be introduced at our plant (tein3)	3.23	1.652
	Visit our premises to help us improve our performance (tein4)	3.61	1.608
	Invite us to their premises in order for us to increase our awareness on how our product is used (tein5)	3.53	1.530
Environmental performance(enpef)		3.23	1.309
	Reduction of air emissions (enpef1)	2.81	1.120
	Reduction of solid/liquid waste (enpef2)	2.55	1.158
	Reduction of emissions (enpef3)	2.68	1.116
	Environmental compliance improvement (enpef4)	2.83	1.165
	Decrease in consumption for hazardous/harmful/toxic materials (enpef5)	2.50	1.237
Economic performance(ecpef)	Decrease in fine for environmental accidents (ecpef1)	3.07	1.186
	Decrease in cost for energy consumption (ecpef2)	2.80	1.252
	Decrease in cost of materials purchasing (ecpef3)	2.81	1.246
	Decrease in fee for waste treatment (ecpef4)	2.69	1.356

### 3.3 Analysis

#### 3.3.1 Reliability and validity

To assess the unidimensionality of each factor, a confirmatory factor analysis (CFA) was conducted using PLS. The convergent validity was also tested by assessing the factor loading. Convergent validity was assessed for the measurement model based on three conditions. First, the factor loadings should exceed 0.5 for acceptability. Second AVE (Average Variance Extrated) values should be at least 0.5 or higher. Lastly, the scale composite reliability should be greater than 0.60(Bagozi and Yi, 1988). As shown in table 4, and 5, all factors loading exceed 0.5. AVE values are over 0.5 and composite reliability of all latent factor is above 0.5. These results indicate that research constructs have good convergent validity.

<Table4> Confirmatory factor analysis (Research variables)

Constructs		1	2	3	4	5	6	Item	
								Before	After
Exploitation Strategy (Exoi)	exoi1 exoi2 exoi3 exoi4					0.901 0.821 0.896 0.829		4	4
Exploration Strategy (Exor)	exor1 exor2 exor3 exor4 exor5				0.886 0.871 0.835 0.926 0.819			5	5
Logistics integration (loin)	loin1 loin2 loin4 loin5			0.928 0.953 0.907 0.821				5	4
Technology integration (tein)	tein1 tein2 tein3 tein4		0.791 0.811 0.874 0.880					5	4
Environmental performance (enpef)	enpef1 enpef2 enpef3 enpef4 enpef5						0.928 0.944 0.863 0.872 0.911	5	5
Economic performance (ecpef)	ecpef1 ecpef2 ecpef3	0.903 0.962 0.902						4	3

〈Table 5〉 Constructs of AVE, composite reliability and Cronbach' s alpha

Variables	AVE	Composite Reliability	Cronbach's Alpha
Exploitation Strategy(exoi)	0.744	0.920	0.885
Exploration Strategy(exor)	0.754	0.938	0.918
Logistics integration (loin)	0.817	0.946	0.924
Technology integration (inin)	0.705	0.905	0.860
Environmental performance(enpef)	0.818	0.957	0.944
Economic performance(ecpef)	0.851	0.944	0.912

Next, this study was tested discriminant validity using AVE and correlations of constructs. If AVE values are greater than squares of correlation values of constructs, it means that these factors have discriminant validity. As shown in table 6, bold numbers on the diagonal indicate the AVE and squares of correlations are lower than AVE, representing good discriminant validity. These results mean that the measurement is acceptable.

〈Table 6〉 Variable correlations

	1	2	3	4	5	6
Ecpef	0.851					
Tein	0.619	0.705				
Loin	0.533	0.556	0.817			
Exoi	0.533	0.517	0.532	0.754		
enpef	0.716	0.787	0.549	0.487	0.818	
Exor	0.514	0.566	0.307	0.660	0.515	0.744

Note: Bold numbers on the diagonal indicate the AVE

### 3.3.2 Hypothesis test

To test the hypotheses in this study, we were using PLS(Partial Least Squares) is generally recommended for predictive and exploratory research models for theory development (Jöreskog and Wold, 1982). The characteristics this study were an exploratory and theory building research was suitable for adopted PLS. The PLS method does not provide significance tests and confidence interval estimate of path coefficients. To estimate the significance of path coefficients, a bootstrapping technique was used. Results of the analysis are presented in Table 7. The results provide support for the research model except for <H 1-1>.

&lt;Table 7&gt; Results of Path analysis

Path	Path coefficient	Standard error	T-value	Result
EXOI -> LOIN	-0.078	0.066	1.175	<H 1-1> reject
EXOI -> TEIN	0.397	0.075	5.612***	<H 1-2> support
EXOR -> LOIN	0.583	0.064	9.008***	<H 2-1> support
EXOR -> TEIN	0.255	0.072	3.495***	<H 2-2> support
LOIN -> ENPEF	0.161	0.052	3.102***	<H 3-1> support
LOIN->ECPEF	0.272	0.076	3.559***	<H 3-2> support
TEIN->ENPEF	0.698	0.057	12.210***	<H 4-1> support
TEIN -> ECPEF	0.468	0.083	5.621***	<H 4-2> support

Note: \*\*\* denote significance at  $p < 0.001$

The results are revealed in Table 7 which shows the relationship between exploitation and exploration strategy of green supply chain and supply chain integration, and the impact of green supply chain integration on green supply chain performance. Hypothesis 1 and 2 posit a direct, positive relationship between exploitation and exploration strategy of green supply chain and supply chain integration. H3 and 4 posit a direct, positive relationship between green supply chain integration and green supply chain performance. All of these results indicate a positive and significant relationship among exploration and exploitation strategy with logistics and technological supply chain integration except for relationship between exploitation strategy and logistics integration. Logistics and technological supply chain integration have a positive and significant relationship with environmental and economic performance of green supply chain.

We suggest research model and assess hypotheses. All of the individual hypotheses are supported except for <H 1-1>, the research model empirical are proved.

## 4. Discussion

The objects of this study are to test the relationship of exploitation and exploration strategy of green supply chain and integration of green supply chain, and the relationship between integration of green supply chain and GSCM performances. This study has three important findings. First, the results of the empirical analysis support a strong positive relationship between integration of green supply chain and exploitation and exploration strategy of green supply chain except for relationship of exploitation strategy and logistics integration. These results are indicated that firm needs to develop and improve environmental technology and knowledge use internal competences and capabilities and external supply chain knowledge. This study shows

that firm have to search, and collect capabilities of supply chain partners, integrate external sources and internal resources to create new environmental friendly technology, product, and process. This study provides empirical evidence for an ambidextrous strategy in green supply chain. The hypotheses of exploitation and exploration strategy and technology integration are supported by results. Thus, an ambidextrous strategy is confirmed by conclusions of this study about theoretical applicability in green supply chain.

Second, this study suggests that green supply chain integration will be positively related with green supply chain performance. The results show that technological and logistical integration has effect on economic and environmental performance. Specially, technological integration is more significant factors than logistical integration on the relationship of performance. This point indicates that in implementing green supply chain, firms need a environmental technology, process, knowledge, and skills. So to conduct environmental manufacturing and management system in green supply chain, firms want to technologically collaborate and coordinate with suppliers, customer, and focal firm. Thus technological green supply chain integration leads to more increased environmental and economic performance than logistical green supply chain integration. Previous studies suggested supply chain integration is a key factor to improve performance in supply chain. These results are consistent with the previous studies.

Third, this study provides insights into managerial practice. Supply chain managers continually seek to search for new sources of supply chain and leverage existing supply chain capabilities to improve supply chain performance.

## References

- Bagozzi, R.P. and Yi, Y. (1988) "On the Evaluation of Structural Equation Models", *Journal of the Academy of Marketing Science*, 16(Spring), 74-94.
- Barbara, B. F., Huo, B. and Zhao, X. (2010), "The impact of supply chain integration on performance: A contingency and configuration approach", *Journal of Operations Management*, 28, 58-71.
- Baum, J.A.C., Li, S.X., Usher, J.M., 2000. Making the next move: How experiential and vicarious learning shape the locations of chains' acquisitions. *Administrative Science Quarterly*, 45, 766 – 801
- Benner, M.J. and Tushman, M. (2002), "Process management and technological innovation: a longitudinal study of the photography and paint industries", *Administrative Science Quarterly* 47, 676-706.
- Burgelman, R.A. (2002), "Strategy as vector and the inertia of co-evolutionary lock-in", *Administrative Science Quarterly*, 47, 325-357.
- Carter, C.R. and Carter, J.R. (1998) "Interorganizational determinants of environmental purchasing: initial evidence from the consumer products industries", *Decision Sciences*, 29(3), 659-684.
- Chien, M.K. and Shih, L.H. (2007) "An empirical study of the implementation of green supply chain management practices in the electrical and electronic industry and their relation to organizational performances", *International Journal of Environmental Science and Technology*, 4(3), 383 – 394.
- Clark, T.H. and Lee, H.G. (2000) "Performance, interdependence and coordination in business-to-business electronic commerce and supply chain management", *Information Technology and Management* , 1(2), 85 – 105
- Cousins, P.D. and Menguc, B. (2006) "The implications of socialization and integration in supply chain management", *Journal of Operations Management*, 24, 604-620.
- Droge, C., Jayaram, J. and Vickery, S.K. (2004), "The effects of internal versus external integration practices on time-based performance and overall firm performance", *Journal of Operations Management*, 22(6), 557-573.
- Fisher, M. (1997) "What is the right supply chain for your product?", *Harvard Business Review*, 75(2), 105-116.
- Geffen, C.A. and Rothenberg, S. (2000), "Suppliers and environmental innovation: the automotive paint process", *International Journal of Operations & Production Management*, 20(2), 166-186.
- Germain, R. and Iyer, K.N.S. (2006), "The interaction of internal and downstream integration and its association with performance", *Journal of Business Logistics*, 27(2), 29-53.
- Gupta, A.K., Smith, K.G., Shalley, C.E. (2006), "The interplay between exploration and exploitation", *Academy of Management Journal*, 49 (4), 693 – 706.
- Holmqvist, M. (2004), "Experiential learning process of exploitation and exploration within and between

- organizations: an empirical study of product development”, *Organization Science*, 15, 70-81.
- Huang, S.H., Uppal, M. and Shi, J. (2002) “A product driven approach to manufacturing supply chain selection”, *Supply Chain Management: An International Journal*, 7(4), 189-199.
- Jöreskog, K. G., and Wold, H. (1982) “The ML and PLS Techniques for Modeling with Latent Variables: Historical and Comparative Aspects,” in *Systems Under Indirect observation: Causality Structure and Prediction*, K. G. Jöreskog and H. Wold (eds.), North Holland, Amsterdam, 263-270.
- Katila, R. and Ahuja, G. (2002), “Something old, something new: A longitudinal study of search behavior and new product introduction”, *Academy of Management Journal*, 45, 1183-1194.
- Kim, S.W.(2009) “An Investigation on the Direct and Indirect Effect of Supply Chain Integration on Firm Performance”, *International Journal of Production Economics*, 119, 328-346.
- Koçoğlu, İ., İmamoğlu, S.Z., İnce, H. and Keskin, H. (2011), “The effect of supply chain integration on information sharing: Enhancing the supply chain performance”, *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 24, 1630-1649.
- Koza, M.P. and Lewin, A.Y. (1998), “The co-evolution of strategic alliances”, *Organization Science*, 9, 255-264.
- Kristal, M.M., Huang, X. and Roth, A.V. (2010), “The effect of an ambidextrous supply chain strategy on combinative competitive capabilities and business performance”, *Journal of Operations Management*, 28, 415-429.
- Lanjouw, J.O. and Mody, A. (1996), “Innovation and the international diffusion of environmentally responsive technology”, *Research Policy*, 25(5), 549-571.
- Lee, H.L., Padmanabhan, V. and Whang, S. (1997) “Information distortion in a supply chain: The bullwhip effect”, *Management Science*, 43(4), 546 - 558.
- Lee, J., Lee, L. and Lee, H. (2003), “Exploration and exploitation in the presence of network externalities”, *Management Science*, 49, 553-570.
- Levinthal, D.A. and March, J.G. (1993), “The myopia of learning”, *Strategic Management Journal*, 14 (special issue), 95 - 112.
- Lewin, A.Y., Long, C.P., Carroll, T.N. (1999), “The coevolution of new organizational forms”, *Organization Science*, 10(5), 535 - 550.
- Lewin, A.Y., Volberda, H.W. (1999), “Prolegomena on coevolution: a framework for research on strategy and new organizational forms”, *Organization Science*, 10(5), 519 - 534.
- Li, G., Yang, H., Sun, L., and Sohal, A.S. (2009), “The impact of IT implementation on supply chain integration and performance”, *International Journal of Production Economics*, 120, 125-138.
- March, J.G. (1991), “Exploration and exploitation in organizational learning”, *Organization Science* 2 (1), 71 - 87.

- McGrath, R.G. (2001), "Exploratory learning, innovative capacity, and managerial oversight", *Academy of Management Journal*, 44, 118-131.
- Min, H. and Galle, W.P. (1997) "Green purchasing strategies: trends and implications", *The Journal of Supply Chain Management*, 33(3), 10-17.
- Pagell, M. (2004) "Understanding the factors that enable and inhibit the integration of operations, purchasing and logistics", *Journal of Operations Management*, 22(5), 459-487.
- Panayides, P.M. and Lun, Y.H.V. (2009) "The impact of trust on innovativeness and supply chain performance", *International Journal of Production Economics*, 122, 35-46.
- Power, D. (2005), "Supply chain management integration and implementation: A literature review", *Supply Chain Management: An International Journal*, 10(4) 252-263,
- Rai, A., Patnayakuni, R. and Seth, N. (2006) "Firm performance impacts of digitally enabled supply chain integration capabilities", *MIS Quarterly*, 30(2), 225-246.
- Ring, P.S. and Van de Ven, A.H. (1992), "Structuring cooperative relationships between organizations", *Strategic Management Journal*, 13, 483-498.
- Rothaermel, F.T. and Deeds, D.L. (2004), "Exploration and exploitation alliances in biotechnology: a system of new product development", *Strategic Management Journal* 25, 201 - 221.
- Saeed, K.A., Malhotra, M.K. and Grover, V. (2005) "Examining the impact of interorganizational systems on process efficiency and sourcing leverage in buyer-supplier dyads", *Decision Sciences*, 36(3), 365-396.
- Siggelkow, N. and Levinthal, D.A. (2003), "Temporarily divide to conquer: Centralized, decentralized, and reintegrated organizational approaches to exploration and adaptation", *Organization Science*, 14, 650-669.
- Stank, T.P., Keller, S.B. and Closs, D.J. (2001a) "Performance benefits of supply chain integration", *Transportation Journal*, 41(2), 31-46.
- Stank, T.P., Keller, S.B. and Daugherty, P.J. (2001b) "Supply chain collaboration and logistical service performance", *Journal of Business Logistics*, 22(1), 29-48.
- Stock, G.N., Greis, N.P. and Kasarda, J.D. (2000) "Enterprise logistics and supply chain structure: the role of fit", *Journal of Operations Management*, 18(5), 531-547.
- Subramani, M. (2004), "How do suppliers benefit from information technology use in supply chain relationships", *MIS quarterly*, 28, 1, 45-73.
- Vachon, S. and Klassen, R.D. (2006), "Extending green practices across the supply chain: the impact of upstream integration", *International Journal of Operations & Production Management*, 26(7), 795-821.
- Webster, F.E. (1992), "The changing role of marketing in the corporation", *Journal of Marketing*, 56(4), 1-17.
- Yamakawa, Y., Yang, H. and Lin, Z. (2011), "Exploration versus exploitation in alliance portfolio: Performance implications of organizational, strategic, and environmental fit", *Research Policy*, 40,

287-296.

- Zhao, B.H., Flynn, B.B. and Yeung, J.(2008) “The impact of power and relationship commitment on the integration between manufacturers and customers in a supply chain”, *Journal of Operations Management* , 26(3), 368 - 388.
- Zhu, Q. and Sarkis, J. (2004) “Relationships between operational practices and performance among early adopters of green supply chain management practices in Chinese manufacturing enterprises”, *Journal of Operations Management*, 22(3), 265 - 289.
- Zhu, Q., Sarkis, J. and Lai, K. (2008), “Confirmation of a measurement model for green supply chain management practices implementation”, *International Journal of Production Economics*, 111(2), 261-273.
- Zhu, Q.H. and Cote, R. (2002), “Green supply chain management in China: how and why?”, *The Fifth International Eco-city Conference*, August, 2002, Shenzhen, China.

# 지각된 품질이 경험가치 및 만족에 미치는 영향 연구

-2013 서울 모터쇼를 중심으로-

유시웅\*

Yoo, Si Yoong

## Abstract

This research aims to find out how perceived quality of exhibition visitors affect experiential value and satisfaction. By understanding the relationship, this research aims to give strategic implication how exhibition organizer can gain competitive advantage through effective quality control.

This research presents a theoretical research of perceived quality, experiential value and satisfaction. For the purpose of the empirical study, the questionnaire survey has been conducted within the visitors of 2013 Seoul motor show. Total 355 questionnaires have been collected.

As results of the analysis, the visitor's perceived quality has a positive effect on service experiential value. Also, service experiential value has a positive effect on satisfaction.

**Keywords : Exhibition Perceived quality, Experiential value, Satisfaction**

---

\* 대림대학교 호텔관광과 교수, syoo@daelim.ac.kr

## I. 서론

전시산업은 지식기반산업으로 경제적 파급효과가 높은 고부가가치 관광산업이다(김시중, 2005). 전시 이벤트는 지역에 인지도 향상과 경제적 이익창출을 발생하며, 특히 개인에게는 일상적인 일과에서 받는 경험을 초월하는 여가, 사회 문화적 경험을 제공한다(Bramwell, 1997). 방문객은 제품과 서비스에 대한 정보습득의 기회도 가지며, 정보 공유의 혜택을 얻게 된다(조민 · 이원옥, 2011). 또한 전시회를 통해 제품이나 서비스를 경쟁업체와 비교함으로써 신제품 개발에 활용하고, 제품과 서비스에 대한 수요조사를 할 수 있으며, 이에 적합한 제품과 서비스를 제공할 수 있다. 기업의 입장에서는 관련업체의 새로운 정보수집과 함께 바이어들과 접촉하여 신규시장을 창출 할 수 있는 가장 효율적인 마케팅 수단(인천발전연구원, 2009)으로 사용할 수 있으며, 많은 선진 기업에서는 효과적인 마케팅 커뮤니케이션 수단으로 전시회를 적극 활용하고 있다(Kim, 2003; Hansen, 2004).

고객이 지각하는 품질과 가치가 높을수록 고객의 만족도는 높아지고, 만족은 고객의 몰입과 충성도에 영향을 미치며, 지각된 품질과 가치가 높아지면 고객만족, 고객몰입 및 충성도가 높아져 지속적인 고객의 유지를 실현할 수 있게 된다(Zeithaml, Berry & Parasuraman, 1996).

다시말해 고객만족은 품질의 수준에 따라 결정이 되며, 고객행동의 연구 분석에 있어 이러한 품질은 가치에 영향을 미치는 것으로 연구되어 왔다(Schechter, 1984). 가치와 품질은 궁극적으로 태도와 행동의 유도를 설명할 수 있는 명확한 도구가 된다(Madrigal & Kahle, 1994). 특히 Zeithaml(1988)은 제품의 서비스 속성 및 품질이 고객의 가치에도 영향을 미친다고 하였다.

또한 가치는 재방문의사에 가장 많은 영향력을 미치는 행동의도로서, 행동의도를 형성하는 전제조건 또는 구매와 재구매를 결정하는 요인이므로, 가치에 대한 보다 많은 연구가 필요하다고 할 수 있다(Dodds, 1991).

관광분야에서의 서비스 평가 변수인 지각된 품질과 가치, 만족, 행동의도간의 구조에 대해 연구가 진행되어 왔으나, 전시회 분야에서의 연구는 일부 연구를 제외하고는 미비하여 추가변수의 적용 등 이론 및 방법을 지속적으로 재정립 할 필요성이 있다.

따라서 본 연구는 전시회의 지각된 품질과 경험 가치를 측정하고, 그것이 만족과 재방문의사에 미치는 영향을 실증적으로 검증함으로써, 향후 경험가치의 연구에 있어서 구체적 접근방법을 제시하는 것을 목적으로 한다.

## II. 이론적 배경

### 1. 지각된 품질

지각된 서비스 품질은 객관적이고 절대적 개념의 일반적인 품질이 아니라 주관적이고 상대적인 개념의 품질로 이해할 수 있으며, 다르게 표현하면 고객에 의해 지각된 서비스 품질로 정의될 수 있다 (Parasuraman, Zeithaml & Berry, 1988).

Zeithaml(1988)은 제품의 품질을 우월성과 탁월성으로 포괄적으로 정의하였으며, 이러한 포괄적인 정의를 바탕으로 지각된 품질을 전반적인 고객의 마음속에 형성된 제품우수성 또는 우월성에 대한 소비자의 전반적 평가로 정의하였다(Aaker, 1991). Bettman & Whan(1980)은 지각된 품질을 눈에 보이지 않는 브랜드에 대한 전반적인 감정이라고 정의하였다. 이는 어느 한 브랜드에 대해 인식하는 신뢰성과 품질 특성의 총체적인 차원이며, 소비자는 특정제품에 대하여 종합적이고, 전반적 품질을 지각한다고 하였다. Carman(1990)은 고객들의 개인적인 욕구나 서비스 업종에 따라서 구성 요소들 간에 상대적으로 중요성이 다를 수 있다고 하였으며, 이러한 구성 요소들이 복합적으로 상호작용하여 서비스 품질이 결정된다고 주장하였다.

서비스 품질은 제공받은 서비스가 객관적 사실이 아닌 개개인의 주관적 지각 (Garvin, 1984)으로, 서비스 제공자가 제공할 것 이라고 소비자가 갖은 기대치와 제공받은 서비스에 대한 성과와의 비교를 통한 사후 일치성으로 보고 있다 (Parasuraman, Zeithaml & Berry, 1985). 또한 Holbrook & Corfman(1985)은 지각된 서비스품질에 대한 연구에서 객관적 품질이란 제품들 간의 실제적인 기술적 우월성이나 탁월함을 설명하기 위한 개념인데 반해, 주관적 품질은 객체에 대한 사람들의 주관적 반응을 포함하는 개념이라고 하였다.

Gronroos(1982)는 서비스품질이 주관적인 지각된 품질로 주어진 서비스의 평가에서 비롯된다고 하였으며, 기술적 품질과 기능적 품질이라고 하는 2차원을 통해 기대된 서비스와 지각된 서비스의 수준차이로 서비스 품질수준이 결정된다고 하였다. Garvin(1984)은 지각된 품질이 제품이미지, 상표 그리고 광고 등에 의한 간접적인 평가측면에서의 품질로 소비자의 주관적인 품질이라고 정의하였다. 또한 제품의 품질이 성능, 내구성, 특징, 제품사양과의 일치성, 신뢰성, 서비스능력, 제품 마무리의 7개 요인으로 형성 된다고 하였다.

지각된 품질의 결정요인으로 이흥연(2010)은 외식서비스산업의 지각된 품질에 대한 연구에서 지각된 품질을 서비스품질, 유형의제품(음식)품질, 물리적환경 등의 세가지 요인으로 구분하였으며, 전소연(2009)은 지각된 가격, 기업명성, 브랜드명성, 제품경험, 브랜드 친숙도로 구분, 하였다.

## 2. 경험가치

경험가치란 성능 또는 기능의 객관적인 물리적 가치가 아니라, 상품과 서비스의 이용과정 경험으로부터 얻을 수 있는 감정적 가치라 하였다(타나카타츠오,2010). Badenoch(1994)는 가치가 아름다움과 같이 개인의 주관적 시각에 의해 결정되는 것으로 가치의 단위는 어떠한 사건이나 속성에 대한 순수한 개인의 경험이라 정의하였다. 지각된 가치란 경쟁을 고려한 투입대비 산출 혹은 가격대비 품질에 대한 지각으로 정의된다(Bolton & Lemon,1999). Mathwick,Naresh & Rigdon(2001)은 Holbrook et al.(1985),Woodruff(1996)등이 연구한 경험가치의 개념을 통합하면 ‘소비경험을 통해 지각하는 혜택의 정도’로 경험가치를 정의할 수 있다.

Holbrook(1994)은 쇼핑경험가치를 외재적/능동적 가치, 외재적/수동적 가치, 내재적/수동적 가치, 내재적/능동적 가치 이상 네가지 차원으로 구분하였으며, 각각의 차원을 유희성, 수익성, 심미성, 서비스 우수성으로 구분하였다. 박철(2002)은 온라인 경험가치 모델에 대한 연구에서 온라인 경험가치를 성취경험가치, 재미경험가치, 생생함경험가치로 분류하였다. 김지훈(2006)은 지각된 경험가치를 유희성, 이익성, 심미성, 서비스 우수성으로 구분하여 고객만족 및 고객충성도에 미치는 영향을 연구하였다. 또한 호텔 이용 고객의 경험가치를 연구한 이성호(2009)의 연구에서는 경험가치를 상징적경험가치, 고객투자가치로 구분하였다.

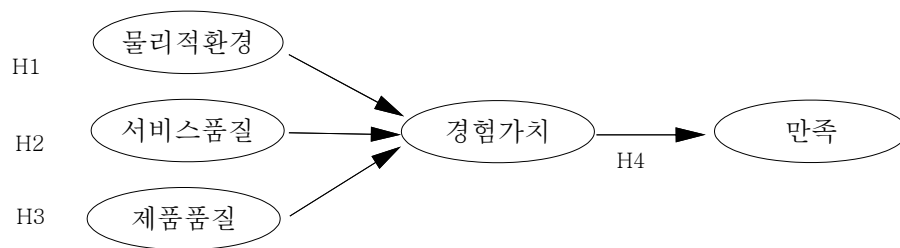
## 3. 만족

Hunt(1977)는 고객만족이란 소비자들이 제품이나 서비스를 구매 비교 평가 선택하는 과정에서 그들이 어느 정도 호의적인 혹은 비호의적인 감정을 경험하는가에 대한 것이며, 서비스나 상품에 대한 사전기대보다 실제적인 사용감정이 좋거나 높은 것이라고 설명하였다. 또한 만족이란 불일치된 기대와 고객이 소비경험에서 사전적으로 가지고 있던 감정이 복합적으로 결합하여 발생된 종합적인 상태(Oliver,1981)라고 하였다. 즉, 소비자들은 특정 브랜드를 구매하기 전, 그 성과에 대한 기대를 형성하며, 브랜드를 사용한 후 소비자가 인식하는 기대와 경험을 비교하게 된다. 결국 만족이란 기대치에 의해 많은 영향을 받으며 기대와 성과간의 불일치에 의해 다양하게 이론으로 구성하게 된다. Anderson,Fornell,& Lehmann(1994)은 고객만족은 기대와 품질에 의해 영향을 받는다는 것을 밝혔으며, Oliver(1981)는 고객의 만족정도가 재구매 의도나 전환의도에 영향을 미치는 요인임을 밝혔다.

### III. 연구방법

#### 1. 연구모형

본 연구는 지각된 품질이 경험가치, 만족의 관계를 분석하고자 한다. 이론적 배경에서 논의된 선행 연구들을 근거로 하여 연구모형을 제시하면 <그림 1>과 같다.



<그림 1> 연구모형

#### 2. 가설설정

##### 1) 지각된 품질과 경험가치

Zeithaml(1988)의 연구에서는 지각된 품질은 지각된 가치에 직접적인 영향을 미친다고 하였다. Bolton & Drew(1991)도 전통적 구성요소인 서비스품질과 가치에 대한 평가모형을 제시하면서 고객들의 서비스 평가는 성과, 품질, 가치 순으로 이루어진다고 하였다. Cronin, Brady and Hult(2000)는 서비스 환경에 있어서 품질, 가치, 만족이 행동의도에 미치는 영향 연구에서 품질과 가치는 만족을 이끌어내는 주요한 요소이고, 행동의도에 강력한 영향을 미치는 것으로 규명하면서 품질이 만족을 통해 행동의도에 영향을 미치는 경로를 밝혔다. 또한 Rust 등(1996)은 서비스 가치가 품질이나 가격과 높은 상관관계에 있기 때문에 서비스 품질을 이상적으로 평가하면 서비스 가치도 높아진다고 주장하였다. 이학식 · 김영(1999)은 호텔이용 고객들을 대상으로 한 연구에서 서비스 품질이 서비스 가치에 선행할 것이라는 가설을 세워 이를 검증하였으며, 김용만 등(2000)은 서비스 품질이 서비스 가치에 선행하는 요인이라고 주장하였다. 또한 외식산업에서 지각된 품질이 고객가치에 미치는 영향에 관한 이흥연(2010)의 연구에 의하면, 지각된 서비스품질과 제품품질은 기능적가치, 사회적가치, 감정적가치 모두에 유의한 영향을 준다고 하였다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 지각된 품질(물리적환경, 서비스품질, 제품품질)은 경험가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

## 2) 경험가치와 만족

Darsono & Junaedi(2006)에 의하면 고객의 지각된 품질과 가치가 높을수록 고객의 만족이 올라간다고 하였다. 고객만족은 제공된 가치에 대한 고객의 반응(Woodruff and Gardial, 1996)으로서, 서비스 제공자로부터 높은 가치를 인식한 고객은 더욱 만족감을 느끼게 된다(Patterson & Spreng, 1997; Varki & Colgate, 2001)고 하였다. 또한 가치는 만족에 영향을 미치는 중요한 변수이다. (Gale, 1994; Reichheld, 1996)

이용기 등(1999)의 연구에서도 소비자가 서비스 가치를 판단한 이후에 만족 혹은 불만을 경험하게 되며 이 경험이 구매의도에 영향을 준다고 주장함으로써 서비스 가치가 서비스 만족에 선행한다고 주장하였으며 이학식, 김영(1999)은 호텔이용고객들을 대상으로 한 연구에서, 가치는 서비스 품질과 고객만족사이에서 매개역할을 한다고 하였다.

Lee 등(2004)은 서비스 품질 및 서비스 가치와 고객만족간의 영향관계를 연구한 결과, 서비스 가치는 고객만족과 서비스 품질간의 관계에서 매개변수로서 중요한 역할을 한다고 하였다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 경험가치는 만족에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

## 3. 변수의 조작적 정의

지각된 품질이란 고객의 마음속에 형성된 제품의 우월성 또는 우수성에 대한 소비자의 전반적인 평가로서 이의 측정은 Zeithaml(1988)의 연구에서 인용하였다. 물리적 환경은 박현열(2006)의 연구에서 측정항목을 사용하였고, 서비스품질은 조선배 · 김화경(2006)의 연구에서 측정항목을 사용하였다. 제품품질은 이흥연(2010)의 연구에서 사용한 측정항목을 사용하였다. 경험가치는 소비 경험을 통해 지각하는 혜택의 정도로서 이의 측정은 Mathwick 등(2001)과 김상조(2008)의 연구에서 인용하였다. 만족에서 발생하는 적극적인 행동(Fishbein & Ajzen, 1975)을 의미하는 재방문의사는 이순자(2006)의 연구에서 인용하여 측정항목을 사용하였다. 측정항목에 대하여 ① 전혀 아니다 에서 ⑦ 매우 그렇다와 같이 7점 척도로 측정하였다.

## 4. 자료수집 및 검증방법

본 연구의 실증조사를 위한 표본은 전시회장인 킨텍스에서 개최된 2013 서울모터쇼에 방문한 전시회 관람객을 조사대상으로 하였다. 설문지는 2013년 3월 29일부터 3월 31일까지 총 400부를 배포하여 363부를 회수하였으며, 회수된 설문지 중 응답이 불성실하거나 다수의 문항에 응답하지 않은 8부를 제외한 총 355부의 설문지를 최종분석에 사용하였다. 분석은 조사대상자의 일반적 특성을 살펴보기 위하여

먼저 빈도분석을 실시하고 각 변수들에 대한 신뢰성과 타당성을 검증하기 위하여 요인분석과 신뢰도 분석을 실시하였다. 또한 가설검증을 위해 구조방정식 모형(AMOS)을 이용하였다.

## IV. 실증분석

### 1. 조사 대상자의 인구통계학적 특성

먼저 전체 응답자 355명의 인구통계학적 특성에 있어 성별로는 남자 51.5%, 여자 47.5%이었으며, 연령별로는 20세~25세가 65.1%로 가장 많아 35세 이하가 전체의 91.3%인 것으로 나타났다. 직업별로는 학생 58.0%, 전문직 23.1%, 회사원 12.4%, 공무원 3.1% 등이었으며, 교육정도는 대학재학을 포함한 대졸이 63.7%로 가장 많았다. 관람 동행자는 친구가 52.4%로 가장 많았으며, 가족친지 33.2%, 동호회 및 친목단체 11.0%, 직장동료 3.1% 등의 순이었다. 행사개최정보로는 27.6%가 주변의 추천 그리고 20.0%가 TV/라디오를 통해 접수하였다. 모터쇼 방문경험은 처음이 55.5%, 두 번째가 29.9%, 세 번 이상이 14.6%로 나타났다.

〈표1〉 인구통계학적 특성

항목		빈도	퍼센트	항목		빈도	퍼센트
성별	남자	183	51.5	관람 동행자	친구	186	52.4
	여자	172	47.5		가족친지	118	33.2
	합계	355	100.0		직장동료	11	3.1
연령	20세~25세	231	65.1		혼자	1	0.3
	26세~30세	61	17.2		동호회 및 친목단체	39	11.0
	31세~35세	32	9.0		기타	0	0
	36세~40세	21	6.0		합계	355	100.0
	41세~50세	30	8.5	행사 개최정보	TV/라디오	71	20.0
	51세 이상	10	2.8		신문/전단지	42	11.8
	합계	355	100.0		유선인터넷	51	14.4
교육정도	고졸이하	4	1.1		무선인터넷	39	11.0
	전문대졸(재학)	88	24.8		주변의 추천	98	27.6
	대졸(재학)	226	63.7		기타	54	15.2
	대학원졸(재학)	37	10.4		합계	355	100.0
	합계	355	100.0	모터쇼 방문경험	처음	197	55.5
직업	학생	206	58.0		두번째	106	29.9
	전문직	82	23.1		세 번 이상	52	14.6
	회사원	44	12.4		합계	355	100.0
	공무원	11	3.1				

	자영업	8	2.3				
	서비스직	4	1.1				
	합계	355	100.0				

## 2. 내적일관성 및 확인적 요인분석

개별 구성개념의 단일차원성 검증을 위하여 확인적 요인분석을 실시하였으며, 그 결과는 <표 3>과 같다. 각 개별 구성개념의 적합도 지수가 모두 기준보다 높은 값을 나타내고 있어 측정 변수들이 구성개념을 측정하는데 적합한 것으로 확인되었다. 또한 각 잠재요인들을 측정하기 위해 사용된 측정변수들은 모두 반영적 성격을 가져야 하므로 내적일관성을 확인해야 할 필요가 있다. 이를 위해 크론바하 알파 계수를 측정한 결과 각 개별 구성개념의 크론바하 알파 계수가 기준값인 0.6~0.7이상(이훈영, 2008)보다 높은 값을 나타내고 있어, 높은 내적일관성을 보이고 있음을 확인할 수 있다.

<표2>. 개별 구성개념의 적합도 및 내적일관성

요인		최초 항목	최종 항목	카이 제곱값	유의 확률	GFI	AGFI	RMR	CFI	신뢰도 계수
지각 품질	물리적 환경	4	3	0.000	-	1.000	-	0.000	1.000	0.825
	서비스 품질	9	5	16.083	0.007	0.982	0.945	0.021	0.989	0.899
	제품 품질	4	4	8.638	0.013	0.987	0.937	0.021	0.990	0.861
경험가치		12	4	1.046	0.593	0.999	0.993	0.010	1.000	0.775
만족		10	5	11.298	0.046	0.988	0.963	0.011	0.992	0.875

## 3. 가설검증결과

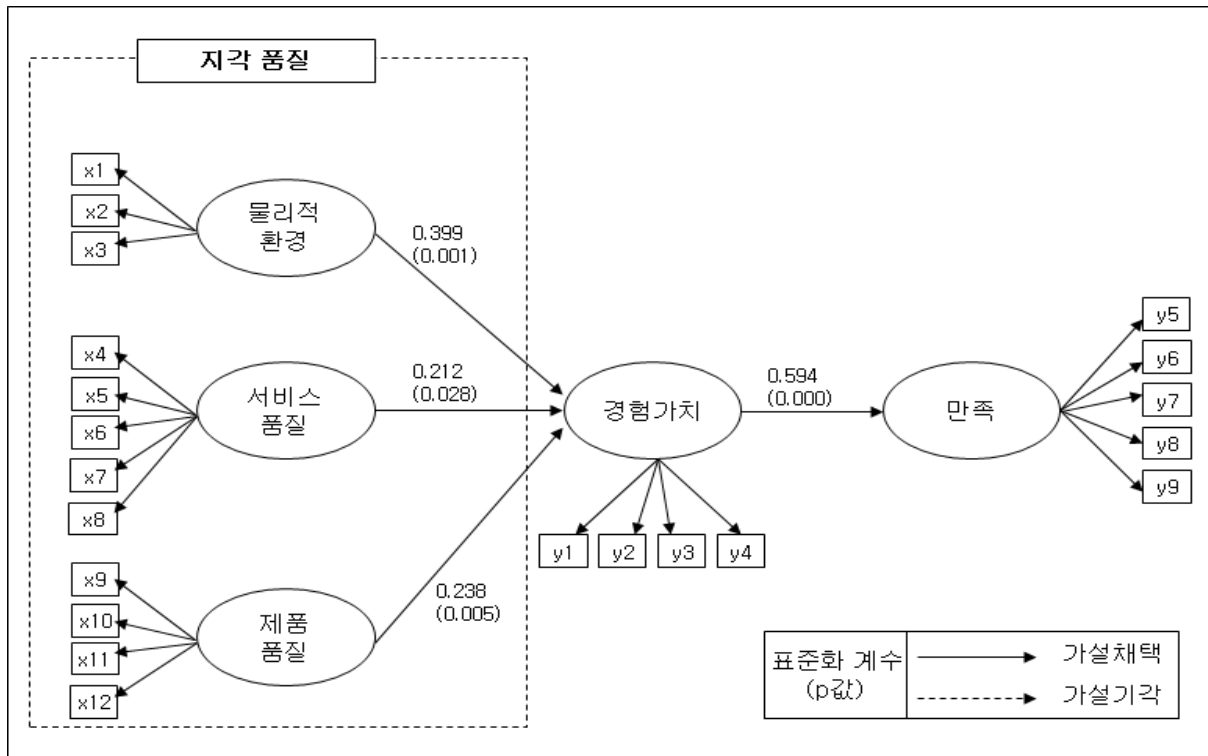
본 연구에서는 첫째, 전시회 참관자의 지각된 품질과 경험가치와의 관계를 살펴보기 위해 지각된 품질의 물리적환경, 서비스품질, 제품품질이 경험가치에 미치는 영향관계를 살펴보고, 둘째 경험가치가 만족에 미치는 영향관계를 살펴보았다.

본 연구에 사용된 연구모형의 적합도와 연구가설을 검증하기 위하여 구조방정식 모형을 이용하여 분석을 진행하였다. 본 연구에서는 AMOS를 이용한 구조모형의 분석결과, 전체적인 모형의 적합도를 판단하기 위해 GFI(Goodness-of-Fit Index:  $\geq 0.90$ 이 바람직함), AGFI(Adjusted Goodness-of-Fit Index:  $\geq 0.90$ 이 바람직함),  $\chi^2$ (작을수록 바람직함),  $\chi^2$ 에 대한 p값( $p < 0.05$ 가 바람직함) 등을 이용하였다.  $\chi^2$ 는 표본의 수에 따라 변화하는 모습을 보이고(Joreskog and Sorbom, 1993), 표본수가 큰 경우에 커지는 경향이 있

어(강병서, 2002), 적합도 판정에 심각한 영향을 주지 못한다. 분석결과 카이제곱값( $\chi^2$ )=388.501, 유의확률=0.000, GFI=0.903, AGFI=0.876, CFI=0.951, RMR=0.043로 대부분 일반적인 접합도 기준치와 비교할 때 대체적으로 수용 가능한 것으로 볼 수 있어 연구 개념들 간의 영향관계를 설명하기에 적합한 것으로 판단할 수 있다(Joreskog and Sorbom, 1993).

경로계수를 포함한 연구모형 및 가설의 검증결과는 <그림 2>, <표 3>에 요약되어 있다.

Anderson & Gerbing(1984)은 측정모형에 대한 부적합지수를 개선하기 위한 방법으로는 항목들을 다른 요인에 대응시켜 보는 방법과 모델에서 제거시키는 방법, 측정오차의 상관관계를 규명하는 방법을 제안하였다. 이러한 방법 중에서 다른 항목에 대응시켜 보는 방법과 모델에서 제거시키는 방법이 더 좋은 방법이라고 추천하고 있다(정용성 · 신종국 · 이경옥, 2001).



<그림 2> 연구분석결과

<표 3> 가설의 검증결과

가설	경로모형	비표준화 계수값	표준화 계수값	표준오차	C.R.값	유의확률 (p값)	가설 검증
가설1	지각된 품질의 물리적환경 ⇒ 경험가치	0.304	0.399	0.093	3.254	0.001**	채택
가설2	지각된 품질의 서비스품질 ⇒ 경험가치	0.169	0.212	0.077	2.194	0.028**	채택
가설3	지각된 품질의 제품품질 ⇒ 경험가치	0.171	0.238	0.060	2.841	0.005**	채택

가설4	경험가치 만족 $\Rightarrow$		0.544	0.594	0.070	7.808	0.000**	채택
카이제곱 값	유의확률	GFI	AGFI	CFI	RMR			
388.501	0.000	0.903	0.876	0.951	0.043			

\*\*p<0.05

가설1의 분석결과 지각된 품질의 물리적환경이 전시회참관자의 경험가치에 미치는 영향관계를 나타내는 비 표준화 경로계수 값 0.304, 표준화 경로계수 값이 0.399, C.R.값 3.254, 유의확률(p값)이 0.001이기 때문에 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의함을 알 수 있다. 즉, ‘지각된 품질의 물리적환경은 전시회 참관자의 경험가치에 영향을 미칠 것이다’ 라는 가설이 채택되고 지각된 품질의 물리적 환경은 전시회 참관자의 경험가치에 유의적인 영향을 미친다고 할 수 있음을 알 수 있다.

가설2의 분석결과 지각된 품질의 서비스품질이 전시회참관자의 경험가치에 미치는 영향관계를 나타내는 비 표준화 경로계수 값 0.169, 표준화 경로계수 값이 0.212, C.R.값 2.194, 유의확률(p값)이 0.028이기 때문에 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의함을 알 수 있다. 즉, ‘지각된 품질의 서비스품질은 전시회참관자의 경험가치에 영향을 미칠 것이다’ 라는 가설이 채택되고 지각된 품질의 서비스품질은 전시회 참관자의 경험가치에 유의적인 영향을 미친다고 주장할 할 수 있음을 알 수 있다.

가설3의 분석결과 지각된 품질의 제품품질이 전시회참관자의 경험가치에 미치는 영향관계를 나타내는 비 표준화 경로계수 값 0.171, 표준화 경로계수 값이 0.238, C.R.값 2.841, 유의확률(p값)이 0.005이기 때문에 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의함을 알 수 있다. 즉, ‘지각된 품질의 제품품질은 전시회 참관자의 경험가치에 영향을 미칠 것이다’ 라는 가설이 채택되고 지각된 품질의 제품품질은 전시회 참관자의 경험가치에 유의적인 영향을 미친다고 주장할 할 수 있음을 알 수 있다.

가설4의 분석결과 전시회 참관자의 경험가치가 만족에 미치는 영향관계를 나타내는 비 표준화 경로계수 값 0.544, 표준화 경로계수 값이 0.594, C.R.값 7.808, 유의확률(p값)이 0.000이기 때문에 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의함을 알 수 있다. 즉, ‘전시회 참관자의 경험가치가 만족에 영향을 미칠 것이다’ 라는 가설이 채택되고 전시회 참관자의 경험가치는 만족에 유의적인 영향을 미친다고 주장할 할 수 있음을 알 수 있다.

## IV. 결 론

본 연구는 전시회 참관자의 지각된 품질이 경험가치에 영향을 주고, 또한 경험가치가 만족에 영향을 주는지에 대한 관계 규명을 통해, 향후 전시회의 경험가치와 만족과 관련된 연구에 있어 구체적 접근 방법을 제시하는 데 그 목적이 있다. 이에 전시회 산업이 경쟁우위를 확보하고 성장 발전하기 위한 효과적인 지각된 품질의 관리방안을 알아보고, 보다 구체적이고 전략적인 차원에서 지각된 품질과 경험

가치를 접근하여 전시회 참관자의 만족을 넘어서 궁극적으로는 전시회의 질적 향상과 성공을 창출할 수 있는 초석을 마련하고자 하였다.

상기 분석결과를 바탕으로 연구가설을 검증하여 다음과 같은 연구 결과를 도출하였다.

첫째, 전시회 참관자의 지각된 품질 중 물리적환경이 경험가치에 미치는 영향에 대해서 분석한 결과, 지각된 품질 의 물리적환경 기능 중에서 전시장의 최신시설, 규모의 적절성, 청결 및 쾌적성 부문이 정(+ )의 유의적인 영향을 미치고 있었다. 즉, 전시회장의 첨단시설, 전반적인 규모, 그리고 전시장의 청결 과 쾌적성이 참관자의 경험가치에 중요하다는 것을 의미한다.

둘째, 전시회 참관자의 지각된 품질 중 서비스품질이 경험가치에 미치는 영향에 대해서 분석한 결과, 지각된 품질의 서비스품질 기능 중에서 행사진행직원의 정확한 정보와 지식 갖추, 직원의 친절 및 예의, 직원의 고객중심서비스 제공 부문이 정(+ )의 유의적인 영향을 미치고 있었다. 즉, 전시회장 직원의 전문성 및 친절과 예의바름 그리고 고객중심의 서비스가 참관자의 경험가치에 중요하다는 것을 의미한다.

셋째, 전시회 참관자의 지각된 품질 중 제품품질이 경험가치에 미치는 영향에 대해서 분석한 결과, 지각된 품질의 제품품질 기능 중에서 등록 절차 및 안내의 편리성, 정확한 프로그램 진행, 행사준비철저 및 독창적이고 우수한 프로그램 부문이 정(+ )의 유의적인 영향을 미치고 있었다. 즉, 전시회장의 체계적이고 깔끔한 준비와 다양한 프로그램의 질적 완성도 및 운영의 정확성이 참관자의 경험가치에 중요하다는 것을 의미한다.

넷째, 전시회 참관자의 경험가치가 만족에 미치는 영향에 대해서 분석한 결과, 경험가치의 특성 중에서 즐거운 경험, 가치있는 정보의 제공, 훌륭한 서비스 및 수준높은 서비스의 경험에 정(+ )의 유의적인 영향을 미치고 있었다. 즉, 경험가치 특성 중에서 즐거움, 가치있는 정보, 훌륭한 서비스 및 수준 높은 서비스의 경험이 전시회 참관자의 만족에 효과가 크다는 것을 의미한다.

본 연구에서 검증한 전시회 참관자의 지각된 품질, 경험가치, 만족의 관계를 효율적으로 활용한다면 전시회의 효율적인 운영에 많은 도움이 될 것이다. 제한된 시간, 공간 그리고 비용 안에서 최적의 효과를 달성하기 위해서는 반드시 선택과 집중이 필요하다. 고객의 관점에서 중요하게 다루어야 하는 부분을 우선 결정하고 이를 바탕으로 운영 준비를 하는 것이 필요하다고 할 수 있다. 이러한 방법이 결국에는 성공적인 전시회 운영의 초석이 될 것이다. 즉, 전시회 참관자의 지각된 품질의 효율적인 관리 및 고객의 가치이해에 대한 노력이 바로 본 연구가 전시회 경영진 및 실무자들에게 전달하고자 하는 시사점이라 할 수 있다.

본 연구는 연구 대상 선정에 2013 서울모터쇼 방문객 중 3일 동안 355명에 한정되어 조사가 진행되었으므로 방문객 전체의 전반적인 특성으로 일반화하기에는 어려운 점은 이번 연구의 한계점이라고 할 수 있다.

## 참고문헌

- 김시중 (2005).국제회의 기획가의 호텔컨벤션 개최지 중요도 및 만족도연구. 서비스경영학회지, 6(2),241-263.
- 김지훈 (2006). 노인소비자 지각된 경험가치가 고객 만족과 충성도에 미치는 영향에 관한연구:백화점을 중심으로 .영남대학교,석사학위논문.
- 박철 (2002).인터넷 쇼핑에서 온라인 경험가치 모델에 관한 연구.한국유통학회 2002년 추계학술대회발표 논문집 ,247-272.
- 이성호 (2009).호텔이용고객의 경험가치가 경쟁적 고립 및 행동적 충성도에 미치는 영향관계. 관광레저연구 ,21(4),489-508.
- 이흥연 (2010). 외식서비스의 지각된 품질이 고객의 가치 및 행동의도에 미치는 영향 -연구 패밀리 레스토랑과 패스트 푸드점을 중심으로- .경희대학교,박사학위 논문.
- 인천발전연구원 (2009),중국의 전시산업 현황 및 인천 기업의 중국 전시회 참여 활성화 방안 연구. IDI 연구보고서 ,2009-18.
- 전소연 (2009). 지각된 품질요인이 고객충성도에 미치는 영향 :PB와 NB간의 차이분석을 중심으로 .한양대학교,박사학위논문.
- 조민 · 이원옥 (2011).전시회 서비스 속성의 중요도-만족도간의 차이 비교 분석 -2008 서울 주류박람회 참관객을 중심으로-. 대한경영학회지 , 24(3), 1519-1537.
- 타나카타츠오 (2010).고객경험가치를 높이기 위해서 -감동을 창출하는 익스피리언스 테크놀로지-. IT 솔루션프린티어 ,1월호.
- Aaker,David.A (1991).Managing Brand Equity:Capitalizing on the value of brand name, New York : The Free Press.
- Anderson,E.W.,C.Fornell.& D.R.Lehmann (1994). Customer satisfaction, marketing share , and profitability : findings from Sweden. Journal of Marketing, 58(3), 53-66.
- Badenoch,D.(1994).The value and impact of information. London, Bowker-Saur.
- Bettman, James. R. & P. C. Whan (1980). Effects of prior knowledge and experience and Phase of the choice process on consumer decision processes : A Protocol Analysis, Journal of Consumer Research, 7(3), 234-248.
- Bolton, R. N. & K. N. Lemon(1999). A dynamic model of customers'usage of services: Usage as an antecedent and consequence of satisfaction. Journal of Marketing Research, 36(2), 171.186.
- Bramwell, B. (1997). Strategic Planning before and after a Mega-event. Tourism Management, 18(3) : 167-176.
- Carman, J. M. (1990). Consumer Perceptions of Service Quality: An Assessment of SERVQUAL Dimension. Journal of Retailing, 66(1), 33-55.

- Dodd, V. A., L. Campbell., N. J. Power. & K. Looby (1991). Aeration of pigmanure for odour control. Paper presented to Environmental Impact Conference: Management, treatment and land spreading of waste, Teagasc, Johnstown Castle, Wexford. September, 11-12.
- Garvin, D. A. (1984). What does 'product quality' really mean. *Sloan Management Review*, 26, 25-43.
- Gronroos, Christian. (1982). An Applied Service Marketing Theory. *European Journal of Marketing*, 16(7), 28-42.
- Hansen. K. (2004). Measuring Performance at Trade Shows Scale Development and Validation. *Journal of Business Research*, 57(1), 1-13.
- Holbrook, M. B. & K. P. Corfman (1985). Quality and Value in the Consumption Experiences: Phaedrus Rides Again, in *Perceived Quality*, J. Jacoby and J. Olson, ed., Lexington, MA: LexingtonBooks, 31-57.
- Holbrook, MorrisB. (1994). The Nature of Customer Value, Roland T. Rust and Richard L. Oliver (Eds), *Service Quality: New Direction in Theory and Practice*, Sage Publications, Thousand Oaks, CA, 21-71.
- Hunt, H. K. (1977). CS/D-Overview and Future Research Direction, in *Conceptualization and Measurement of Consumer Satisfaction and Dissatisfaction*, H. Keith Hunt, ed., Cambridge, MA: Marketing Science Institute, 455-488.
- Kim, O. (2003). The effect relation of motivations at visiting and exhibition, its attributes, and visitors' satisfaction. *Second AsiaPacific Forum from Graduate Students Research in Touring*, 279~295.
- Madrigal, R. & L. Kahle (1994). Predicting vacation activity preferences on the basis of value-system segmentation, *Journal of Travel Research*, 32(4), 22-32.
- Mathwick, Charla, Naresh K, Malhotra. & Edward Rigdon (2001). Experiential Value: Conceptualization, Measurement & Application in the Catalog & Internet Shopping Environment, *Journal of Retailing*, 77, 39-56.
- Oliver, R. L. (1981). Measurement and Evaluation of Satisfaction Processes in Retail Settings. *Journal of Retailing*, 57(3), 25-48.
- Parasuraman, A., V. A. Zeithaml. & L. L. Berry (1985). Conceptual Model of Service Quality and Its Implications for Future Research. *Journal of Marketing*, Fall, 41-50.
- Schechter, L. (1984). A Normative Conception of Value, *Progressive Grocer*, Executive Report, 2, 12-14.
- Woodruff, R. B. & S. Gardial (1996). *Know Your Customer: New Approaches to Understanding Customer Value and Satisfaction*. Blackwell, Oxford.
- Zeithaml, V. A. (1988). Consumer perceptions of price, quality, and value: A means-and model and synthesis of evidence. *Journal of Marketing*, 52(3), 2-22.
- Zeithaml, V. A., L. L. Berry. & A. Parasuraman (1996). The Behavioral Consequences of Service Quality. *Journal of Marketing*, 60(April), 31-46.



## 논문발표 Session 2

### Session 2: Global Management and Strategy (Phu Quoc 1)

사회자: 백권호 (영남대)

- 1. Localization Strategy of Using Technical Development ODA as Strategic CSR for Korean Domestic U-Turn and FDI Location Movement SMEs ..... 101
  - 발표자: 이다원, 오준석(숙명여대)
  - 토론자: 이건희(영남대)
  
- 2. Business Strategies of Korean SME's Advance in Vietnam: Case Study on ACE MACHINERY company ..... 121
  - 발표자: 이건희(국민대)
  - 토론자: 박주희(계명대)
  
- 3. Study on the Effect of Organization and Relationship Characteristics on the e-Trade Usage Level and Performance in Chinese SMEFs ..... 143
  - 발표자: 문희철(충남대), 심상렬(광운대)
  - 토론자: 하태현(우석대)
  
- 4. A Study on the JeJu SamDaSoo into the Vietnam Market ..... 163
  - 발표자: 전형구(강동대)
  - 토론자: 윤동진(우석대)
  
- 5. Global Charitable Giving; Message Appealing Strategy ..... 185
  - 발표자: 김학균, 김용준, 서현영(성균관대)
  - 토론자: 김주원(성균관대)



## 국내 복귀기업과 해외직접투자 이전 기업의 전략적 CSR로써 기술개발 ODA을 활용한 현지화 전략

이다원

숙명여자대학교 경영학부 박사과정

dwlee@sm.ac.kr

오준석

숙명여자대학교 경영학부 교수

joon5@sm.ac.kr

### 요 약

한국의 전반적인 경제 상황을 살펴보면 일제 강점기에서 해방된 1945년부터 1999년까지 공적개발원조(ODA)의 수혜국으로써 타 경제 대국으로부터 원조를 받아 이른바 한강의 기적이라 불리우는 경제개발을 하게 된다. 1996년의 OECD가입을 계기로 해외직접투자(FDI)가 점차 증가하게 되는데 이는 한국 뿐만 아니라 전 세계적으로 세계화(Globalization)됨에 따라 글로벌 가치 사슬(GVC, Global Value Chain) 구축 차원에서 FDI는 점점 증가하게 된다. 그리고 한국은 2010년 OECD의 개발원조위원회인 DAC(Development Assistance Committee)에 24번째 회원국이 됨으로써 세계 최초로 수혜국에서 공여국으로 탈바꿈하는 국가가 되었으며 2012년도에는 2년 연속 무역 1조 달러를 달성하는 세계 무역 규모 8위를 차지하고 있다. 이러한 상황으로 볼 때 한국경제발전은 순항하는 것처럼 보일 수 있다. 하지만 지난 2006년부터 한국 기업이 주로 진출해 있는 중국 지역을 중심으로 국내 해외직접투자기업들의 국내복귀가 일어나고 있는 실정이나 아직까지 이러한 현상에 대한 연구나 정책방안은 미미한 실정이다. 본 연구는 이러한 현상들에 대해 174개의 실제 해외직접투자 기업들의 국내복귀 및 정부의 정책지원방안에 대한 실증적인 연구를 실시하였다는 데에 의의를 두고 있으며 국내기업들의 해외직접투자가 주로 중국과 동남아시아지역의 개발도상국에 집중되어 있다는 점에 착안하여 과거 한국의 특수한 경험을 살릴 수 있는 ODA를 국내 기업들의 현지화 전략으로써의 활용을 제안하고자 한다.

주제어: 전략적 사회적 책임(Strategic CSR), 공적개발원조(ODA), 국내복귀기업, FDI 이전

## I. 서론

### 1.1 국내 복귀기업(U턴 기업)과 해외직접투자 이전 기업의 ODA 투입

한국은 세계 9번째로 2011년 무역 1조 달러를 달성하였으며 2012년 역시 무역 1조 달러를 달성하여 2년 연속 무역 1조 달러 달성이라는 놀라운 성과를 거두었다. 이러한 성과가 앞으로도 지속적인 수출 성장으로 이뤄질지에 대한 여부에 국내외의 관심이 집중되고 있는 상황이다. 지식경제부는 ‘2012년 무역진흥 대책 및 무역 2조 달러 도약전략’을 발표하고 2020년까지 무역 2조 달러를 달성한다는 목표치를 세우고 있다. 하지만 전 세계적으로 무역 1조달러를 달성한 미국, 중국, 독일, 일본, 프랑스, 네덜란드, 영국, 이탈리아, 한국 등의 9개의 국가 중 미국, 중국, 독일 등 3국가를 제외한 나머지 국가들은 무역 2조 달러를 달성하지 못하고 있는 실정이다. 한국의 경우에는 국내 기업 고용 비중의 90%를 차지하고 있는 중소기업들의 해외직접투자 현황을 살펴볼 때 그 중 70%이상이 중국으로 진출을 한 상태인데 2010년부터 그 건수가 줄어들고 있는 상황이다. 오영호(2012)는 이러한 이유로 한국은 새로운 무역성장 모형을 개발하고 무역패러다임을 전환하기 위한 노력이 필요하다고 하였다. 실제로 한국은 과거 경제 성장을 하는 과정에서 삶의 질(Quality of Life)이 희생되고, 무역의 성과를 배분하는 과정에서 공정배분(Fair Distribution)의 문제를 야기하는 공평화 성장(Immiserising Growth)을 가져오는 무역성장모형을 가졌었다면 앞으로의 무역 2조 달러 달성을 위해서는 보다 여유로운 성장(Affordable Growth)을 가져오는 새로운 무역성장모형을 수립해야 할 것이다. 여유로운 성장(Affordable Growth)이라함은 삶의 질(Quality of Life), 정의로운 분배(Fair Distribution), 공정한 거래와 협력(Co-prosperity), 동반성장할 수 있는 사업생태계(Business Eco-system)의 Affordability를 가져온다는 원리이다.

본 연구에서는 점차 늘어가고 있는 해외직접투자 기업들의 국내복귀에 영향을 미치는 요인과 정부의 복귀지원정책간의 유의성에 대해 알아보고 더 나아가 현 상황에서 한국 경제의 여유로운 성장(Affordable Growth)을 가져오기 위해 해외직접투자 기업의 국내복귀, 혹은 이전시 해당 기업에 ODA를 투입하는 방법 등에 대해 연구해보고자 한다.

### 1.2. 연구의 중요성

#### 1.2.1 글로벌 선순환의 COI 구축

앞서 기술한 ODA에 대해 보다 자세하게 알아보면 ODA는 공공개발원조·정부개발원조라고도 하며, 증여·차관·배상·기술원조 등의 형태를 갖는다. 한국의 경우, 1945년 해방 이후부터 OECD 가입전인 1995년까지 약 50여 년간의 원조 수혜국이였다가 2009년 DAC(개발원조위원회)에 가입, 세계 최초로 수혜국에서 공여국으로 탈바꿈한 국가이다<sup>1)</sup>. 오준석, 이다원(2012)의 연구에 따르면 2011년을 기준으로

한국기업의 해외직접투자 지역별 현황을 살펴보면 아시아 지역으로의 투자가 68.2%를 차지하고 있고 그 중 대부분이 중국, 베트남, 인도네시아 지역에 집중되어 있으며 특히 중국으로의 투자가 과반수이상을 차지하고 있는 실정인 것으로 나타났다. 본 논문에서는 한국의 수혜국에서 공여국으로 탈바꿈한 경험을 살려 한국기업의 개발도상국으로의 해외직접투자시 ODA를 적절하게 활용하여 한국에서 공적개발원조를 받은 국가가 후에 공여국이 되는 글로벌 경제안에서의 선순환이 될 수 있는 COI 구축을 제안한다.

또한 세계 무역 교역 순위의 9위를 차지하는 무역 강국인 한국이<sup>2)</sup> AFT(무역을 위한 원조)에 대한 노하우 전수함으로써 근간 개도국으로의 무역 촉진을 기대할 수 있다. 김학민, 박근우(2013)는 1조 달러 이상 무역 국가들은 지리적으로 인접한 국가들과 교역이 매우 활발하다고 하였으며 신흥시장 연구와 함께 그 차별화 및 경쟁전략 도출이 중요하다고 지적하였다. 본 연구에서는 개도국으로의 해외직접투자시 Entry Mode 단계에서 ODA활용을 제안함으로써 외국화비용(Cost of Foreignness)도 줄일 수 있을 것이라고 기대된다.

## 1.2.2 국격 제고를 위한 ODA 실행 및 창조경제 실현

이와 같이 국내기업의 해외직접투자시에 ODA를 활용함으로써 세계경제안에서 국격 제고 효과와 함께 최근 경제 화두로 떠오르고 있는 이른바 창조경제의 실현도 가져올 수 있을 것이라고 본다. J. Howkins(2002)는 Creative Economy를 통해 창의성과 경제의 결합이 부가가치와 부의 생산을 가능케 한다고 정의한 바 있다. UNCTAD(유엔무역개발회의)에서 정의하고 있는 창조경제(Creative Economy)란 North인 선진국과 South인 후진국의 경제활동의 융합을 강조하고 있으며 이는 한국 혹은 대기업을 North측에, South 측에 개도국, 또는 중소기업을 대입하여 생각해 볼 수도 있겠다.

## 1.2.3 국익 창출 가능한 COI 체계 구축: 공여국(한국)의 실업문제 해결

또한 개발원조의 동기로는 인도주의적 동기, 정치·외교적 동기, 경제적 동기, 상호의존의 의식등이 있는데 그 중 경제적 동기는 장기적인 안목에서 개발도상국에 원조를 공여하여 그 나라의 경제가 발전하면 수출시장이 확대되며 자국 기업들의 해외진출발판이 되고 나아가 자원 확보에 기여할 수 있다는 논리에서 비롯된 것으로 본 연구에서는 국내 기업들의 해외직접투자시 ODA를 제안함으로써 현재 고용 침체기에 있는 한국 경제내에 실업문제를 어느 정도 해소할 수 있는 촉진제가 될 수 있으리라고 본다.

1) 코이카, ODA알기 <http://www.koica.go.kr/>

2) Source : WTO, Leading Trading Countries (2011)

## II. 문헌고찰 및 가설설정

### 2.1 국내복귀 영향 요소

서민교(2010)의 연구에서도 지적하였듯이 해외투자 U-Turn에 관한 연구는 거의 없다고 할만큼 기존 연구가 미비한 실정이며 정부차원에서 중국, 베트남 등 해외에 진출한 한국기업의 U-Turn 현황에 대한 체계적인 실태조사 또한 부족하다고 하고 있다. 국내 기업들의 해외직접투자 철수에 대한 기존 연구들에서 지적하고 있는 요건들은 비슷한 양상을 띠고 있다.

고병욱, 길광수(2008)의 연구에서는 한국 기업이 주로 진출해있는 중국의 입지경쟁력이 저렴한 요소 비용 측면의 경쟁 우위가 약화되고 있다고 지적하였으며 세율의 변화 및 세무조사 강화도 중국에 진출한 국내 기업들의 리스크로 꼽았다.

서민교(2010)의 연구에서는 Reiljan(2004)의 연구를 참고하여 기업의 비국제화 의사결정 영향요인<sup>3)</sup>을 정리하면서 자원이나 양질의 노동력 부족등을 ‘전략의 변화’ 결정요인으로 정리하였으나 본 논문에서는 이를 요소조건으로 정리하였다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 국내복귀를 하려는 기업들은 “요소조건”이 유의한 영향을 미칠 것이다.

또한 수송비나 관세의 증가를 성과부진 또는 비용증가의 결정요인으로 정리하였으나 본 연구에서는 이를 시장조건으로 정리하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 국내복귀를 하려는 기업들은 “시장조건”이 유의한 영향을 미칠 것이다.

고병욱, 길광수(2008)의 연구와 서민교(2010)의 연구에 따르면 한국 기업들이 주로 진출해 있는 중국 혹은 베트남과 같은 투자지의 경우, 고급기술직의 인력난이나 열악한 인프라등을 문제점으로 꼽고 있다. 따라서 본 연구에서는 이와 같은 항목들을 관련조건으로 하여 이러한 요소들이 국내복귀에 유의한 영향을 미치리라는 가설을 설정하였다.

가설 3: 국내복귀를 하려는 기업들은 “관련조건”이 유의한 영향을 미칠 것이다.

고병욱, 길광수(2008)의 연구에서는 중국 정부의 외국기업에 대한 특혜 축소 및 환경 규제가 강화되는 정부 규제의 복잡성을 이유로 들고 있으며, 서민교(2010)의 연구에서는 정부의 간섭을 포함한 외부 충격을 기타항목으로 정리하였으나 본 논문에서는 투자개방도, 정부투명성, 기업자유도, 국가 안정성, 노사관계등을 포함한 경영여건으로 분류하여 정리를 하였으며 관련된 가설로 다음과 같이 설정하였다.

3) 서민교(2010)의 연구에서는 Benito and Welch(2007)의 연구를 예로 들어 비국제화(de-internalization)을 철수와 같은 완전 비국제화(full de-internalization)과 부분적 해외사업 축소인 부분 비국제화(partial de-internalization)으로 나누어 기술한 바 있다.

가설 4: 국내복귀를 하려는 기업들은 “경영조건”이 유의한 영향을 미칠 것이다.

서민교(2010)의 연구에 따르면 구 해양수산부와 코트라의 해외진출기업 U-Turn에 대한 실태조사 중 해당기업들의 필요여건 중 노동력 확보시 국내로 즉시 U-Turn 할 의사가 있다고 밝힘에 따라 본 논문에서는 국내 복귀의향을 가진 기업들이 인력 및 자금지원 정책에 대해 유의미한 반응을 보일 것으로 예상하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

## 2.2 정부 정책 영향 요소

가설 5: 국내복귀의향을 가진 기업들은 정부의 복귀지원정책 중 인력 및 자금지원에 대한 정책에 대해 유의미한 반응을 보일 것이다.

서민교(2010)의 연구에 따르면 지식경제부를 중심으로 U-Turn 기업에 대한 실태조사와 더불어 이들을 유치하기 위한 다양한 인센티브를 검토하기 시작하여 국내 U-Turn 기업에 대해 2012년 말까지 2년간 3년간 100%, 이후 2년간 50%의 소득세 및 법인세 감면 혜택을 주는 정책에 대하여 기술한 바 있다. 따라서 본 연구에서는 국내복귀의향을 가진 기업들이 이러한 조세지원 정책에 대해 유의미한 반응을 보일 것이라고 예상하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 6: 국내복귀의향을 가진 기업들은 정부의 복귀지원정책 중 조세지원에 대한 정책에 대해 유의미한 반응을 보일 것이다.

서민교(2010)의 연구에서는 해외진출을 한 기업들의 실제사례를 들어 해당기업들의 국내복귀 요구조건들을 기술하고 있는데 그 중 한국의 자유무역지역에 입주할 수 있다면 국내 U-Turn을 고려하고 있는 기업의 예를 들고 있어 본 논문에서는 기업들의 국내복귀시 입지에 관한 가설을 다음과 같이 설정하였다.

가설 7: 국내복귀의향을 가진 기업들은 정부의 복귀지원정책 중 입지지원에 대한 정책에 대해 유의미한 반응을 보일 것이다.

우리나라는 2006년부터 정부차원의 중국 진출 기업 U-Turn 촉진 및 유치 방안을 다각도로 마련하고 있는 실정이다.<sup>4)</sup> 따라서 본 논문에서는 정부의 이러한 정책들에 대해 기업들이 실질적으로 반응을 보이는지에 대한 여부를 알아보고자 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 8: 국내복귀의향을 가진 기업들은 정부의 복귀지원정책 중 현지철수지원에 대한 정책에 대해 유의미한 반응을 보일 것이다.

4) 2006년 3월 구 해양수산부 동북아 물류기획단의 합동 투자유치팀 구성, 광양만권경제자유구역청의 U-Turn 기업 유치 설명회 개최, 2007년 항만배후단지 및 경제자유구역 투자유치협의회 발족, 이명박 정부 인수위 백서의 제조업 U턴 지원계획등.

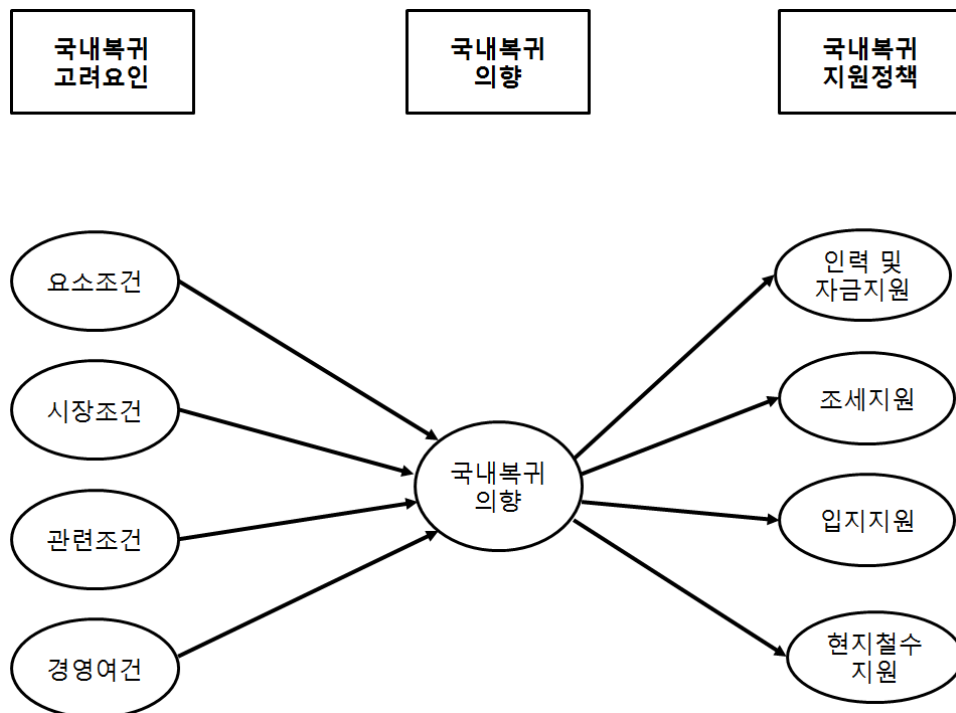
### III. 연구방법

#### 3.1 자료수집

제조업 분야에서 해외에 진출한 기업에 대해서 대한무역투자진흥공사(KOTRA)의 해외무역관을 통해 설문조사를 실시하였다. 기간은 2012년 2월 6일~ 3월 15일까지이며, 명절 휴가로 인해 기업들이 휴무를 하여 2차례에 걸쳐 실시하였다. 표본선정은 수출입은행의 해외투자통계자료를 통해 국내기업들이 진출한 해외지역과 투자 현황을 파악하여, 주요지역을 선정한 후, 대한무역투자진흥공사(KOTRA)의 해외무역관이 확보한 주재지역에 투자한 한국기업 리스트를 가지고 해외진출기업 분석에 사용된 표본선정기준과 동일하게 중소, 중견기업 중 제조업에 한정된 후, 다시 세분된 업종별로 quota sampling 방법을 통해 설문대상을 선정하여 240개 설문지가 회수되었다. 그 중에서 결측치를 제외한 174개의 설문지를 최종 확정하였다.

#### 3.2 연구모형

[그림 3-1] 연구모형



### 3.3 기술통계분석

[표 3-1] 기술통계분석

잠재변수	측정변수	N	최소값	최대값	평균	표준 편차
요소조건	임금수준이 곤란하여 (임금이 높아져서)	174	1.00	5.00	4.0460	.97255
	세율 (세율이 높아져서)	174	1.00	5.00	3.5977	.89907
	노동 개방도(노동의 양과 질이 부족해져서)	174	1.00	5.00	3.5057	1.06303
	실업률 (이 높아서 고용안정성이 떨어져서)	174	1.00	5.00	3.0000	1.04245
시장조건	시장개방도 (수출입 개방도, 관세 및 비관세 장벽이 높아져)	174	1.00	5.00	3.3621	.90019
	시장 성장성(시장의 성장속도가 둔화되어)	174	1.00	5.00	3.1954	1.02950
	시장의 규모 (시장의 크기가 작아져서)	174	1.00	5.00	3.1494	1.14325
	시장의 질 (시장 세련도가 떨어져, 지적재산권 보호가 안되어)	174	1.00	5.00	3.0862	1.03048
	소득수준 (소득수준이 낮아져서)	174	1.00	5.00	2.9253	1.08065
관련조건	교육수준 (국민 교육수준이 낮아서)	174	1.00	5.00	2.6782	.93108
	연구개발 (연구개발 능력, 연구시설 및 인력의 수준이 나빠서)	174	1.00	5.00	2.8333	.91918
	사회 인프라 (통신, 교통 인프라 등이 잘 완비되지 않아)	174	1.00	5.00	2.9425	1.01271
	클러스터 (집적 클러스터의 발전수준이 나빠서)	174	1.00	5.00	2.7644	.88448
	생활환경 (환경의 쾌적성 등 삶의 질이 나빠서)	174	1.00	5.00	2.8908	.96447
경영여건	투자개방도 (외투기업 혜택, 규제정도가 나빠져서)	174	1.00	5.00	3.4368	.99363
	정부 투명성 (부패가 많아서)	174	1.00	5.00	3.1609	1.05209
	기업 자유도 (기업설립, 절차, 시간이 불편하여)	174	1.00	5.00	3.2816	.96530
	국가 안정성 (정치적으로 불안정성이 높아서)	174	1.00	5.00	2.9828	1.00562
	노사관계 (노사관계가 나빠져서)	174	1.00	5.00	3.3218	1.02562

국내복귀 의향	나는 투자한 것에 대해 만족하지 않는다.	174	1.00	5.00	2.6149	1.06223
	나는 투자할 당시로 돌아가면 현재 해외진출지를 선택하지 않을 것이다.	174	1.00	5.00	2.4483	1.09395
	나는 지금 투자하고 있는 나라에서 다른 나라로 투자지를 이전하지 않고 국내로 복귀할 것이다.	174	1.00	5.00	2.5402	1.12053
안력 및 자금지원	외국인 고용 한도 확대	174	1.00	5.00	3.9195	.98800
	직업 교육 훈련 보조금 지원(외국인투자기업 준용)	174	1.00	5.00	3.8736	.94721
	노사 환경 개선	174	2.00	5.00	3.8276	.85622
	고용 보조금 지급	174	1.00	5.00	3.9023	.89099
	시설 및 운영자금 지원	174	2.00	5.00	4.2011	.79725
조세지원	사용 생산설비 국내 반입시 관세 면제	174	1.00	5.00	4.0517	.93281
	설비 투자비 공제 확대	174	1.00	5.00	4.0920	.85521
	취득 자산에 대한 특별 상각제 도입	174	1.00	5.00	3.9770	.89929
	법인세 감면	174	2.00	5.00	4.1954	.82363
입지지원	복귀 기업 전용 공단 구축	174	1.00	5.00	3.6264	1.01639
	지방기업/타지역 이전 보조금 혜택 제공	174	1.00	5.00	3.8391	.90437
	저렴한 공장 부지 제공	174	1.00	5.00	4.0805	.95830
	공장 설립 절차 간소화 및 일괄대행 체제 구축	174	1.00	5.00	4.0575	.92313
	수도권 규제 완화	174	1.00	5.00	3.7126	1.00758
	토지 이용 규제 완화	174	1.00	5.00	3.7644	.98936
현지철수 지원	현지 청산 컨설팅 지원	174	1.00	5.00	3.7874	.94695
	현지 설비 매각 알선 및 지원	174	1.00	5.00	3.7126	.98436

### 3.4 요인분석

#### 3.4.1 탐색적 요인분석

연구모형에 대한 본격적인 분석을 수행하기 이전에 연구모형을 구성하는 구성개념에 대한 측정이 적절하게 되었는지를 평가하였다. 이를 위해 측정항목들의 선별과 정교화를 진행하였는데 이를 위해 요인분석을 실시하였고, 요인분석 과정을 통하여 부적절한항목들을 일부 제거한 후 Cronbach  $\alpha$  계수에 의해 측정항목의 신뢰성을 평가하였고, 확인적 요인분석을 통해서 구성 개념의 타당성을 검토하였다. 이러한 과정을 거쳐서 나타난 결과들을 살펴보면 다음과 같다.

먼저, 요인분석과 신뢰성분석을 통해 나타난 주요 구성개념들의 측정항목들과 측정항목들의 신뢰성

분석결과가 [표 3-2]에 제시되어 있다. 표에 나타난 신뢰성 계수들을 보면 주요 구성개념의 Cronbach  $\alpha$  값이 모두 0.7을 넘어 모든 측정항목들이 높은 신뢰성을 보이고 있다는 것을 확인할 수 있었다.

[표 3-2] 탐색적 요인분석 결과

잠재 변수	측정변수		요인분석										신뢰성 분석
			요인적재값									공통성	Cronbach $\alpha$
			1	2	3	4	5	6	7	8	9		
요소 조건	임금수준 곤란	요소2	-.030	-.024	.281	.208	.030	.131	.006	.688	.127	.631	.749
	높은세율	요소3	.106	-.049	.192	.293	.263	-.038	.148	.562	.044	.546	
	노동의 양과질이 부족	요소4	.141	.171	-.011	.242	-.005	.072	-.049	.770	.092	.717	
	실업률	요소5	.132	.311	-.035	-.026	.200	.159	-.002	.659	.160	.641	
시장 조건	시장 개방도	시장1	-.079	-.068	-.007	.350	.669	.059	-.083	.170	.012	.621	.816
	시장 성장성	시장2	-.059	.200	-.062	-.053	.764	-.008	-.097	.146	.062	.668	
	시장의 규모	시장3	.017	.181	-.110	-.102	.791	-.023	-.009	.076	-.010	.688	
	시장의 질	시장4	.047	.298	.034	.114	.690	.074	.174	-.011	-.149	.640	
	소득수준	시장5	-.034	.474	-.061	.059	.614	.079	.101	-.085	-.037	.636	
관련 조건	교육수준	관련1	-.001	.797	-.016	.248	.154	.060	.092	.024	.052	.736	.879
	연구개발	관련2	-.031	.758	-.041	.067	.268	-.026	.042	.016	.051	.660	
	사회 인프라	관련3	.010	.754	.041	.272	-.006	.070	-.024	.114	-.007	.663	
	클러스터	관련4	.057	.813	-.020	.046	.172	.122	.184	.029	-.094	.755	
	생활환경	관련5	.009	.694	.018	.248	.188	.036	.146	.164	-.037	.629	
경영 여건	투자 개방도	경영1	.152	.355	.162	.613	.166	-.162	-.016	.129	-.028	.623	.852
	정부 투명성	경영2	.116	.264	.094	.756	.135	.199	.209	.119	.044	.782	
	기업 자유도	경영3	.216	.395	-.054	.695	.156	.063	.157	.156	-.023	.767	
	국가안정성	경영4	.137	.431	.032	.604	-.067	.094	-.020	.186	-.025	.619	
	노사관계	경영5	.067	.101	.090	.680	-.105	.102	-.081	.197	.297	.641	
국내 복귀 의향	만족않음	복귀1	.015	.150	-.077	.019	-.006	-.010	.849	.044	.052	.754	.798
	해외투자지 선택않음	복귀2	-.123	.153	-.062	.079	-.110	-.045	.826	.137	.021	.764	
	국내로 복귀	복귀5	-.033	.046	.016	.027	.116	.052	.790	-.131	.100	.672	
안 력 및	외국인고용 한도확대	인력1	.189	.064	.115	.218	-.044	.758	.019	.130	-.095	.703	.820

자금 지원	직업교육 훈련보조 금지원	인력2	.227	.186	.086	.037	.120	.782	.088	.068	-.073	.738	
	노사환경 개선	인력3	.290	.089	.073	.044	-.045	.596	-.084	.152	.229	.539	
	고용보조금 지원	인력4	.096	.022	.113	-.095	.029	.803	-.039	-.009	.223	.729	
	시설맞운 영자금 지원	자금1	.181	-.095	.459	.149	.114	.542	.029	.018	.096	.591	
조세 지원	사용생산 설비국내 반입시 관세면제	조세1	.295	.022	.777	.079	-.139	.157	-.054	.120	.022	.759	.902
	설비투자비 공제확대	조세2	.332	.079	.814	-.045	-.100	.063	-.104	.063	.047	.813	
	취득자산 에대한특 별상각제 도입	조세3	.388	-.039	.802	.076	.004	.138	.006	.105	.027	.832	
	법인세감면	조세4	.138	-.043	.798	.096	-.035	.123	-.015	.064	.241	.745	
입지 지원	복귀기업 전용공단 구축	입지1	.744	.153	.118	.198	-.185	.052	-.030	.031	.192	.705	.909
	보조금혜 택제공	입지2	.739	-.076	.180	.109	-.069	.180	-.062	-.076	.200	.683	
	저렴한공 장부지 제공	입지3	.721	-.061	.301	.164	.062	.246	-.003	-.045	.049	.710	
	공장설립절 차간소화	입지4	.809	.004	.296	.097	.065	.162	-.051	.005	.067	.790	
	수도권규 제완화	입지5	.805	.045	.129	-.024	.027	.132	.015	.221	-.073	.741	
	토지이용 규제완화	입지6	.827	.035	.188	.040	.006	.161	-.034	.190	.010	.785	
현지 철수 지원	현지청산 컨설팅 지원	철수1	.161	-.021	.172	.101	-.045	.052	.092	.159	.851	.829	.886
	현지설비 매각알선 및지원	철수2	.129	-.032	.122	.062	-.011	.171	.124	.159	.864	.853	
고유값(Eigen value)			4.420	4.141	3.316	3.019	3.006	2.923	2.312	2.310	1.948		
분산설명력(%)			11.333	10.618	8.501	7.74	7.707	7.496	5.929	5.923	4.994		

### 3.4.2 확인적 요인분석

확인적 요인분석을 통해 집중타당성과 판별타당성을 살펴볼 수 있다. 집중타당성은 잠재변수를 측정하는 관측변수들의 일치성 정도를 나타내는 것으로, 표준화 회귀계수의 요인적재값이 0.5 이상이거나 비표준화 회귀계수의 CR값이 1.965 이상이면 집중타당성이 있다고 볼 수 있다.

[표 3-3] 외생변수의 확인적 요인분석을 살펴본 결과, 표준화 회귀계수를 통해 요인적재값이 0.5이상이고 비표준화 회귀계수의 C.R.값이 1.965이상이므로 집중타당성이 있다고 볼 수 있다. 또한 구성개념(요인)들의 상관관계가 0.8미만으로 나와 판별타당성도 있는 것으로 나타났다.

마찬가지로, [표 3-4] 내생변수의 확인적 요인분석을 살펴본 결과, 표준화 회귀계수를 통해 요인적재값이 0.5이상이고 비표준화 회귀계수의 C.R.값이 1.965이상이므로 집중타당성이 있다고 볼 수 있다. 또한 구성개념(요인)들의 상관관계가 0.8미만으로 나와 판별타당성도 있는 것으로 나타났다.

[표 3-3] 외생변수의 확인적 요인분석 결과

경로				표준화 회귀계수
실업률	<---	요소조건		.643
노동의양과 질이 부족	<---	요소조건		.781
높은 세율	<---	요소조건		.587
임금수준곤란	<---	요소조건		.608
소득수준	<---	시장조건		.719
시장의질	<---	시장조건		.732
시장의규모	<---	시장조건		.758
시장성장성	<---	시장조건		.693
시장개방도	<---	시장조건		.516
생활환경	<---	관련조건		.748
클러스터	<---	관련조건		.814
사회인프라	<---	관련조건		.758
연구개발	<---	관련조건		.734
교육수준	<---	관련조건		.815
노사관계	<---	경영여건		.553
국가안정성	<---	경영여건		.705
기업자유도	<---	경영여건		.890
정부투명성	<---	경영여건		.815
투자개방도	<---	경영여건		.699

경로			비표준화 회귀계수	S.E.	C.R.	P
실업률	<---	요소조건	1.000			
노동의양과 질이부족	<---	요소조건	1.239	.172	7.198	***
높은세율	<---	요소조건	.787	.128	6.123	***
임금수준곤란	<---	요소조건	.882	.140	6.290	***
소득수준	<---	시장조건	1.000			
시장의질	<---	시장조건	.971	.114	8.497	***
시장의규모	<---	시장조건	1.116	.128	8.742	***
시장성장성	<---	시장조건	.919	.113	8.105	***

시장개방도	<---	시장조건	.598	.097	6.134	***
생활환경	<---	관련조건	1.000			
클러스터	<---	관련조건	.999	.094	10.626	***
사회인프라	<---	관련조건	1.064	.108	9.847	***
연구개발	<---	관련조건	.936	.098	9.518	***
교육수준	<---	관련조건	1.053	.099	10.638	***
노사관계	<---	경영여건	1.000			
국가안정성	<---	경영여건	1.251	.183	6.835	***
기업자유도	<---	경영여건	1.516	.197	7.699	***
정부투명성	<---	경영여건	1.513	.204	7.411	***
투자개방도	<---	경영여건	1.226	.180	6.803	***

[표 3-4] 내생변수의 확인적 요인분석 결과

경로				표준화 회귀계수
외국인고용한도확대	<---	인력및자금지원	.743	
직업교육훈련보조금지원	<---	인력및자금지원	.783	
노사환경개선	<---	인력및자금지원	.629	
고용보조금지원	<---	인력및자금지원	.712	
사용생산설비국내반입시관세면제	<---	조세지원	.823	
설비투자비공제확대	<---	조세지원	.842	
취득자산에대한특별상각제도입	<---	조세지원	.906	
법인세감면	<---	조세지원	.774	
복귀기업전용공단구축	<---	입지지원	.720	
보조금해택제공	<---	입지지원	.745	
저렴한공장부지제공	<---	입지지원	.821	
공장설립절차간소화	<---	입지지원	.883	
수도권규제완화	<---	입지지원	.759	
토지이용규제완화	<---	입지지원	.822	
시설및운영자금지원	<---	인력및자금지원	.608	
현지청산컨설팅지원	<---	현지철수지원	.885	
현지설비매각알선및지원	<---	현지철수지원	.900	

경로			비표준화 회귀계수	S.E.	C.R.	P
외국인고용한도확대	<---	인력및자금지원	1.000			
직업교육훈련보조금지원	<---	인력및자금지원	1.011	.108	9.370	***
노사환경개선	<---	인력및자금지원	.734	.096	7.645	***
고용보조금지원	<---	인력및자금지원	.864	.100	8.614	***

사용생산설비국내반입시관세면제	<---	조세지원	1.000			
설비투자비공제확대	<---	조세지원	.937	.072	13.043	***
취득자산에대한특별상각제도입	<---	조세지원	1.060	.074	14.386	***
법인세감면	<---	조세지원	.830	.072	11.568	***
복귀기업전용공단구축	<---	입지지원	1.000			
보조금혜택제공	<---	입지지원	.920	.097	9.529	***
저렴한공장부지제공	<---	입지지원	1.074	.102	10.514	***
공장설립절차간소화	<---	입지지원	1.113	.099	11.297	***
수도권규제완화	<---	입지지원	1.045	.108	9.718	***
토지이용규제완화	<---	입지지원	1.111	.105	10.528	***
시설및운영자금지원	<---	인력및자금지원	.660	.089	7.384	***
현지청산컨설팅지원	<---	현지철수지원	1.000			
현지설비매각알선및지원	<---	현지철수지원	1.057	.155	6.837	***

#### IV. 구조방정식모형 분석을 이용한 가설검증

구조방정식모형의 적합도는 [표 4-1]과 같다. 먼저 절대적합지수로서 모형의 전반적 적합도를 평가하는  $X^2$ 통계량은 모형이 모집단 자료에 완전하게 적합하다는 귀무가설을 검증한다.  $X^2$ 통계량이 크다는 것은 적합도가 나쁘게 나와 연구모형이 기각될 가능성이 커지고, 반면,  $X^2$ 통계량이 작다는 것은 적합도가 좋게 나와 연구모형이 채택될 가능성이 커진다는 것을 의미한다. [표 4-1]에서  $X^2$ 통계량이 1607.092이고 유의확률(p)이 0.000으로 적합도 기준  $p>0.05$ 를 충족하지 못함에 따라 적합도는 떨어지는 것으로 나왔지만 표본의 크기가 클수록 유의확률(p)이 거의 0.05를 넘지 못하는 연구가 많다. 또한 GFI(0.676), NFI(0.658), CFI(0.768), TLI(0.750), RMSEA(0.088)와 같은 모든 지수의 적합도가 떨어지는 것으로 나타나, 이 모형은 적합하지 않은 것으로 사료된다.

[표 4-1] 연구모형의 적합도 검증 결과

적합도	X2	df	p	GFI	NFI	CFI	TLI	RMSEA
본 모형의 적합도	1607.092	688	.000	.676	.658	.768	.750	.088
적합도의 기준	P>0.05			0.90이상				0.05이하

구조방정식모형 분석에 의한 가설검증 결과, 국내복귀를 하려는 기업들은 “관련조건”이 유의한 영향을 미치는 것으로 보아, 기업들이 해외진출투자를 결정할 때도, “관련조건” 측면에서 더 경쟁력을 확보

할 수 있는 부분을 통해 해외진출하는 것과 같이, “관련조건”의 상황이 나쁠 경우에는 국내복귀 하는데 매우 중요한 원인이 되고 있다. 해외에 진출한 기업과 해외투자지를 이전한 기업들을 대상으로 하여 관련조건 측면에서 국내복귀가 더 큰 경쟁적 이점을 확보할 수 있도록 복귀지원정책 마련 등의 환경을 조성한다면, 해외진출 기업과 해외투자지 이전 기업에 대한 매력적인 유인 요소가 될 수 있을 것이라고 생각된다.

하지만 국내복귀의향을 가진 기업들은 정부의 복귀지원정책에 대한 반응에 대해서 유의미하지 않았으며, 크게 반응하지 않은 것으로 생각된다.

[표 4-2] 구조방정식모형 분석에 의한 가설검증 결과

가설				비표준화 계수	표준화 계수	S.E.	C.R.	P	결과
				Estimate	Estimate				
가설1	국내복귀의향	<---	요소조건	-.066	-.049	.159	-.412	.681	기각
가설2	국내복귀의향	<---	시장조건	-.090	-.078	.131	-.689	.491	기각
가설3	국내복귀의향	<---	관련조건	.356	.286	.178	2.001*	.045	채택
가설4	국내복귀의향	<---	경영여건	.162	.102	.227	.713	.476	기각
가설5	인력맞자금지원	<---	국내복귀의향	.011	.013	.075	.143	.886	기각
가설6	조세지원	<---	국내복귀의향	-.098	-.114	.075	-1.317	.188	기각
가설7	입지지원	<---	국내복귀의향	-.073	-.089	.071	-1.029	.304	기각
가설8	현지철수지원	<---	국내복귀의향	.112	.132	.087	1.285	.199	기각

\* : 유의수준 5%에서 유의함.

## V. 결과 : 현지화 전략으로서 전략적 CSR 과 ODA의 결합

표면적으로 한국은 무역1조달러를 달성하는 등 경제성장을 하는 것으로 보여지나 그 안을 자세히 살펴보면 설비투자의 감소나 국내 고용율이 침체에 있는 등 균형있는 발전을 하지 못하고 있음을 알 수 있다. 이다원, 오준석(2013)에 따르면 기업 고용 비중의 90%를 중소기업을 차지하고 있으나 그 중 49.5%가 제조업에 국한되어 있으며, 오영호(2012)의 연구에 따르면 2010년 기준, 한국의 전체 수출액 중 중소기업은 34.6%를 차지하여 주요 경쟁국으로 꼽히는 이탈리아나 영국에 비해 상대적으로 낮은 수준에 있으며 수출 중소기업 비중을 살펴봐도 2.6%로 다른 수출 주도형 국가인 독일, 영국, 네덜란드의 1/4 수준에 있음을 지적하고 있다. 한국 경제는 대외의존도가 113.2%에 달하고 있는 만큼 경제 성장의 원동력인 중소기업의 성공적인 해외직접투자가 지속적인 경제 성장의 열쇠를 쥐고 있다고 해도 과언이 아니나 최근들어 해외직접투자 기업들의 국내 복귀 혹은 투자지 이전등의 조짐이 보이고 있는 만큼 그에 따른 대안을 제시해야 할 시점이다. 본 연구에서는 그에 대한 대안으로써 국내 기업의 국내복귀 혹은

은 투자지 이전시에 현지화 전략으로써 전략적 CSR이 접목된 ODA를 제안하고자 한다.

## 5.1 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility: CSR)

### 5.1.1 CSR의 이해

한국뿐만 아니라 세계적으로 점차 분업구조의 변화가 일어나는 GVC(Global Value Chain, 글로벌 가치 사슬 체제)로 변화되어 감에 따라 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility; CSR)의 필요성과 필수성이 점점 대두되고 있다. 최성호등(2005)은 소비재시장에서 브랜드마케팅을 하는 다국적기업은 더 이상 직영공장을 소유하지 않고 개도국의 하청기업에게 생산을 아웃소싱하게 되고, 생산을 담당하게 된 개도국의 하청기업은 거래 유지의 관건인 저가격, 고품질, 신속납기에 주력하는 치열한 (“down-to-bottom”) 가격경쟁에 직면하여 CSR을 수행할 수 없는 경제적 여력은 위축되었다고 정리한 바 있다.<sup>5)</sup> 이러한 상황들은 선진국 NGO에 의해 투자대상국 정부에 압력을 가함으로써 정책개선을 하고자 하였으나 효과를 거두지 못하자 다국적기업 브랜드 공격방식으로 전환되었고 이에 CSR에 대해 점차적으로 인지를 하기 시작하였다. 또한 그 중요성은 점점 더 높아져 가고 있는 실정이다.

세계경제에서는 CSR의 발전과정을 아래의 표와 같이 3세대로 구분하는 견해가 있다.

[표5-1] 세계경제에서의 CSR의 발전 과정

	CSR관점	핵심요소
제 1세대	부차적 자선활동	상업적 성공을 저해하지 않으면서 CSR 수행 -평판 개선을 통하여 상업적 제고도 가능
제 2세대	장기적 경영전략	선도기업 CSR 체계의 안정적 구축 -성실한 CSR 추진이 경영성과에도 유익 인식
제 3세대	사회문제 해결책	시민사회와의 협력, 정부정책의 변화 -기업세제 변화, 사회·환경 보고의무, 소비자 교육지원등

자료원 : 최성호 등(2005), p20

### 5.1.2 현지화 전략으로서 전략적 CSR

[표 5-2]

1	도덕적 의무	사회적 책임을 다하기 위한 기업의 목표에서 중요 윤리적 가치, 사람, 공동체, 자연환경을 존중하면서 상업적 목적도 달성하도록 요구
2	지속 가능성	환경과 공동체 관리 강조 현재 자신의 욕구를 충족시키기 위해 미래 세대의 능력에 타협하지 않고 현재의 욕구를 충족시키는 것(Gro Harlem Brundtland and World Business Council for Sustainable Development)

5) 중소기업들을 위한 사회적 책임 평가체계 구축방안, 2005.8 최성호 외. 중소기업연구원

3	사업 면허	모든 기업들은 기업을 경영하기 위해서 정부, 공동체, 많은 다른 주주들로부터 암묵적인 또는 명확한 호가를 필요로 한다는 사실로부터 도출
4	평판	기업의 이미지를 향상시키고, 브랜드를 강화하고, 사기를 진작시키고 심지어 주가를 올리기 위해서 CSRI니셔티브를 정당화하기 위해

앞서 정리했듯이 CSR(Corporate Social Responsibility)이란 기업의 사회적 책임으로 기업의 평판과 주로 단기적인 이익에 초점을 맞추고 있다. 또한 CSR은 Responsive CSR과 Strategic CSR로 구분할 수 있다. Responsive CSR은 사회에는 중요한 요소이지만 회사의 운영에 영향을 받지 않고 회사의 장기적인 경쟁력에도 영향을 끼치지 않는 generic social issues를 기반으로 하며 단순히 기업의 평판에 초점을 두어 좋은 기업시민의 모습을 보이고, 기업 활동의 부정적인 영향을 완화시켜주는 역할만을 하는 것을 말한다. 이는 실제 비즈니스와는 관련이 적고 장기적으로는 운영하기 힘들며 사회적인 이슈를 부가적인 것으로 여겨 경제와 사회적 문제간의 상관성을 약하게 만든다.

Strategic CSR은 기업의 경쟁력을 강화할 수 있는 사회분야에 투자함으로써 shared value를 드러낸다. shared value란 지역 사회내 기업의 경쟁력을 올리는 동시에 경제적 사회적 환경을 발전시키는 모든 정책이나 전략을 일컫는다. 우리는 기업과 사회의 상관관계에 대한 이해를 높임과 동시에 그것을 전략의 기반에 두고, 특유의 기업 활동에 적용시켜야 한다. 이로써 기업의 성공과 공동체의 성공이 상호적으로 강화되는 상징적인 관계발달을 이룬다.

예를 들어 Toyota의 하이브리드 전기/가솔린 차량 Prius 는 경쟁적인 우위를 생산함과 동시에 환경적인 이익도 발생 시키며 Microsoft사는 Working Connections partnership with the American Association of Community Colleges(AACC)로 대학 내 아직 표준화되지 않은 IT커리큘럼을 개설하고, 구식의 기술 수업을 연구, 발달시킬 수 있는 교수의 충원에 힘쓰으로써 투자를 통해 결과적으로 기업내 직접적이면서도 잠재적으로 상당한 이익 창출을 비롯하여 많은 사회에 공헌을 하게 되었다.

Michael E. Porter와 Mark R. Kramer(2006)에 의하면 기업의 전략적 CSR(Strategic CSR)이야말로 기업의 경영활동을 통해 장기적인 이익을 제공함으로써 사회적 경제적 목표를 달성할 수 있도록 도와준다고 하였다.<sup>6)</sup>

본 논문에서는 바로 이러한 전략적 CSR을 국내 중소기업의 해외직접투자시 현지화 전략으로의 제언을 하고자 하였다.

[표 5-3] Corporate Involvement in Society: A Strategic Approach

Generic Social Impacts	Value Chain Social Impacts	Social Dimensions of Competitive Context
Good citizenship	Mitigate harm from value chain activities	Strategic philanthropy that leverages capabilities to improve salient areas of competitive context
Responsive CSR	Transform value-chain activities to benefit society while reinforcing strategy	Strategic CSR

6) Michael E. Porter, Mark R. Kramer(2006), The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility, pp.

## 5.2 공적개발원조(ODA: Official Development Aid)

### 5.2.1 ODA의 개념

OECD(Organization for Economic Cooperation and Development)의 개발원조위원회(DAC: Development Assistance Committee)에 의한 공적개발원조(ODA: Official Development Aid)는 ‘중앙 또는 지방정부와 (state and local governments)또는 정부가 인정한 공식 기관에 (executing agencies)의해서 공여되어야 하고 개발도상국의 경제개발과 복지에 기여하며 양허적(concessional in character)조건으로 증여분(grand element)이 25%이상이어야 한다’라고 정의하고 있다.

### 5.2.2 일본의 ODA

가까운 예로 일본을 들 수 있는데 일본은 대외정책의 일부분으로서 ODA를 활용해 왔다. 특히 외무성은 ODA 집행에 대한 법적 조정자로서 역할을 하면서 국익을 확보하기 위해 원조를 중요한 외교적 수단으로 사용해 왔으며 우선적으로 자국의 정치적, 전략적 고려 의해 원조를 국가 이익과 연계시켜 실용적으로 활용한다는 평가를 받아왔다. 대표적인 예를 살펴보면 1차 원유 위기를 겪을 당시 일본은 친 아랍 정책 표명 및 대규모 원조 계획 발표등으로 중동의 원유 국유화에 대한 예방 조치 원조 외교를 수행한 적이 있으며, 1995년 이후에는 중국의 개혁, 개방을 촉진하기 위해 중국이 일본의 최대 ODA 수원국으로 부상하게 되었으며 이에 따라 여타 지역에 대한 ODA 비중은 감소한바 있다.

### 5.2.3 한국의 ODA

한국의 역량차원에서 볼 때, ODA를 실시함으로써 프로그램의 중요성과 필요성에 대한 국민적인 인식을 높임과 동시에 한국과의 협력을 통해 개도국이 인력과 자원을 교류함으로써 경제성장에 대한 경험의 공유는 물론 부가가치를 높일 수 있는 선순환의 가치네트워크(value network)를 만들어 낼 것이다.

정부주도 ODA사업은 한국을 대표하여 사업이 진행되기 때문에 한국 자체가 브랜드가 된다. 또한 이미 많은 연구에서 ODA가 국가의 이미지를 제고할 수 있다고 주장하고 있는데 한 실증연구에 따르면 ODA의 인식은 국가브랜드 태도를 매개하여 한국 관광의도와 한국산 제품 구매에 간접적으로 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났을 만큼 ODA의 국가 이미지 제고 효과를 인정받았다. 예를 들어 광주과기원 ‘웅달샘’프로젝트 사례를 살펴보면 전기공급이 이루어지지 않는 곳에서도 정수할 수 있도록 폐달을 이용한 정수 장치 개발 보급, 웅진케미칼과 하남산업단지가 참여하여 COI(Cluster of Innovation)를 구축하였으며 그 외에도 남수단, 캄보디아, 케냐등에 정수장치를 지원하였다. 또 KIST와 KOICA가 창해에너지어링(주)과 공동으로 비식용자원을 활용한 바이오에탄올 생산등의 민간중심 ODA사업은 자신의 경쟁적인 우위를 나타내거나 수혜국의 상황에 맞는 투자를 통해 경제적인 이익과 더불어 사회적인 가치를 창출할 수 있다. 이러한 기업은 기업의 주도아래 정부/NGO와 협력하여 ODA사업의 Shared value를 찾아 기업의 장기적인 이익창출과 더불어 value network를 형성하여 지속적인 발달을 이루어낼 수 있다.<sup>7)</sup>

7)민관협력 및 WFK 해외봉사단 사업과 연계한 개도국과학기술협력사업 발전 방안, 한국연구재단

## 참고문헌

- 강태구(2002), “한국 전자기업의 후속투자 결정요인에 관한 실증적 연구,” **국제경영연구**, 13(2), 1-28.
- 고병욱 · 길광수(2008), “중국진출기업의 U-Turn 요인 및 촉진방안에 관한 소고,” **월간해양수산**, 287, 6-36.
- 김경(2008), “세계 일류기업이 되기 위한 국내 중소기업의 도전: 신평섬유(주)의 사례를 중심으로,” **국제경영리뷰**, 12(4), 79-105.
- 김익수 · 한병섭(2000), “한국 조립금속업체의 대중 후속투자 결정요인 분석,” **국제경영연구**, 11(2), 217-248.
- 김주권 · 엄기룡(2009), “해외직접투자 환경 변화와 투자발전경로 이론,” **국제경영리뷰**, 13(2), 197-213.
- 김진욱 · 변선영(2009), “CSR의 동향과 전략적 CSR,” **한국국제경영관리학회 추계학술대회**, 285-316.
- 김학민 · 광근우(2013), “한국무역 1조 달러 달성과 수출의 지속가능성을 위한 연구,” **무역학회지**, 38(1), 21-45.
- 김형주 · 윤상하(2010), **글로벌 해외직접투자 신흥경제권 영향력 커지고 있다**. LG경제연구원.
- 개경통 · 정진섭(2012), “한국 공적개발원조(ODA)의 배분 전략: 한국의 對아시아 국가 ODA 실증분석을 중심으로,” **전문경영인연구**, 15(3), 81-102.
- 권영철(2012), “국내기업과 외국계기업의 사회적 책임 활동에 대한 소비자 집단의 인식 비교분석: 국내 대기업 경영자들에 대한 시사점,” **전문경영인연구**, 15(1), 25-47.
- 남풍우 · 엄광열(2004), “e-Trade 활성화를 위한 강원무역의 현황과 과제,” **한국국제경영관리학회 2004년도 학술발표대회 논문집**, 91-110.
- 문희철 · 이진석(1999), “우리나라 중소기업의 인터넷무역 장애요인과 성과,” **국제경영리뷰**, 3(1), 67-89.
- 박광서 · 김인권 · 안종석(2010), “중소기업의 수출지원제도에 대한 인지도, 활용도 및 성과에 관한 연구: 기업 유형에 따른 차이 분석을 중심으로,” **국제경영리뷰** 14(2), 1-25.
- 변선영 · 김진욱(2011), “한 일 기업의 전략적 CSR 활동과 기업성과,” **국제경영연구**, 22(1), 83-110.
- 배경화(2009), “해외유턴(U-Turn) 중소기업에 대한 조기정착 지원방안 연구,” **POSRI경영연구**, 9(1), 113-134.
- 서민교(2006), “한국기업의 해외투자철수가 주주 부를 증가시키는가\*,” **국제경영리뷰**, 12(1), 29-48.
- 서민교(2010), “한국기업 해외투자 U-Turn에 관한 연구,” **한국국제경영관리학회 2010 추계학술대회 발표 논문집**, 137-152.
- 서민교 · 이현철(2005), “한국기업의 해외투자 철수가 주주부에 미치는 영향에 관한 연구,” **국제경영리뷰**, 9(1), 151-172.
- 서민교 · 정균우(2009), “한국 해외 진출 기업의 국내유턴(U-Turn)에 관한 연구,” **춘계학술발표대회 발표 논문집**, 497-515.
- 신상현(2001), “일본기업의 해외투자회수에 관한 고찰,” **국제경영연구**, 12(2), 1-19.

- 오영호(2012), “한국형 무역성장모형 정립에 관한 연구,” **전문경영인연구**, 15(2), 21-36.
- 윤동진(2002), “한국기업의 개도국 직접투자의 확대과정과 요인,” **국제경영연구**, 13(1), 33-66.
- 장의태(2012), “무역규모 1조 달러 달성 이후 우리수출의 지속 성장과 일본, 독일의 경험,” **사회과학연구**, 38(3), 315-330.
- 전인우 · 문선웅(2011), “한국의 해외진출기업 국내로의U턴 결정요인 분석과 시사점 : 중국, 베트남, 인도네시아진출기업을중심으로,” **GRI연구논총**, 3(1), 5-28.
- 조대우 · 김정호(2007), “중국혁신클러스터의환경요인이벤처기업의성과에미치는영향: 베이징 중관촌과 심천 첨단기술개발구의비교,” **국제경영리뷰**, 12(1), 93-118.
- 주규희 · 김선식(2011), “해외직접투자의 후속투자 결정요인에 대한 탐색적 연구,” **KAIBM & KASME 2011 춘계학술대회 발표 논문집**, 25-50.
- 한병섭 · 김익수(2004), “중국 투자기업의 철수 결정요인 분석,” **국제경영연구**, 15(1), 107-143.
- 한충민 · 박잔디(2011), “외국 기업의 사회적 책임에 대한 소비자 기대에 관한 실증 연구,” **국제경영연구**, 22(1), 29-50.

코이카(<http://www.koica.go.kr/main.html>).

- Lee, S. H, Weaver K. & Park, J.(1989), “Factors Influencing Export Behavior and Attitudes of a Selected Sample of Small and Medium sized Korean Manufacturing Firms,” **국제경영연구**, 91-106.
- Hawkins, D.(2008), “Self-sufficiency and the creative economy,” *Times and Transcript*.
- Hoskisson, R. E, Eden, L. Lau, M. C. and Wright M.(2000), “ Strategy in Emerging Economies,” *The Academy of Management Journal*, 43(3), 249-267.
- Leonidou, L. C and Katsikeas C. S.(1996), “ The Export Development Process: An Integrative Review of Empirical Models,” *Journal of International Business Studies*, 27(3 (3), 517-551.
- Kim J. B.(2003), “European Market Entry Strategies of Korean Multinationals,” **국제경영리뷰**, 7(1), 79-90.
- LEE, K. M. and Yoo, T.(2012), “Multinational Corporations and Citizenship Behavior,” **국제경영연구**, 23(2), 1-33.

# **Localization Strategy of Using Technical Development ODA as Strategic CSR for Korean Domestic U-Turn and FDI Location Movement SMEs**

**Dawon Lee**

Ph.D Candidate, Sookmyung Women's University

**Joonseok Oh**

Professor, Sookmyung Women's University

## **Abstract**

Korea's overall economic situation is getting progress. Korea was the recipient country of the ODA from 1945, which Korea the liberation year of occupation period of Japanese imperialism, to 1999 and they got tremendous economic growth so called 'Miracle of Han River'. In 1996, Korea joined OECD and its FDI rate is gradually increase. It is not only Korea's situation, it is applicable worldwide of the growth of FDI as the Globalization to build the GVC(Global Value Chain). Finally Korea became the member of (Development Assistance Committee) of OECD in 2010 as the 24th member country, so they are the World First country which changed the recipient country to the donor country, moreover Korea achieved 1 trillion dollars of trade for 2 years in a row in 2012 and their ranking of worldwide trade is 8th. It seems like Korea economic situation is on progress smoothly, but from 2006 Korean FDI firms' U-Turn arise around China which most Korean firms invested but existing research or policies about this phenomena is to seek. This study tried to invested analyse empirically with 174 Korean FDI firms' interview tried to find out their reason of U-Turn and their practical needs of political policies. Most of Korean firms focused on the developing countries in the South East Asia and China, so this study suggest ODA, especially the technical development ODA as the strategic CSR which can applicate Korea's past experience as the Localization strategy.

**Key Words: Strategic CSR, ODA**

## 한국 중소기업의 베트남 진출과 영업전략 사례연구

이건희(국민대 경영학부 교수)

### Abstract

This study is to see the business strength and advance merits in that Korean SME (Asia Mechanical) develop the new products at Hochimin, Vietnam, and export it to China. This is the case of not saving labor cost, but using elaborate thechnical skill of Vietnam labors. I scanned some Korean SMEs in Vietnam and chose Asia Mechanical Limited branch , that produce printing machine. The vietnam branch assembled new printing machine to export to China, This business need skillful mechical and high thechnical labors. We can see that this performance means the labor skill depend on the education and manual in process and product system by Korean subsidiaries.

### 요 약

본 연구는 에이스기계(주)의 베트남 진출의 성공전략을 사례로 분석한 것이다. 그동안 베트남은 저렴한 인건비를 활용한 노동집약적 제품을 생산하는 생산기지로서 한국기업에 역활하였으나 에이스기계(주)는 특유의 기회와 위협을 극복하여 기술력이 중요한 포장관련 기계를 베트남 공장에서 제작하여 중국에 수출하였다. 베트남 진출의 성공요인은 첫째, 철저한 사전 준비이다. 베트남 법인 설립을 위하여 CEO가 1년 동안 현지에 머물면서 현지의 공장건설과 시장상황을 직접 파악하였다. 두 번째 성공요인으로는 관리체계의 효율화와 본사의 밀접한 관리이다. 세 번째 현지직원을 포함하여 전 직원의 주인 의식 함양이다. 진출국의 인력자원에 대한 관리체계 효율화와 직원의 주인의식함양이 성공요인으로 작용하였는바, 한국 관리자의 술선수범과 철저한 내부 통제가 그 기초이다.

# I. 서론

## 1. 문제의 제기

일반적으로 해외 직접투자의 형태는 생산기지화, 시장지향형 투자, 자원개발 진출 등으로 대별된다. 특히 중소기업은 더욱 그러한 목적이 분명하다. 초기에 베트남에 진출한 한국기업들의 경영이 안정기에 들어감에 따라 생산성에 미치는 효과를 얻고자 하며 그 성과는 저임의 노동력 활용, 현지의 기술 인력의 양성이나 내수시장 진출 등에 따라 그 경영성과가 달라진다.

베트남은 중국에 대한 해외투자의 여러가지 문제점을 보완하는 한국의 해외 투자지역으로 등장하였다. 물론 내수시장으로서의 이점과 경제력, 규모 등은 중국이 유리하지만 인건비를 고려한 투자는 베트남이 유리하기 때문에 대기업의 베트남 진출업체도 늘어나고 있다. 이제 베트남은 200억불 교역액 달성을 목표로 있는 우리의 제10대 수출대상국이며 4위 투자대상국으로 지난 20년간 정치, 경제·통상, 문화, 사회 등 제반 분야에서 명실상부한 전략적 협력동반자로서 긴밀하게 협력하고 있다.

베트남에 한국을 비롯한 많은 외국 기업이 몰려드는 이유는 경쟁력 있는 임금과 풍부한 인력이다. 2011년 베트남 생산직 초임은 150달러(약 16만원)로 중국의 3분의 2 수준이고 인구의 60%는 35세 미만인 젊은 인력이다. 베트남의 한국 기업 절반가량은 현지의 풍부한 저임금 노동력을 활용하는 노동집약적 중소 제조 기업이다.

최근에는 베트남에 진출하는 한국 기업의 업종이 다양해지고 있다. 2010년 그랜드 서베이어 의하면 해외 진출한 한국기업의 경우 경영환경이 악화됐다는 응답이 중국, 베트남, 인도네시아 각각 14%P, 9.0%P, 11.6%P 증가하였다. 특히 중국 진출기업은 경영환경이 악화됐다고 보는 비중이 50%를 넘어서고 있어 향후 유력한 해외 투자 지역으로 우리와 문화가 비슷한 베트남이 될 것이다. 이러한 조사는 주요 진출국의 경영환경 변화 현황 파악 및 업계 실태와 전망을 조사, 지원정책 마련을 위한 참고자료로 활용하기 위하여 '10년 8월(중국), 10월(베트남, 인도네시아)에 6,047개사를 대상으로 조사한 자료이다.

전자·화학·에너지 등 대기업들의 진출도 눈에 띄게 늘었다. 삼성전자는 2009년 북부 박스 성에 해외 공장 중 최대 규모의 휴대폰 생산 공장을 지었다. 베트남 내수 시장의 잠재력을 본 롯데, CJ 등 유통 기업들의 진출도 활발해지고 있다. 한국은 오토바이 헬멧부터, 이불, 휴대폰, 빵집까지 베트남 사람들의 일상생활에 깊이 자리 잡고 있다. 무역진흥공사(KOTRA)에 따르면 한국·베트남 무역량은 수교 원년 약 5억달러(약 5423억원)에서 2012년 약 186억달러(약 20조원)로 37배가량으로 늘었다. 한국은 2012년 말까지 누계 기준으로 베트남에 3112건의 프로젝트, 총 239억6000달러를 투자해 베트남 최다 투자 국가 순위에서 투자 건수로 1위, 금액 기준으로 싱가포르에 이어 2위다. 베트남에 진출한지 어언 30여년 정도 흘러 진출기업도 이제 3000개사에 이르고 있다. 이에 따라 베트남 진출기업의 성공요인을 기업사례를 통하여 분석하는 것이 필요한 시점에 있다 할 것이다.

베트남에 대한 한국기업들의 투자는 대체로 저임금을 활용한 우회수출기지 형태가 주를 이루었으나

최근에는 베트남의 고도성장에 따른 구매력 향상으로 내수시장 지향형 투자의 중도 점차 늘어나게 되었다. 2000년 이후에는 베트남이 고도성장을 기록하면서 부동산 및 건설붐이 일어난 것에 투자가 증가하기 시작하였다. 2005년 약 3.3억 달러에서 2008년 약 13.8억 달러로 급격히 증가한 것이 특징이다. 2008년 이후에는 글로벌 금융위기로 투자가 급감했으나 2010년부터 다시 증가하는 추세이다. 이는 한국기업들이 베트남 진출 초기에 현지의 저렴한 인건비를 활용하기 위해 주로 섬유봉제업을 비롯한 제조업에 집중한 것에 기인한다. 이러한 배경하에 본 연구는 베트남에 진출한 1개의 중소기업체를 연구하고 현황을 분석하여 성공기업의 투자와 요인을 분석하고자 한다.

## 2. 연구목적과 방법

본 연구에서는 문헌연구와 사례를 통해 신흥 유망시장으로 그 중요성이 더해지고 있는 베트남에 진출한 중소기업의 투자성과를 알아보고자 한다. 대체적 변화를 알기 위하여 설문방식에서는 2011년 대외정책연구원의 설문조사와 2007년의 중소기업학회 설문조사를 비교하고 1개의 중소기업 연구를 통해 보다 심층적이고 구체적인 중소기업의 해외경영을 알아보는 데 그 목적이 있다. 주로 베트남진출 중소기업의 성장전략에 관한 연구 :

(주)신라 인 코리아 사례를 중심으로(2011, 이 윤 보 외)의 논문이 분석한 방식을 원용하였다.

우선 문헌연구와 사례를 통해 신흥 유망시장으로 그 중요성이 더해지고 있는 베트남의 최근 경제동향과 투자환경을 살펴보고, 「에이스기계(주)」의 기업사례 연구를 통해 보다 심층적이고 구체적인 중소기업의 해외경영전략을 도출하였다. 이를 위해 본 연구에서는 우선 중소기업의 해외진출 전략에 대한 이론들을 검토하고 「에이스 기계 (주)」의 베트남 진출 현지법인의 내·외적환경 분석을 통해서 기회요인과 위협요인을 도출한다. 이러한 분석자료에 근거하여 구체적 경영전략을 제시하여 현지 중소기업의 경영전략방안 수립의 기초적 정보를 제공 한다.

이 기업을 선택한 이유는 중소기업의 진출 환경과 현지의 이점을 이용하는 측면에서 「에이스 기계(주)」를 선택하였다. 특히 중소기업으로서 진출 초기나 정착기에 어떠한 어려움을 겪었고 이를 어떻게 극복하였는지의 과정을 살펴보는 것이 그 지역에서의 효율성을 잘 일수 있기 때문이다. 또한 최근 현지인 임금인상 등 경영환경변화로 진출한 기업이 겪는 애로사항을 분석하여 전략적 대안을 모색하고자 한다. 2장 과 3장에서는 선행연구와 설문조사를 시차별로 비교하며 4장에서 기업의 사례연구를 기술하고 마지막 5장에서 결론과 정책적 시사점을 만든다.

## II. 중소기업 해외진출에 관한 문제

### 2.1 중소기업 해외진출의 접근법

#### 2.1.1 중소기업 해외진출의 관련 문제

중소기업 해외진출이란 중소기업이 적은 규모로 해외에서 경영의 확장과 돌파구를 찾기 위해 전략과 자원 그리고 체제, 조직 등의 기업 활동이 외국시장으로 진출하는 것을 말한다.

이러한 해외진출에 대한 정의의 논의는 기업의 해외진출에 대한 입장을 임금과 문화적 기술에 기반을 둔 거시경제적 비교우위론을 바탕으로 하고 있다. 특히 문화적으로 상이하여 문화적 거리감(cultural distance)이 크면 투자기업들의 문화가 익숙하지 않은 국가에서 정보를 얻기에는 비용이 많이 든다. (Jones & Hill, 1988). Shenkar (2001)는 이론적으로 볼 때 문화적 차이는 진입을 할 경우 반대의 효과가 있다고 보고 있다. 높은 문화적 차이가 있는 경우에 해외 진출 기업은 충분한 비즈니스지식과 인맥이 없기 때문에 자체적인 운영보다는 현지의 사업파트너에 의존하게 된다. 해외진출에 대한 정의에서 제시했듯이 기업의 해외진출은 기업성장과 관련하여 확장으로 이루어지고 있으며, 이는 중소기업도 마찬가지이다.

Wouter De Maeseneire, Tine Claesb(2012)에 의하면 중소기업이 해외투자를 위하여 차입을 하는 경우 겪게 되는 애로사항을 조사했다. 왜 해외투자시 재정적 제한에 직면하는가와 자금의 공급과 수요를 조사하였다. 그 연구는 32개 벨기에 중소기업과 5개 은행, 5개의 벤처캐피탈 회사를 인터뷰했고 설문지를 보냈다. 정보의 부족, 담보의 부족, 본국의 대출자들의 편견, 중소기업의 해외프로젝트에 은행의 자기자본 부담의 악화(capital gearing method) 등때문에 자금의 제약이 발생하였다. 이러한 자금부족이 중소기업의 발전을 약화시킨다.

### 2.2 중소기업 해외진출 특징과 성과

#### 2.2.1 중소기업의 해외진출 특징

중소기업의 해외진출 유형은 여러 분류가 있으나 Root(1994)의 ‘해외 시장에 대한 진출 전략’에서 제시된 해외진출 유형이 중소기업에 가장 적합한 것으로 볼 수 있다. 그는 기업의 해외진출 유형을 기업의 해외진출 과정에 따라 첫째 수출, 둘째 계약방식 셋째 직접투자 등의 세 가지 유형으로 구분하고, 통제, 자원투입/위험, 시간의 진행이라는 세 변수를 기본으로 간접수출에서 직접수출 그리고 합작투자에서 직접 투자에 이르는 진출단계를 모형화하였다.

오늘날 기업은 내수성장에 의한 국내시장의 안정적 수요를 기대하거나 기존 기술을 통한 생산방식에

더 이상 안주할 수 없으며, 경제 글로벌화 진전으로 중소기업도 해외시장 확보를 통한 글로벌화를 적극 모색하지 않으면 안 된다. 그 중 베트남은 풍부한 자원과 저렴하고 우수한 노동력을 보유하고 있어 상품의 생산기지로 적합하다. 베트남은 경제난에 봉착하기도 하였으나, 1979년 말부터 계획경제하의 부분적 자유화 조치를 단행하는 신경제정책을 시행함으로써 경제부흥을 꾀하고 있다. W. Lu and Paul W. Beamish(2001)은 기업입장에서 중소기업이 채택한 기업의 전략에 대한 국제화 효과를 연구하였다. 164개 일본중소기업의 샘플자료를 이용하여 국제화가 회사의 성과에 긍정적으로 영향을 미친다고 주장하고 있다. 국제투자한 경우 처음에는 이익은 감소하지만 해외투자의 기간이 지남에 따라 높은 성과를 보였다. 해외투자의 수준이 높고 낮은 수출수준이 낮은 경우에 수익은 높고 수출도 많고 해외투자도 많은 회사의 수익은 적다는 것이다. 결국 현지의 지식을 가진 파트너 제휴는 자원과 능력이 작은 중소기업의 경우 글로벌 시장에서 극복하는 효과적인 전략이다.

## 2.2.2 중소기업 베트남 진출 성과

일반적으로 기업이 해외진출을 추진하는 동기는 국내경기의 불확실성을 회피하거나 국내의 한정된 시장보다는 세계의 넓은 시장을 무대로 국제시장의 이점을 확보하는 것이다.

왕설매 외 (2012)에 의하면 베트남 투자와 관련하여 다음과 같은 특징을 도출하였다. 첫째, 대베트남 투자는 베트남의 WTO 가입후인 2006년부터 성과가 높고 둘째 단독투자가 합작투자보다 비율이 높고 셋째, 진출동기중 현지시장을 개척하기 위한 동기가 저임금 활용이나 자원개발보다 높게 나타나고 넷째 제조업보다 서비스업의 매출신장율이 높게 나타나고, 다섯째 50명 미만의 소규모 기업의 경영성과가 높게 나타나지만 그룹별 차이는 나지 않고 여섯째 인프라가 잘 갖추어진 호치민을 하노이보다 더 선호하고 호치민에 투자한 기업의 성과가 더 나은 경영성과를 보인다고 연구결과를 제시하였다. 이러한 연구 결과는 그동안의 연구에서와 달리 여러 가지 측면을 나타내고 있는바 본 연구도 그러한 결과를 동의하여 검증측면도 강조하며 연구하였다.

# III. 현지 진출 한국기업의 경영실태 조사 비교

## 3.1 중소기업 설문조사의 비교

중소기업 베트남진출 기업에 대한 설문조사를 시기의 흐름으로 보면 지역과 대상이 달라서 정확한 파악과 비교는 힘들 수 있지만 근본적인 변화를 알아보는 데 의의가 있다고 생각된다. 왜냐하면 기존의 연구들이 베트남진출 기업에 대한 설문조사나 사례조사를 통해 성공요인이나 애로사항 등을 도출하고 진출기업 및 진출희망기업에 경영적 측면에서 도움이 되는 정보를 제공하고 있기 때문이다. 특히

중소기업학회와 기업은행과의 연구(2007년)가 설문조사결과를 자세히 소개하고 있다. 이러한 측면에서 베트남 진출 우리기업들은 대부분 현지의 유리한 투자환경을 효과적으로 활용하여 투자성과에 대해 전반적으로 만족하고 있으나 일부 기업들은 기대했던 만큼의 성과를 얻지 못하고 적자를 보거나 투자성과를 올리지 못하였다.

### 3.2 2007년의 중소기업 학회의 설문조사

베트남 진출기업에 대한 조사에서 사업 운영에 영향을 미치는 현지 정책의 순위를 묻는 질문에 관련 법규 미흡 및 빈번한 제도 변경을 57.8%, 관료의 부정부패와 불투명한 행정을 답한 기업이 31%이었다. 결국 사업여건중 정부와 제도의 리스크가 크다고 보고 있다.

인사관리에 대한 질문에는 유능한 현지 관리자 확보가 44.3%, 현지종업원 근로의식 향상이 22.7%로 현지관리자 확보가 중요한 과제임을 나타내고 있다. 현지의 근로자는 문화적으로 자존심이 강한 민족성을 지니고 있어 한국인 관리자에 의한 직접적인 간섭과 명령을 싫어하는 측면이 강하다.

베트남에 진출한 이유를 묻는 질문에는 저임 노동력 활용이 46.5%, 현지시장 개척이 26.5%로 현지의 내수시장에 진출하려는 기업도 비교적 일정한 기업이 있고 이는 2011년 조사와 거의 비슷한 결과로 보인다.

### 3.3. 2011년도 대외정책 연구원의 설문조사

한국대외정책연구원에서 실시한 2011년 베트남과 인도네시아 진출 한국기업들의 심층 설문조사 결과에서 베트남에서 노무와 세무 정책이 중요하다고 조사되었다. 악화된 노무환경에 대처하기 위해 베트남에서는 기간별 인센티브 지급을 통한 경쟁체제 도입과 연도별 임금협상 원칙을 고수하고 있으며 인건비 상승 시 양국 모두 생산성 향상을 통해 임금 상승분을 상쇄하고 있다. 인플레이션 발생에 따른 원자재 구입비용 인상 시 양국 모두에서 물자절약을 위한 전사적 캠페인과 포상제도 도입 및 제품출고 가격을 인상하였다. 내수시장 진출을 위한 필요 정보로는 양 국가 모두 세무와 노무 분야를 꼽고 있다. 현지화를 위해 모두 주요한 의사결정 과정에 현지 인력을 참여시키고 있으며, 기업의 사회적 활동을 통한 기업 이미지 개선에 노력하고 있음을 알 수 있다. 분쟁 발생 시 베트남에서는 주로 당사자 간 합의나 한국 법률회사의 도움을 많이 받는다.

대외정책연구원에서 발간한 “베트남 및 인도네시아 진출한국기업의 경영실태와 생산성 분석”에 실린 설문조사를 중심으로 그 내용을 기술하면 다음과 같다. 베트남에서 기업운영에 가장 큰 영향을 끼치는 정부 정책은 어떤 분야인가에 대한 질문에 대해서는 노무를 선택한 기업이 31.8%로 가장 많았으며, 세무, 환율, 통관 순으로 나타났다. 노무, 세무, 환율, 통관 분야 모두 유권해석이나 규정 집행과정의 불투명으로 인한 어려움이 많았다. 간혹 베트남 정책 당국으로부터 불합리한 처우를 받는 경우가 발생하더라도 장기적인 관계유지를 위해 이를 개별 기업이 감수하는 경우가 있다는 의견도 있었다. 반면 지체

권, 기술기준, 위생기준 등의 분야에서는 상대적으로 자유로운 것으로 분석되었다.

현지화와 네트워킹에 대한 설문에 대하여는 베트남 내수시장의 성장과 함께 베트남 시장에 대한 외국인 기업들의 경쟁적인 투자증가로 인해 한국기업들도 경영방식, 제품개발 및 기업이미지 등 다방면에 걸쳐 현지화에 대한 요구가 커지고 있다. 이는 베트남에 진출한 한국기업들의 현지화 전략 형태, 현지화 추진 과정에서 중요한 사업파트너, 현지화 과정에서 발생할 수 있는 분쟁해결 방법 등에 대한 설문을 통하여 이루어졌다. 현지화의 가장 걸림돌은 현지의 중간관리자의 채용이다.

근로자 임금구조에 관하여는 베트남은 2006년 이후 거의 매년 법정최저임금을 인상하고 있으며 2011년 인상된 최저임금을 발표하였다. 현재 이중으로 적용 되고있는 외국인기업과 베트남 기업 근로자의 법정 최저임금제를 2012년까지 통합할 계획인데, 2008년 이 계획을 수립할 당시 베트남 정부는 자국기업근로자의 최저임금을 매년 20 ~ 38%씩 인상하고, 외자계 기업 근로자의 최저임금도 매년 10 ~ 15% 인상할 계획이었다. 다만 2011년에는 급격한 물가상승에 따른 국민들의 실질소득감소를 보전한다는 명목으로 2012년 최저임금인상계획을 앞당겨 2011년 10월부터 시행하였다.

< 표 1 > 다음의 표는 상기 2개의 설문조사를 비교한 것이다.

항목	중소기업학회, 기업은행 조사	대외정책연구원 조사
조사시기	2007. 6.17-24 6. 15- 7. 30	2011년 설문조사
대상 지역	호치민 지역	하노이, 호치민 지역
사업 운영에 영향을 미치는 현지 정책	1. 관련법규 미흡 및 빈번한 제도 변경 : 57.8% 2. 관료의 부정부패와 불투명한 행정 : 31%	노무와 세무 정책,
인사관리 분야 대응책	1. 유능한 현지 관리자 확보 : 44.3% 2. 현지종업원 근로의식 향상 : 22.7%	1. 인센티브 지급 : 28.4% 2. 임금협상 원칙 고수: 22.4%
베트남에 진출한 이유	1. 저임 노동력 활용(46.5%) 2. 현지시장 개척( 26.5%)	1. 낮은 임금, 노동력(38.6%) 2. 현지 내수시장 진출
설문 대상 기업의 업종 구분	다양한 업종의 200개 기업	61개 기업조사 섬유봉제기업 (31%) 제조업(16%), 기계금속(13%), 금융(10%), 전기전자(8%)

### 3.4 그랜드 서베이(애로사항)에 대한 조사

조사기간은 2010년 8월(중국), 2010년 10월(베트남, 인도네시아)에 이루어진 조사에서 답변현황을 보면 6,047개사 중 주요 애로사항을 ‘경쟁심화( 35.4%, 22.2%, 26.4%)’, ‘전문인력부족( 27.9%, 28.1%, 25.5%)’, ‘정보부족 (16.4%, 30.8%, 25.5%)을 언급하고 있다. 투자계획을 확대하는냐의 질문에는 ‘확대’,

‘현상유지’가 대부분을 차지하고 있으나 중국은 ‘축소’, ‘철수이전’ 응답 비중이 81%로 경영환경 악화와 함께 이전을 희망하는 기업이 증가할 것으로 예상되고 있다.

### 3.5 한국수출입은행 해외경제연구소의 연구

2013년 2월 중소기업의 신흥시장 수출확대 방안 연구 결과를 발표했다. 수출입은행이 자체 개발한 각 국가·품목별 ‘수출매력도지수’와 ‘수출침투율’로 분석했다. 수출매력도지수는 수출시장 여건, 수출제품 경쟁력 등을 고려해 수출가능 수준을 추정한 것이며, 수출침투율은 국가별 국내 중소기업 제품의 시장점유율을 나타낸다. 수출매력도지수와 수출침투율의 차가 클수록 해당 시장에서 수출 경쟁력이 있으면서 점유율을 높일 수 있는 여지가 크다는 것으로, 국내 중소기업들이 해당 국가에 맞는 특정 품목의 수출 확대에 주력해야 한다는 의미다.

동 연구와 관련하여 분석결과에 따르면 수출매력지수와 수출침투율의 차가 ‘0’ 이상인 최우선 공략 대상은 13개국의 43개 영역이다. 중국에서는 유기화합물의 수출매력도지수와 수출침투율의 차가 62로 가장 컸으며, 의료·정밀기기(35), 전기기기(30) 등도 높은 수치를 나타냈다. 베트남에서는 광물성연료·에너지(52), 유기화합물(40), 전기기기(37) 등이 최우선 공략대상으로 확인됐다. 최우선 공략대상의 시장규모는 약 6929억달러로, 2011년 총 수출액의 125%에 해당한다. 특히 이번에 조사된 영역에서 현재 4.5% 수준인 국내 중소기업들의 평균 수출침투율이 1% 포인트만 상승해도, 수출은 38억달러, 고용은 3만 2000명 이상 확대되는 효과가 있는 것으로 조사됐다. 수은은 이번 연구결과에 따른 후속작업으로 43개 최우선 공략대상 부문에 대한 ‘시장개척 방안’에 관한 연구보고서를 발간하고, 신흥시장 개척 효과가 큰 금융상품을 적극 지원할 계획이다. 또 아시아 지역에 편중된 수출시장의 다각화를 위해 ‘중소기업을 위한 신흥시장 수출매력도지수’를 밝혔는 바 유망시장을 추가로 발굴하였으나 베트남은 모든 분야에서 지원을 강화할 진출 대상이다.

## IV. 「에이스기계(주)」의 사례분석

### 4.1 「에이스 기계(주)」의 일반현황과 선정사유

#### 4.1.1 영업 내용

「에이스 기계 (주)」는 경기도 안산시 단원구 성곡동 608-4 (반월공단 18블럭 4로트) 소재 자가사업장 내에 공작기계, 연삭기 등의 설비를 갖추고, 레이저 튜브 및 주사침 바늘 생산용 자동화기계인 SINKING M/C, 교정기, 자동연마기 등을 제작하여 (주)대명티엠에스, 코박메드(주), (주)어드밴스드튜브

테크놀로지, (주)코박기계 등에 납품하는 기업이다.

2009년부터 매출액과 순이익을 보면 다음과 같다.

- 2009년 매출액 2,148백만원, 순이익 1,133백만원
- 2010년 매출액 4,258백만원, 순이익 1,981백만원
- 2011년 매출액 3,332백만원, 순이익 412백만원
- 2012년 1/4분기 매출액 249백만원 (부가세신고기준, 전년동기 682백만원 대비 감소)

「에이스 기계 (주)」는 2000년 3월 전자부품 제조업을 목적으로 (주)에이스전자로 설립된 후, 2005년 10월 자본금을 1,700백만원으로 증자하고, 2010년 10월 주사업목적을 자동화기계 제조업으로 변경 및 현 상호로 변경하여 사업을 영위중이며 2011년말 현재 총자산 9,864백만원, 자기자본 2,834백만원, 상시 종업원 13명 규모의 중소 제조업체이다.

「에이스 기계 (주)」는 설립된 이래 포장자동화 기계분야 글로벌 시장의 대표 기업으로 인정받으며 미국 영국 독일 등 세계 40여 개국에 자동접착기 등을 수출하고 있다. 2009년 '300만불 수출탑'을 받았고 해외 5개국 대리점과 중국지사, 베트남 현지법인 공장을 두고 있다. 과거 염색기 제작 업체인 에이스기계가 염색기와 물세팅기 분야에서 앞선 기술력과 강력한 마케팅력을 바탕으로 전국적인 시장망을 구축함은 물론 중국, 베트남 등지에 염색기 수십여대를 수출하였다.

에이스기계(주)는 자동접착기 전문생산업체로써 **Signature** 라는 브랜드명을 가지고 최대시장인 미국, 유럽을 비롯해 세계 40여 개국에 수출하고 있다. 해외에서 더 유명한 회사입니다. DURPA 2000(독일), IPEX 2002(영국), CMM97(미국), PRINTEC AISA, CONVERFLEX USA98, GRAPH EXPO(미국) 등해마다 유럽, 미국에서 전시회에 출품을 하고 있으며 전시 후 놀라운 성과를 올리고 있다.

#### 4.1.2 연혁

이 회사는 미국 영국 등 5개국에 해외 대리점과 중국 지사, 베트남 현지법인을 두고 있다. 베트남 호찌민 공장은 부지 9230㎡, 건평 3300㎡ 규모로 2008년 9월 완공했다. 단독투자한 베트남공장인 현지법인 ACE vina에서 중국수출 1호기 기계를 만들었다. 특히 2013년 부터 중국 시장을 본격 공략하겠다는 전략을 세워 그 동안 미국 유럽지역 수출이 매출액의 60%를 차지할 정도로 절대적이었다. 동 사의 연혁을 정리하면 다음과 같다.

- 1993. 02. 05 에이스기계 설립
- 1995. 05. 18 미국 1호기 수출
- 1995. 12. 30 SIGNATURE I (Premier) 모델 개발완료
- 1996. 01. 15 CE인증
- 1997. 11. 30 34회 무역의 날 수출의 탑 수상

- 1998. 07. 30 현 시화공단 공장으로 이전
- 1999. 01. 01 에이스기계(주) 법인전환
- 2001. 11. 13 실용신안 5종 출원
- 2002. 12. 05 SIGNATURE III(ELITE) 모델 개발 완료
- 2003. 03. 19 SIGNATURE III(ELITE) 모델 1호기 출고
- 2004. 09. 24 ISO 9001 인증 획득
- 2008. 09. 09 베트남 현지법인 설립 및 오픈 하우스
- 2010. 03. 01 중국 현지 사무소 개설
- 2010. 04. 22 베트남 현지 생산 1호기 시연 및 오픈 하우스

#### 4.1.3 생산제품을 다양하게 개발

- 1). 축적된 기술과 노하우를 바탕으로 제작된 고성능의 기계 SIGNATURE MK는 비숙련공의 작업자들도 누구나 쉽고 간편하게 조작 운전할 수 있도록 설계 제작 되었다. 소량 다품종 및 다량 고속 생산에도 적합하도록 편의성과 내구성, 안정성에 중점을 두었으며 진동과 소음을 최소화 하였다.
- 2). 급속히 변화하는 포장 산업 분야에서 다양한 작업에 끊임없이 요구되는 시장과 고객들의 욕구를 충족 시키기 위해 SIGNATURE가 설계 되었다.작업자를 고려한 손쉬운 작업준비와, 자유로운 응용성, 손쉬운 정비 등을 고려한 SIGNATURE PREMIER에 채택된 모든 부품들은 강력한 프레임 구조를 기본으로 고정밀도와 긴 수명을 보장하며 표준화된 액세서리 등은 최소 시간에 최대의 능력과 작업을 수행하여 필요에 따라 단순한 단면상자에서 까다로운 특수한 모양의 상자까지 처리 가능한 모든 구성 요소를 갖추고 있다.
- 3). 고품격 기계 SIGNATURE SELECT는 강력한 파워, 편의성, 응용성, 견고성에 중점을 두고 중앙 집중식 제어방식과 최첨단 기술을 접목시킴으로써 고속에서의 작업 능력을 극대화 시켜 타사의 동종 기계들이 전혀 따라올 수 없는 탁월한 생산 능력과 성능을 보이고 있다. 모든 구동 샤프트 지지물은 특수 열처리 연마를 하여 강도와 정밀도를 높였으며 각종 로라 및 구동휠 등은 동심도와 직진도를 높이기 위해 전용 가공기로 자동 가공하였고 고속 고정밀도의 우수한 베어링의 사용으로 내구성을 증가시켰다.  
특히 자기 진단과 원격 자기 감시제어 장치가 되어있어 기계의 상태 등을 한눈에 알 수 있는 인포메이션 센터 등은 작업자들에게 안정감과 자신감을 심어주고 있다.
- 4). 미래 지향적인 신개념의 기계 SIGNATURE ELITE는 새롭게 개발 되어질 다양한 종류의 종이 상자를 보다 빠르고 완벽하게 대응할 수 있다. 더욱 정교해진 급지부와 얼라이너는 제품 정렬을 속

도에 관계없이 수행하여 고속 생산은 물론 불량률 미연에 방지할 수 있습니다. 실용화된 후리브렉부는 모든 형태의 (단면,3면,4면,6면) 작업물을 고속에서도 부드럽게 예비접지 할 수 있도록 제작되었고, 3면 상자와 6면 상자를위한 추가 접지용 벨트가 장착된 멀티형 글루가 장착되었다. 부드러운 접지를 위한 긴 길이의 모듈로써 상, 하부 가운데 캐리어에 UP/DOWN 방식을 채용해 큰 제품과 작은 제품의 작업 전환시 해체할 필요가 없어 셋팅시간을 대폭 절감할 수 있는 본절부 등 SIGNATURE ELITE는 오퍼레이터의 편의성과 생산성을 극대화한 기계이다.

#### 4.1.4 자재와 영업

「에이스기계(주)」의 원자재 구입비율은 한국 60%, 중국 20 %, 대만 10 %, 베트남 10 %이며, 좋은 가격과 양질의 자재라면 세계 어디서든지 구입할 자세가 되어있다. 상대적으로 중국산 자재의 구입비율이 높아지고 있지만, 베트남 현지 구입을 위하여 노력하고 있으며, 협력업체들의 베트남 동반진출로 인해 자재의 현지구입 비율이 점차 증가하고 있다.

하지만 자재의 도난사고가 빈번히 발생하고 있는 현실을 고려할 때 관리 인원을 증가시키고 엄격한 관리가 요망된다. 2011년도 매출은 유럽 60%,미국 30%, 기타 10%의 비중으로 전량 OEM 수출하고 있으며, 수출시장을 다변화하고 장기적인 거래관계를 구축하여 수출시장을 확대하고 있다.

#### 4.1.5 사례로 선정한 사유

사례연구의 대상으로 「에이스기계(주)」를 선정한 이유는 첫째, 초기진출기업이고 진출한지 2년 만에 제품을 생산하여 중국에 수출까지 하였기 때문이다. 이러한 것이 어떻게 가능하였는지, 그러한 실적을 어떻게 극복하였는지의 파악이 관심을 집중시키기 때문이다. 둘째, 최근 한국내의 인력 조달어려움과 고임금으로 현지에 진출하였으나 현지인 임금인상 등 경영환경변화로 동 기업이 겪는 애로사항을 분석하고자 한다. 셋째, 저렴한 일반 근로자에 의한 가공산업이나 제조업이 아니라 현지 노동인력의 기술력에 기반한 고부가 포장기계의 조립생산이 이루어지는 사례이기 때문에 현지의 고급인력을 어떻게 활용하는 전략적 대안을 모색하는데 적절한 기업이기 때문이다.

## 4.2 「에이스기계(주)」의 진출동기와 성공요인

### 4.2.1 진출동기

일반적으로 기업이 해외진출을 추진하는 동기는 국내경기의 불확실성을 회피하거나 국내의 한정된 시장보다는 세계의 넓은 시장을 무대로 국제시장의 재화와 용역을 활용하고자 하는 것이 주요 원인이다. 그리고 외국기업으로부터의 도전에 대처하고 세계시장에서의 점유율을 방어하거나 해외의 저렴한

생산요소의 접근을 통한 원가절감, 관세장벽의 극복, 기술적 우위의 직접적인 행사를 통한 이점의 확보 등에서도 찾을 수 있다(Lee, 2005). 이를 위해 본 연구에서는 우선 중소기업의 해외진출 전략에 대한 이론들을 검토하고자 한다. 이어 『에이스 기계』가 베트남에 진출한 현지법인의 사례를 연구하고자 한다.

첫째 기업이 정신의 발현이다. 향후 중국시장을 대비하여 임금의 리스크가 비교적 적은 베트남의 현실과 회사의 현실을 파악한후 그 회사를 변화시킨다는 기회를 받아들이고 미래를 위한 개척정신을 모토로 하였다. 현실의 정확한 파악은 한국에서의 인력 조달의 어려움이다. 이러한 타개책에서는 글로벌 시장에 진출하는 변화를 받아들이는 데에 4가지 다른 경영 대응책이 아래의 < 표 2 > 와 같다. 이는 세계시장에 진출하는 중소기업의 경영자들이 가지고 있어야 하는 전문적인 기질을 이야기하고 있다.

< 표 2 > 필요한 변화에 대한 태도들

	회사목표달성을 위한 변화가 필요	회사목표달성을 위한 변화가 불필요
우리의 능력에 확신	기업가 정신	야망의 부족
우리의 능력에 회의	좌절된 기업가정신	관료 의식

출처 : SME management across cultures( P, Land, 2012)

< 표 2>에서 해외진출에 이르는 필요한 변화에 대한 태도는 무엇인가에 대하여 관리자들이 해외진출을 위하여 조직의 변화가 필요할 때 그 최종결과는 비전이라는 형태로 나타난다. 그러한 비전에 대한 인식이 강할수록 해외진출의 답은 우리의 능력에 대한 확신이 필요하다. 현재의 우리 기업의 현실을 잘 알고 있어야 한다. 그런 확신을 위하여 관리자는 모든 필요하고 관련되는 자료를 수집해야하고 개인적인 선입관을 버리고 현실에 대한 자기왜곡을 피하여야 한다. 이러한 필요와 확신이 교차하면 비전은 관리자들이 미래를 새롭게 창조할 수 있다는 것을 믿을 때 비전은 살아서 힘을 제공한다.

또한 필요한 것에 대한 명백한 인식이다. 『에이스기계(주)』의 진출동기에서 보면 상기 < 표 2>에서 능력의 확신과 회사목표 달성을 위한 기업가 정신의 발로라 볼 수 있다. 우리나라 중소기업의 베트남 진출 목적은 국내보다 베트남의 사업이 높은 투자수익률을 확보하여 이윤극대화를 도모할 수 있기 때문이며, 국내의 지속적 인플레이션과 노동운동의 확산에 따른 고임금으로 인한 경영악화 해결, 새로운 시장 확대를 통한 기업의 안정적수익성을 확보하기 위함이다(이윤보 외, 2005).

#### 4.2.2 성공요인

『에이스기계(주)』의 베트남 진출 성공요인은 다음과 같다. 첫째, 직접 CEO에 의한 철저한 사전준비, 1년간의 각종 제도 등을 점검, 기계제작의 기술력이 그 뒷받침이다. 현지에서 부지선정, 노동법, 세법, 수출입 관련 무역법, 현지 문화 등을 챙겨 시행착오가 없다. 베트남 내 입지 선정 요인을 보면 1) 일반 근로자와 유능한 기술인력을 조달하는 것이 용이하고 2) 이미 진출한 동종 업체와의 연계진출 3) 도로,

항만, 통신, 전기 등이 잘 구축된 시설을 들 수 있다. 셋째로 한국에서 중소기업 인력을 구하기 어려워 현지의 고급인력을 교육하여 제품 생산 많은 부품이 필요한바 부품의 조달이 용이한 협력 업체의 구성이다. 특히 인건비 문제에서 근로자들의 생계를 고려하고 불만을 없애야 한다. 높은 임금인상률과 잦은 파업으로 인해 노동집약적 외국기업의 어려움이 더욱 커지고 있다.

현지 상주하는 개인 컨설턴트 보다 현지에 진출해있는 KOTRA와 중소기업진흥공단, 은행 등에서 신뢰성있는 정보를 수집하고 이를 토대로 결정을 내리면서 사업을 진행했기에 가능하였다. 그 과정에서 운전기사, 통역 가정부 등을 구하는데 어려움이 있었지만 무엇보다 현지 문화를 존중하는 것이 가장 중요하다. 현지인들은 그들의 문화(무엇)를 존중해주면 존경을 하기 때문에 그들의 문화를 존중하면서 작업과정을 관리해야 한다.

2012. 10월 중국 수출1호기 출하식 최대한 초청행사진행되었는 바 이는 베트남 현지종업원이 20명 자력으로 생활하고 준비과정을 진행한 결과이다. 2012년 80%의 성장은 기록한 베트남 공장은 향후 발전이 기대되며 베트남 공장에서도 부품, 원자재, 품질관리, 기술 등이 모두 한국 본사가 관리감독하여 공정이 진행되기 때문에 본사에서 온 제품의 95%이상의 품질수준이 높다. 베트남 현지법인인 에이스 기계 비나는 기존 자동접착기 관련 품목과 산업자동화 기기 등 현지수요에 맞는 제품생산에 주력하고 베트남경제에 도움이 되도록 노력하고 있다.

중소기업의 관리자들이 세계적인 시장에 진출하는 방법을 효율적이어야 한다. 이는 새로운 규칙과 계약을 따라야 하고 국제적인 상거래를 숙지해야한다. 다음의 표는 전문적인 능력이나 질적인 측면을 세계적인 시장 진출에 대한 매트릭스로 필요한 변화에 대한 관리자의 태도로 상호비교하였다. 무엇이 필요한지에 대한 분명한 이해 전문적인 질과 사업조건 들 또한 현실을 잘 알고 있어야 한다. 관리자들은 모든 필요하고 관련정보를 획득해야만 하고 회사의 미래를 바꿀 수 있다는 확신이 있어야 하나의 비전이나 생각이 미래를 형성할 수 있다.

그리하여 베트남 조립인력에 의하여 최초로 제작된 기계를 중국에 수출하였다. 이제는 세계 여러 나라의 수많은 기업들 모두와 경쟁해야 한다. 각국의 기업들은 이전보다 훨씬 더 많은 시간과 자원을 투자하여야 한다. 이런 환경에서, 각국의 다국적 기업들의 글로벌 마케팅 중요성이 점차 대두되고 있다. 보다 효과적인 글로벌 마케팅 전략 수립과 실행은 한 기업의 해외 시장 진출 성공으로 이어질 뿐만 아니라, 나아가서는 국가경쟁력 상승으로까지 이어질 수 있다는 면에서 소홀히 해서는 안 될 것이다. 하나의 다국적 기업이 새로운 시장에 진출할 때에는 많은 어려움에 부딪히게 된다. 전혀 다른 지역에 진출하게 되면, 기업 자체가 시장에 대해 생소함을 느낄 뿐만 아니라, 그 시장의 소비자들도 새롭게 등장한 기업에 대해서 낯설음을 느끼게 된다. 이러한 낯선 느낌을 얼마만큼 없앨 수 있는 지가 해외진출 성공여부에 큰 영향을 미치게 된다. 이는 곧 효과적인 마케팅 전략의 중요성을 말해준다. 이를 위해서, 시장에 대한 철저한 조사가 중요시 된다. 진출한 시장의 소비자들에 대해서, 그리고 그 시장의 문화적, 경제적, 사회적, 법률적, 경제적인 면 등에서의 특징들을 제대로 조사하고, 그 정보를 얼마나 잘 활용하였는가에 따라 효과적인 마케팅 전략 수립 여부가 정해진다. 새로운 시장에 진출한 기업은 자신의 것만을 고집할 것이 아니라, 유연하게 주변 환경에 맞춰갈수록 더욱 긍정적인 인지도를 쌓고 큰 수익을

연게 되고, 나아가서는 장기적인 현지지역의 시장 점유의 효과까지도 누릴 수 있다.

### 4.3 「에이스기계(주)」의 해외투자시 경영환경평가

#### 4.3.1 기회요인(Opportunity)

적절한 기회를 이용하여 세계적인 기술을 전략적으로 저렴하고 작업할 준비가 되어 있다.

2005년의 일본의 UFJ종합연구소가 베트남과 중국을 비교조사한 바에 의하면 일본기업중 우수한 인재와 저렴한 노동력을 평가한 비율을 보면 조사대상의 81.7%가 베트남의 저렴한 노동력을, 38.1 %가 우수한 고급노동력을 생산측면에서 유리하다고 보았다. 그러나 향후 현지 시장으로서의 성장은 중국의 80.2 %보다 낮은 35.7 %가 가능하다고 보았다.

기회와 위협에 대한 분석을 보면 인사 노무 측면에서 전문인력 확보, 노무관리 능력의 배양, 현지제도 이해 및 대응이 잘 추진되어야 한다. 본 연구에서는 기회와 위협 등 외부요인을 분석한다.

#### 4.3.2 위협요인 (Threats)

첫째 중소기업이 세계의 글로벌한 시장에 진출하다는 것은 세계시장에서 중요한 요인을 분석하고 이해하여야 한다. 국내시장에서 가격경쟁에 익숙한 기업들은 원초적으로 가격 경쟁에 관심을 집중하였으나 글로벌한 시장에서는 생산품과 서비스의 질적인 측면이 경쟁요소라는 점을 중요시 여겨야 한다. 특히 그 품질이 가격과 연결된 상품이나 서비스라면 원가를 조절하기 위한 비용절감을 지속적으로 추진해야한다. 이러한 원칙을 따라가지 못하면 글로벌 시장에서 도태될 것이다. 그러한 경영환경을 이해하여 대기업의 관심을 따라간다면 성공한 해외진출이다. 특히 다른 국가에 수출할 경우에는 공해나 해로운 물질등 환경을 악화시키는 제품을 피해야 한다. 이러한 국제적인 압력은 중소기업에 있어 위협이 되고 있다. 그러한 중소기업이 중급이나 소득이 낮은 국가에 소재하는 경우 더욱 심하고 수출시장에서 배제된다.

Sushil Vachani(2005)에 의하면 일본중소기업의 해외 진출시 중소기업과 대기업이 만나게 되는 문제점들을 비교하였다. 고급기술이나 산업의 집중도 요인 같이 해외투자 이론이 제시하는 투자요인 뿐만아니라 해당 기업의 투자지역과의 거리, 정당성, 국가의 강압적인 영향력 같은 기업체 자체의 요소가 중요하다고 결론짓고 있다. 중소기업은 현지진출국에서의 운영상의 문제점에서 대기업과 다르지만 공통적으로는 노동력이나 저가의 공세에 의한 외국기업의 경쟁력에 의하여 문제점에 직면한다.

둘째 양국 거래자 상이의 자금 결제도 위협이 된다. 결제가 늦어지거나 클레인이 걸려 시간을 끌거나 거래국의 은행의 외환업무가 원활하지 못하면 손해가 발생할 수 있다. 현지 공장의 책임자가 재무적 불확실성이나 국제결제 시스템에 대한 지식이 없다면 마케팅이나 해외 판매시 잠재적인 위협이 된다.

셋째 국제간 거래에서 부수적인 비용도 소요된다. 통관비용, 여러 가지의 뇌물, 통관의 신속성을 위

한 처리비용 등이다. 베트남 국가의 경제성장과 발전은 진출하고자 하는 우리나라 중소기업에 있어 상당한 이점으로 작용하고 있으나, 베트남 진출기업이 지나쳐서는 안 될 요인들이 있다. 즉, 향후 개선되어야 할 시장경제체제의 미성숙, 부정부패 및 관료주의, 최근 베트남 경영환경의 악화, 인건비/물류비용의 상승, 기업 간 경쟁심화(현지 기업 및 국내기업 간 경쟁), 현지인의 고용, 이직 및 판매대금의 회수 등의 위협요인들은 진출기업이 인지하고 있어야 한다.

#### 1) 국제영업에 관련된 원칙들

중소기업은 환경적인 변화를 잘 인식하고 있어야 한다. 특히 외환의 송금과 자금의 이체이다. 비용도 고려해야 한다. 관세나 무역과 관련된 수수료나 뇌물등도 고려해야 한다.

#### 2) 문화와 관련된 원칙들

시간에 대한 확고한 관리가 필요하다. 선진국이나 후진국 양쪽 다 시간을 잘 고려하여 실수가 없도록 하여야 한다. 유럽은 선진국은 시간이 중요한 요소이고 후진국에서는 시간을 잘 지키지 않는 경우가 발생하기 때문에 위험요소이다.

#### 3) 언어와 관련된 원칙들

양 당사간의 대화나 민감한 비즈니스 전략이나 계획들은 적당정도의 의사소통이 인터넷을 통하지 않고 이루어져야 한다. 특히 현지 관리자와 인사 노무에 대한 문제가 해결되어야 한다.

#### 4) 인력조달과 유능한 현지인 관리자 채용

진출한 중소기업의 평균적인 한국인 관리자는 3명 이내 (40%)이고 베트남 중간 관리자 5명 (30.6%)이다. 『에이스기계(주)』는 현지 고용 인력을 위해 영어와 베트남어로 의사소통을 하고 있으며, 사무직 직원들은 영어를 사용하고 있다. 최근의 일반 근로자 급여는 650,000 동/월 정도이다. 모든 종업원들이 고용된 요리사에 의하여 요리된 음식을 먹고 집이 먼 근로자들은 회사내 지내기도 한다. 현장을 관리하는 주재원들의 베트남어 실력은 동사의 경우 베트남어를 배워 의사소통이 가능하다. 중간 관리자는 베트남 현지인이기 때문에 베트남어를 공부해서 의사소통을 하고 있으며, 만약을 위해 각 공장마다 한국인 통역을 배치해두고 있다. 이직률은 극히 낮은 편이나 구정 후가 가장 이직률이 높은 편이어서, 그 시절에는 인력의 적기 수급을 위해 근로자들의 상황을 주시하고 있다. 필요시 미리 인원을 확보하여 업무의 공백을 최소화하고 있다.

## V. 결 론

### 5.1 「에이스 기계(주)」 사례를 통한 성장전략

베트남 시장은 우리나라의 입장에서 볼 때 한류시장, 무역흑자시장, 임가공시장의 특성을 가지고 있으며 우리나라 중소기업의 국내 소비시장 위축에 대응하여 성장전략이 베트남에 집중하여 지원되도록 하고 중국을 포함한 동남아시아 지역에 수출하는 제품의 생산을 전문으로 하도록 하는 것이 필요하다.

「에이스 기계 (주)」의 베트남 현지법인 (ACE MACHINERY VINA CO., LTD)의

향후 성장을 위하여는 US 30 여만불을 투자한 만큼 기술인력을 잘 육성하는 것이 중요하다. 베트남은 지속적인 외국인 투자가 예상되므로 인프라 스트럭처(infrastructure)의 정체나 병목현상이 생길 가능성이 높기 때문에 이에 대한 대비가 필요하다. 도로, 항만, 현지에서 조달되는 원재료 등에 대한 세밀한 수급파악이 선행되어야 한다. 왜냐하면 급증하는 외국인 투자를 흡수할 수 있는 베트남의 경제적 수용능력이 제한적이기 때문이다. 또한 (주)신라 인 코리아 사례에서 보듯이 전략상으로 노조와의 관계가 중요한 바 양 당사자 간의 조력사무를 규정하고 있어야 하며 베트남에서 노조와 회사는 대립·투쟁의 관계가 아닌 협력적 관계이므로 노조 설립을 부정적인 시각으로 보기 보다는 법규에 따라 설립을 지원하고 실질적인 관계 개선에 주력하는 것이 효과적이다.

#### 5.1.1 기회와 위협 분석 결과

사례분석을 통해 나타난 베트남 기업환경 요인을 요약하면 다음과 같다. 베트남에서는 저렴한 일반 근로자의 인건비보다 조립의 기술에 익숙한 기술인력이 인건비가 양호하다는 것이다. 따라서 중국에서의 대체 투자지역으로 충분한 잠재력이 있고 기술인력을 양성한다면 생산성도 발전할 것이다. 동아시아 진출을 위한 생산 및 조립제품의 경우 인도네시아, 중국, 필리핀, 베트남을 상호 비교할 경우 인건비와 기술인력의 생산성을 측면에서 보면 베트남이 유리할 것으로 사료된다. 나아가 베트남 정부가 외국인 투자유치에 호의적이고 풍부한 천연자원, 저임금의 우수한 노동력등이 베트남의 경쟁력을 보여주고 있다.

#### 5.1.2 도출된 경영전략

새로운 제품혁신 능력의 강점을 활용하여 타 경쟁 진출기업보다 빠른 생산 시스템을 베트남에 확대하여 구축하고 세계 수출시장에의 선점전략과 시장 및 제품다각화 전략을 추진하는 것이다. 또한 향후 베트남 내수시장은 소득수준의 향상 및 포장 서비스 시장의 확장 등으로 미루어 보았을 때, 매력이 있는 거대한 소비시장으로 판단된다. 비슷한 아시아 문화권으로 우리와 정서적으로 유사한 공통점이 있

기 때문에 중소 기업의 경우에도 진출시 비교적 리스크가 적다. 베트남에 진출한 50%이상의 기업이 투자를 유지하거나 확대할 계획으로 있고 호치민이나 하노이 등 대도시의 인건비가 상승하고 있어 외곽 지역으로 진출을 확장할 전략이 요구된다. 기회와 위협은 언제나 동시에 베트남에 존재하고 기업의 준비와 정확한 관리자의 결정이 기회와 위협을 구분하고 영업이익을 얻을 수 있다.

### 5.1.3 「에이스기계(주)」의 성장전략

기업환경 분석을 토대로 활용 가능한 전략을 본 사례 연구를 통해서 파악된 것은 다음과 같다.

베트남은 대체적으로 독특한 국가이고 직업적인 직장에서 유지되는 윤리에 대한 측면에서 에이스기계(대표 이철)는 포장박스를 만드는 자동 접착기 생산업체로 1993년 설립됐다. 경기도 시흥시 시화공단에 있는 이 회사는 업력이 20년도 채 안 되지만 자동 접착기 분야에서 글로벌 시장에 진출한 대표 기업으로 성장했다. 독자 브랜드 시그니처 (SIGNATURE)'를 이용하여 미국 영국 독일 등 세계에 수출한다.

제46회 무역의 날에 '300만불탑'을 받기도 했다. 이 회사는 미국 영국 등 5개국에 해외 대리점과 중국 지사, 베트남 현지법인을 두고 있다. 베트남 호찌민 공장은 부지 9230㎡, 건평 3300㎡ 규모로 2008년 9월 완공했다. 이는 고급 인쇄나 포장기기를 해외 수출하기 위한 것이다. 한국에서의 조립인력을 구하기 힘든 여건을 탈는 전략이다.. 중국 시장과 아시아 시장을 적극 공략해 수출 규모를 배가시키겠다"고 말했다.

이 회사는 자동 접착기를 비롯해 점자기계(Roto Braille), 포장박스(표면, 화상, 바코드 등) 검사기, 오토팩커 등을 주로 생산하고 있다. 자동 접착기 중 '시그니처 MK'는 비숙련공 작업자들도 누구나 쉽고 간편하게 조작,운전할 수 있다. 또 소량 다품종 및 다량 고속 생산에 적합하도록 내구성과 안정성이 뛰어나며 진동과 소음도 최소화했다. '시그니처 엘리트와 프리미어'는 손쉬운 작업 준비와 자유로운 응용성, 최고의 생산성, 손쉬운 정비가 특징이며 특수한 모양의 상자도 처리할 수 있다. 이는 복잡하고 다양한 형태의 고급 상자를 생산하는 데 맞게 개발돼 국가경쟁력을 높였다는 게 회사 측의 설명이다. '시그니처 이글'은 강력한 구조와 안정성으로 대형의 까다로운 골판지상자, 합지물 미장상자를 손쉽게 작업할 수 있는 최신 개발품이다.

이 회사의 또 다른 핵심 기계인 인쇄검사기는 인쇄면뿐만 아니라 포장지 내면의 이물 오물 찢김 머리카락 등을 자동 검사하고 불량 제품은 자동으로 배출시켜 준다. 이 장비는 시간당 7만 ~ 4만장을 검사할 수 있다. 점자기계는 시각장애자가 인식할 수 있도록 작업하는 기계로 점자도트의 높이를 세계 규격인 0.25mm 이상으로 시간당 10만장까지 고속 · 고정밀 생산할 수 있으며 접착기와 온라인 또는 오프라인으로 운용할 수 있다.

에이스기계(주)는 염색기 분야에서 니트원단 등의 생산량을 기존 염색기에 비해 2배 정도 투입이 가능하면서 에너지 절감 시스템을 채택한 고정제성 염색기 제작 및 판매가 순항하고 있는데다 서울과 경기 지역에 여러대를 공급하였다. 이 회사 사장은 "니트원단의 경우 기존 염색기는 1쥬브에 7절 정도 밖에 들어가지 않지만 우리 회사가 제작한 기계는 13~14절까지 들어감으로 생산성이 2배 이상 된다"며

현재 KG당 단가가 비싸지 않은 상태에서는 한번 염색에 얼마나 많은 생산량을 염색 하느냐가 채산성에 결정적인 영향을 미친다고 언급하였다. 또한 채산성면에서 가장 우수하다고 자부한다고 강조했다. 사장은 "니트제품의 와샤물에도 기존 에어플로어 염색기만 염색을 할 수 있다는 상식을 깨고 신개발 하이소프트염색기로 니트와샤물을 무난히 소화하고 있다"고 덧붙였다.

동 회사의 성공동기는 다음과 같다. 첫째, 철저한 사전 준비이다. 베트남 법인 설립을 위하여 CEO가 1년 동안 현지에 머물면서 현지의 공장건설과 시장상황을 직접 파악하고 부지를 매입하고 공장을 세우고 직원을 모집하고 훈련시켰다. 또한 회사 규칙을 만들고 시스템을 구축하는 작업을 빈틈없이 실행하였다. 둘째, 성공요인으로는 관리체계의 효율화와 본사의 밀접한 관리이다. 직원의 주인의식 함양이다. 진출국의 인력자원에 대한 관리체계 효율화와 전 직원의 주인의식함양이 성공요인으로 작용하였다. 베트남 관리요원의 정예화를 통해 문화적·사회적으로 인식의 차이가 나는 베트남 직원들과의 채널을 구축하였으며, 인력관리에 보다 높은 효율성을 추구하였다. 또한 전 직원의주인의식 함양을 위한 정기적 외에 탄력적 포상제도 도입과 적절한 시기에 보너스나 선물을 지급함으로써 전 직원이 회사와 함께한다는 주인의식 함양과 인간중심의 조직구조를 통해 회사의 비전과

발전을 공유하였다. 생산성향상과 노무관리 자료로 활용하기 위하여 근무일지도 작성하였다.

셋째, 한국 관리자의 솔선 수범과 철저한 내부 통제이다. 베트남 근로자는 사회주의 체제의 영향으로 애사심, 투철한 직업의식 등이 부족하므로 관리자가 솔선수범하는 것이 필요하기 때문이다. 또한 투명하고 철저한 관리시스템 구축하는 것이 성공기업과 실패기업의 기능자가 되고 있다. 또한, 한국인 관리자들도 근검 절약하고, 투명한 경영을 통하여 베트남 근로자들을 통제해야 한다. 경영환경평가에서 인사, 노무와 베트남 근로자의 근로 행태 및 문화에 대한 이해가 잘 되어있다. 또한, 노동조합과 건설적 협력 관계를 유지하고 있으며 베트남인들은 자존심이 무척 강하고 명예를 소중히 여긴다는 사실을 한국관리자에게 항상 주지시키고 있다.

현지에서 고용된 기술인력을 위해 영어와 베트남어로 의사소통을 하고 있으며, 사무직 직원들은 영어를 사용하고 있다. 현장을 관리하는 주재원들은 베트남어를 공부해서 의사소통을 하고 있으며, 만약을 위해 각 공장마다 한국인 통역을 배치해두고 있다. 이직률은 극히 낮은 편이나 구정 후가 가장 이직률이 높은 편이어서, 인력의 적기 수급을 위해 주변지역과 베트남 남부출신의 근로자(80%)와 호치민지역 근로자(20%)를 활용하고 있다. 노조의 경우 결성은 되어 있지만 효율적인 관리로 인해 활동은 전무한 상태이다. 『에이스기계(주)』는 호치민 시에 1개의 직영공장을 운영하고 있으며, 2개국에 현지법인이 있다.

넷째, 생산품질상의 문제를 살펴보면 베트남 공장은 50 여명의 현지의 전문 기술자들과 5명의 한국 기술자와 관리자들이 일하고 있다. 2012년 10월 중국에 수출하는 포장기계 1호기 출하식에 성대한 초청행사가 진행되었는 바, 이는 베트남 종업원이 20여명 자력으로 생활하고 준비한 것이다. 2012년 80%의 성장을 기록한 베트남 공장은 향후 지속적인 발전이 기대되어 조만간 매출 천만불을 돌파할 것으로 보고 있다. 기계제작에 있어서 베트남 공장에서도 부품, 원자재, 품질관리, 기술 등이 모두 한국 본사의 관리 감독 하에 공정이 진행되기 때문에 본사에서 생산하는 제품의 품질수준을 보이고 있어 전 세계

시장을 대상으로 한 장기적인 해외진출의 성공을 예시하고 있다.

이러한 해외진출 동기와 관련된 다른 연구에서는 기업의 해외진출 동기를 기업의 주도적 전략동기와 방어적 전략동기로 구분하였다. 또 다른 시각은 기업 관점 보다는 산업 관점에서의 해외진출을 촉진하는 요인을 시장요인, 원가요인, 정부요인 및 경쟁요인의 4가지 범주로 설명하고 있다.

중소기업의 해외진출 동기는 일반기업의 해외 진출동기와 유사하다. 일반적으로 중소 기업의 해외진출동기를 보면, 첫째 국내시장에서의 고비용 회피동기, 둘째 시장 다변화 정책, 셋째 국내시장의 엄격한 법규나 제약의 회피, 넷째 저렴하고 우수한 노동력에 의한 생산능력의 확충 등이다. 그러나 최근에 들어서는 지역블록화에 대비한 무역장벽의 회피를 위한 하나의 방안으로 해외진출을 진행하는 경우도 있다.

성공요인중 관리측면과 문화적인 관리를 보면, 중요한 사항은 관리체계의 효율화와 전 직원의 주인 의식 함양이다. 진출국의 인력자원에 대한 관리체계 효율화와 전 직원의 베트남 관리요원의 정예화를 통해 문화적·사회적으로 인식의 차이가 나는 베트남 직원들과의 채널을 구축하는 것이 필요하다. 또한 전 직원의 주인의식 함양을 위한 정기적 외에 탄력적 포상제도 도입과 적절한 시기에 보너스나 선물을 지급함으로써 주인의식 함양과 인간중심의 조직구조를 통해 회사의 비전과 발전을 현지 종업원과 공유하였다.

민영우, 윤현덕(2009)에 따르면 첫째, 입지요인과 성과와의 관계에 있어서는 인력생산성이 유의한 성과영향 요인인 반면 시장잠재력, 표원자재 조달수준은 영향을 주지 않고 있다. 또한 투자동기별로는 내수시장 개척을 위한 투자는 시장잠재력이 정(+)의 성과 영향요인이다. 외국인 투자는 한 국가의 자산에 대한 소유권을 의미한다. 최초에는 이론적인 근거가 과점적인 산업에 속하는 기업의 행태를 강조하였지만 일본이나 신규 산업국들의 해외투자가 질충주의 적인 것이 산업의 다양한 면을 나타내었다.

## 5.2 경영과 정책에 대한 시사점

대외정책연구원의 세미나 (2012. 5 김태운)에 의하면 “베트남진출 한국기업의현황과특징 협력방향”(기재부발표문(2012.2.14)에서 분야별산업협력증진이 필요하다고 주장하고 있다.

그 내용은 < 표 3 >과 같다.

< 표 3 > 분야별 산업협력 증진

- 광물협력-PetroVietnam과 협력하여 석유, 천연가스등 관련 진출방안 모색
- 양국간 자원협력위 추진으로 양국협력 프로젝트 발굴
- 농어업-국제농업협력사업 업그레이드,  
해외농업기술센터(KOPIA)를 통한 맞춤형 기술지원  
해외농업개발기업 기술 지원
- 시스템수출-G2G 방식, 베트남정부 데이터센터 (1억불),  
베트남 전자조달(300만불), 거래소및 예탁원등 증권시장  
차세대시스템 구축 지원
- 환경-환경개선 마스터플랜 수립, 한-베센터 전문 인력 보강

본 연구가 베트남에 진출기업이나 진출을 계획 중인 기업에 주는 시사점을 요약하면 다음과 같다. 첫째, 베트남에 신규진출을 할 경우 최소 1년 이상의 사전조사와 준비기간이 필요하다. 둘째 베트남의 인적자원이 우수하여 저임금차원의 접근과 동시에 섬세하고 뛰어난 손동작을 이용한 조립관련 기술 산업이나 조각작업 등에 유리하다고 판단된다.

나아가 베트남에 진출한 한국 제조업의 자료분석 결과에 따르면 ① 영업기간이 길수록 ② 베트남 중부 지역, 호치민 지역, 하노이 지역 순으로 기업의 효율성이 높은 것으로 나타났다. ③ 현지인 임원 및 관리인이 아직까지 기업의 효율성에 크게 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 베트남에 진출한 외국투자기업이 베트남에서 생산을 한후 다른 국가에 수출하는 경우가 늘어나고 있다. 그러나 그러한 수출은 투자국과 베트남의 정부의 정책, 특히 세금의 유리점, 통상정책의 추진 등에 따라 그 성과가 달라질수 있다는 점을 유의하여야 할 것으로 판단된다.

베트남에 투자진출 활성화를 위하여 정책적으로 다음과 같은 점을 고려할 수 있다. 저렴한 인건비에 의지하는 투자 방식보다 고급인력의 자원을 활용하는 고부가가치의 산업도 진출시 이점이 충분히 있다고 판단 되므로 그러한 업종의 진출이 요망된다.

정부 정책에 대한 시사점으로 ① 현지정부와 정보교류 시스템 구축 및 강화, ② 현지 거시정책 및 경제 흐름에 대한 분석적·체계적 정보 제공, ③ 현지 전문인력 DB 구축 및 활성화, ④ 생산네트워크 구축 및 서비스 시장 진출을 위한 기업 수요 조사, ⑤ 진출시기별·진출지역별 사례조사 및 교육프로그램을 지속할 필요가 있다. 기업의 전략 수립 시, ① 내수 진출을 고려하고, ② 건실한 노사관계 및 인건비 상승에 대비하며, ③ 전문인력 확보 및 ④ 현지 경험과 입지의 중요성을 고려해야 한다.

베트남 정부의 경제정책이나 법규, 기업관련 고시등이 제한적이거나 불안정하므로 이에 대한 업무를 전담할 수 있는 인력의 채용이 효율적이고 안정적인 영업을 견지할 수 있다. 또한 현지 기업의 품질경쟁력이 약하므로 그러한 기업과의 부품거래시 선별하고 생산 제품의 품질을 검증하여야 한다.

### 5.3 연구한계와 향후 연구과제

본 연구와 분석결과를 통하여 제기될 수 있는 몇 가지 한계점과 이러한 한계점을 극복할 수 있는 향후의 연구방향을 제시하면 다음과 같다. 본 연구는 우리나라 중소기업의 베트남 현지 투자진출기업(에이스 기계 (주))에 대한 사례 연구로서 베트남의 투자기업환경을 기회와 위협차원에서 검토하고 아울러 검토된 요인을 토대로 현지생산과 수출을 극대화하기 위하여 정부, 지원기관, 기업단체 등이 상호유기적인 관계를 유지하고 지원방안을 강구하여 야 차후 중국 진출의 대안으로 베트남 진출의 경험을 활용할 수 있다. 현지 베트남 종업원의 만족도와 개선 요망사항을 조사하여 실증적으로 분석을 못한 바 차후의 과제로 미룬다.

## 참고문헌

- 베트남 한국대사관, KOTRA 하노이 무역관(2004), 「AFTA 대응전략 수립을 위한 베트남 진출기업경영 실태 심층조사 : 베트남 투자업체 설문분석」.
- 여 호(2006), 「한국 중소기업의 중국진출과 성공요인에 관한 연구」, 숭실대학교 석사학위논문.이장로 · 신만수(2006), 「국제경영」, 홍문사.
- 이윤보 · 노화봉 · 이병구 · 최명동(2005), 「중소기업동남아 진출전략」
- 김기현(2000), “중소기업의 해외자회사 경영성과 결정요인에 관한 연구”, 「국제경영연구」, 제11권, 1호, pp. 113-136.
- 김병순(1993), “외국인 직접투자의 결정요인 변화와경제적 효과에 관한 연구”, 「정책과학구」, pp. 159-168.
- 김윤중(1993), “중소기업의 해외직접투자에 관한 실증적 연구”, 박사학위논문.
- 이 윤 보 등(2012), “베트남진출 중소제조업의 성장전략에 관한 연구 : (주)신라 인 코리아 사례를 중심으로“, *Asia Pacific Journal of Small Business*, Vol.34, No.4, pp 59-74.
- 송재용 · 윤채린(2006), “우리나라 中小企業의 베트남投資 成果影響要因에 대한 研究“, 해외자회사의 현지화 수준결정요인에 관한 연구”, 「경영학연구」, 제35권, 제2호, pp. 389-411.
- 민영우, 윤현덕(2009), “우리나라 中小企業의 베트남投資 成果影響要因에 대한 研究“, 「중소기업연구」, 제31권, 제2호, pp. 39-62.
- 송재훈(2002), “투자결정요인과 환경요인이 한국중소기업의 대 중국 직접투자 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 「중소기업연구」, 제24권, 제2호, pp. 211-235.
- 신만수(1997), “아세안지역 한국투자기업의 베트남 및 인도네시아 진출 한국기업의 경영실태와 생산성 분석, 대외경제정책연구원 2011.12월
- 왕설매 외(2012), “한국기업의 대베트남 해외직접투자 특징에 관한 연구”, *경영연구* Vol. 27 No.2, pp 87-115.
- David A. Ralstona, et al(2006), “Vietnam: A cross-cultural comparison of upward influence ethics”, *Journal of International Management*, Volume 12, Issue 1, March 2006, Pages 85 - 105
- Jane W. Lu and Paul W. Beamish(2001), “Special Issue: Strategic Entrepreneurship: Entrepreneurial Strategies for Wealth Creation”, *Strategic Management Journal* Vol. 22, No. 6/7, pp. 565-586.
- Sushil Vachani(2005), “Problems of foreign subsidiaries of SMEs compared with large companies”, *International Business Review*, Volume 14, Issue 4, August 2005, pp. 415 - 439.
- Wouter De Maeseneire, Tine Claeysb(2012), “SMEs, foreign direct investment and financial constraints: The case of Belgium”, *International Business Review*, Volume 21, Issue 3, Pages 408 - 424



# 중국 중소수출기업의 조직 및 관계특성이 전자무역 활용수준 및 성과에 미치는 영향

## A Study on the Effect of Organization and Relationship Characteristics on the e-Trade Usage Level and Performance in Chinese SMEFs

문희철(Moon, Hee-Cheol)

충남대학교 무역학과 교수

심상렬(Shim Sang-Ryul)

광운대학교 통북아통상학부 교수

### Abstract

The purpose of this study is to find out the determinants of usage and performance of the e-trade in Chinese small and medium exporting firms(SMEFs). To achieve this purpose, the research model and hypotheses were developed based on the previous literature, and an empirical survey was conducted to the Chinese SMEs, which have been using the Internet and EDI systems in their international trade processes.

## I. 서론

전 세계적으로 정보통신기술(IT: Information Technology)의 발달과 개방형 네트워크인 인터넷의 보급 및 확산이 지속되면서 국제거래방식관행에서도 이를 적용한 새로운 방식이 확산되고 있다. 이에 따라 미국, 영국, 일본, 그리고 우리나라 뿐만 아니라 중국의 중소기업들도 거래선 발굴, 취약한 해외홍보와 마케팅 능력을 보완하기 위해 인터넷을 이용하는 경우가 점차 증가하고 있다. 이러한 경향은 중국의 전체 국제무역거래로 확산될 것이고 결국에는 전체 무역거래에서 전자무역을 통한 거래비중이 확대될 것으로 판단된다. 이에 따라 우리나라 기업들도 최대 교역상대국인 중국과의 무역에 있어서 전자무역의 확산추세에 대응하기 위한 수출전략의 개발과 실행이 필요하다.

본 연구는 중국의 중소수출기업들이 전자무역을 활용하는 데 특히 어떤 요인들이 영향을 미치고 전자무역의 운영적, 전략적 성과에는 어떻게 영향을 주는지 실증 분석하는데 초점을 맞추고 있다. 전자무역의 활용수준의 결정요인과 활용수준과 성과간의 관계를 검증함으로써 중소기업의 특성의 맞는 글로벌 전자무역의 활용전략의 개발과 실행방안을 제시하는 것이 본 연구의 궁극적인 목적이다.

## II. 이론적 배경

### 1. 조직특성요인과 전자무역의 활용수준

Grover(1993)는 의 논문에서 고객지향적 조직간 정보시스템(CIOS : Customer-based interorganizational System)의 도입 구현 모델에 대한 실증적 연구에서 조직적 요인, 정책적 요인, 환경적 요인, IOS요인, 지원요인 등을 CIOS 도입변수로 측정하였다. 그 결과 CIOS의 도입에 있어서 지원요인과 고객에 대한 교육 및 훈련, 최고경영자의 지원, 사용자의 참여도가 강한 영향을 미치면 환경적 요인은 약한 영향을 미치는 것으로 조사되었다.

Sohn & Wang(1998)은 인터넷 상거래 확산을 촉진하는 결정요인에 관한 실증분석을 내부적 요인과 외부적 요인으로 구분하여 수행하였다. 내부적 요인으로는 신기술에 대한 태도 · 최고경영자의 지원 · 선도자의 존재 · 흡수능력 · 비용유인 등이 있으며, 외부적 요인으로는 제도적 지원 · 경쟁업체의 움직임 · 소비자의 압력이 인터넷 상거래를 촉진시키는 것으로 조사되었다.

McGowon(1998)은 미국의 235여개 기업체를 대상으로 혁신확산관점에서 EDI 시스템의 실행정도에 대한 연구를 수행하였다. 연구변수로는 조직특성요인, 혁신특성요인, 환경특성요인을 사용하였다. 연구 결과는 조직규모, 조직의 기능적 차별성, 훈련, 최고 경영자의 지원, 기술적 호환성 등의 변수가 EDI 시스템의 구현정도를 설명하는 중요한 변수이며 EDI의 구현에 많은 영향을 미치는 것으로 조사되었다.

김승철(2003)은 한국 수출기업의 전자무역 활용수준과 성과에 관한 연구에서 전자무역 활용수준과 성과에 영향을 미치는 요인으로 관계적 요인과 기업적 요인 그리고 인지적 요인으로 구분하여 구조방정식 모델을 이용하여 분석하였다. 연구결과 전자무역 활용수준에 영향을 미치는 요인으로는 외부 전문 집단 · 최고경영자지원 · IT인프라 성숙도 · 인지적 요인 · 인지된 장벽 등이었다.

이재원(2001)은 조직간 요인, 혁신확산요인을 중심으로 EDI의 내외부적 확산과 성과에 미치는 영향을 연구하였다. 그 결과 거래분위기, 의존성, 거래기업 영향력, 경쟁기업 영향력, 조직크기, 하부구조, 최고경영자의 지원, 적합성, 교육훈련이 EDI의 외부확산에 영향을 미치는 것으로 조사되었으며, 내부 확산에 영향을 미치는 요인으로 거래기업 영향력, 경쟁기업 영향력, 조직크기, 하부구조, 최고경영자 지원, 최고경영자의 성향, 적합성, 상대적 이점, 교육훈련 등의 요인을 꼽았다.

최동오(2006)는 “전자무역의 활용도와 성과에 미치는 영향요인에 관한 연구”를 통해 국내의 무역업체를 대상으로 전자무역거래의 활용도와 관련하여 기업특성, 관련 조직간 특성, 그리고 정보화 특성 등 각 영향요인에 대한 상대적 중요성을 검증하고 활용도와 기업의 성과간의 관계를 실증 분석하였는데, 그 결과 기업의 규모, 최고경영자의 지원, 업무의 적합성은 전자무역의 활용도와 성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

최유섭(2008)은 “전자무역의 구현에 영향을 미치는 요인에 관한 실증적 연구-한국 전기, 전자, 정보통신산업을 중심으로”를 통해 정보화 교육훈련이 기업의 정성적 활용수준과 정량적 활용수준 모두에 유

의한 영향을 미치는 것으로 조사되었다.

최석범(2009)은 “동북아 지역 전자상거래 현황 분석을 통한 문제점과 해결방안”을 통해 중국 북경, 상해, 동북3성을 중심으로 중국의 전자상거래의 활용과 성과에 미치는 요인에 대해 실증분석을 하였다. 분석 결과 중국 동북 3성의 경우 거래비중, IT인프라, 조직구성원의 교육훈련 등의 요인이 전자상거래의 활용에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

## 2. 관계특성요인과 전자무역 활용수준

Morgan & Hurt(1995)는 기업 간 관계의 성과를 효과적인 협력의 구축으로 보고 신뢰와 관계몰입이 협력의 핵심요소라고 주장하였다.

진영배(2002)은 전자상거래에 있어서 거래의 관계특성, 즉 의사소통, 신뢰, 갈등, 그리고 몰입간의 관계를 알아보고, 이러한 관계특성이 조직적 성과에 어떠한 영향을 미치는가를 검증한 결과 거래상대방과의 의사소통이 원활하게 이루어질수록 거래상대방에 대한 신뢰와 EDI에의 몰입이 증가하는 것으로 나타났다, EDI에의 몰입수준이 높을수록 EDI에 의한 조직적 성과가 높아지는 것으로 나타났다고 하였다.

노영(2002)은 EDI의 활용에 미치는 영향을 관계특성요인(신뢰, 파워, 몰입, 지원, 협력), 관리특성요인(최고경영자의 지원, 교육수준, 변화적응 관리수준), 기술특성요인(IS성숙도)으로 구분하여 EDI의 활용수준 및 성과에 미치는 영향을 파악하고자 하였다. 연구결과 관계특성 요인들 중에서 신뢰, 지원, 파워는 EDI의 활용수준이나 성과에 강한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

박범수(2008)는 기업들은 수출경로에서 신뢰가 관계투자자와 정보교환과 같은 기업의 행동변화를 유발함으로써 기업의 재무적인 성과창출과 경쟁력 강화에 기여하게 됨을 확인하였으며, 기업이 원하는 성과개선과 관계지속을 도출해 내기 위해서 단기적인 이익에 급급해 거래관계에서 신뢰를 저하시키기 보다는 오히려 거래 파트너와 상호간의 신뢰 향상을 위해 노력해야 한다고 하였다.

## 3. 전자무역의 활용수준과 성과

그동안 국내외에서 EDI에 대한 활용수준 및 성과에 대한 문헌은 많이 축적되어 있는 반면 전체적인 무역프로세스를 포함하고 있는 중국내 전자무역의 활용수준 및 성과에 대한 문헌은 매우 적은 편이다. 따라서 본 연구에서는 특히 본 연구와 유사한 관점에서의 한국의 주요 논문을 바탕으로 전자무역 활용수준과 성과에 대한 이론적인 근거를 제시하고자 한다.

심상렬(1999)은 한국 수출기업의 인터넷 전자상거래 구현 및 성과에 관한 논문에서 인터넷 전자상거래 구현수준을 활용범위와 활용정도로 구분하여 측정하였다. 활용범위는 홈페이지, www 정보검색, 전자우편, 무역거래알선 사이트, 유즈넷, 인트라넷 등의 활용여부를 보았으며, 활용정도는 일평균 인터넷 이용시간 및 무역거래알선사이트로 측정하였다.

나도성(2000)은 한국무역업체의 사이버무역 구현 및 활성화에 관한 논문에서 사이버 무역의 구현수

준을 응답기업의 사이버 무역 활용도를 기준으로 선정하여 활용하였다. 구체적으로 무역의 단계별로 전자상거래 방식을 어느 정도 활용하고 있는 지를 측정하여 파악하고자 하였다. 거래경로에서는 활용은 해외홍보 및 마케팅 비중, 거래선 발굴 비중, 신용조회비중, 오퍼 및 협상비중, 거래계약 체결비중 등의 5가지로 나누고, 유통경로에서의 활용은 수출입 통관비중, 화물추적 비중, 선박입출항 비중, 생산/재고 관리비중 등의 4가지로 나누었으며, 서류경로에서의 활용은 EDI 서비스 활용비중으로 구분하였다.

임재욱(2002)은 한국무역기업의 인터넷 전자상거래 실행 및 성과에 관한 실증적 연구에서 인터넷 전자상거래의 활용주준은 활용성도에 대한 설명변수로 사용하였으며, 인터넷 도입 시기를 활용성도에 관한 설명변수로 추가하였다. 특히, 조직특성, 외부환경특성, 혁신특성에 대한 설명변수로 인터넷 전자상거래의 활용수준은 업무활용범위와 활용정도 두 가지 측면에서 측정되어 심상렬의 논문과 유사한 면을 지니고 있다.

한편 전자무역의 성과에 관한 연구와 관련하여 Emmilhaniz(1998)는 EDI의 효과를 단기적 효과와 장기적 효과로 구분하였다. 단기적 효과는 주로 비용의 감소측면에서 보았으며, 장기적인 효과는 거래업체와의 관계증진, 문제해결 및 고객서비스 증가, 내부 운영이 효율화로 보았다.

이재원(2001)은 EDI 성과를 전략적 성과와 운영적 성과로 나누어서 연구하였다. 그 논문에서는 운영적 성과는 정보품질, 거래비용, 현금흐름, 재고수준으로 구성하였으며, 전략적 성과로는 거래기업과의 관계, 운영 효율성, 고객서비스, 경쟁력 향상으로 구성하였다.

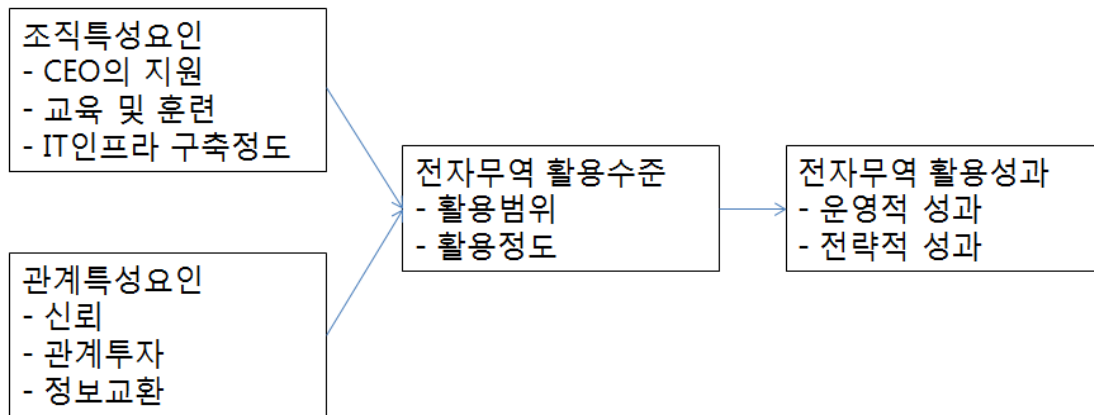
이와 마찬가지로 심상렬(1999), 나도성(2000), 임재욱(2002) 등은 기존의 EDI 관련문헌에서 거론된 성과 척도에 대한 문항들에 대한 요인분석을 토대로 거래비용 및 시간의 절감 등의 단기적으로 측정가능한 경제적 내지 운영상의 효과와 계량화가 어려우나 장기적으로 기대되는 전략적인 성과 등으로 구분하여 전자무역의 성과를 측정하였다. 본 연구에서도 성과측정항목에 대한 요인분석을 토대로 전자무역의 성과를 운영적 성과와 전략적 성과로 구분하여 전자무역 활용수준이 성과에 미치는 영향을 분석하였다.

### III. 연구모형 및 가설

#### 1. 연구모형

본 논문의 연구모형은 중국 중소수출기업을 대상으로 전자무역 활용수준과 성과요인을 분석하기 위하여 전자상거래 및 EDI와 관련된 선행연구를 토대로 개발하였다. 따라서 본 연구에서는 전자무역의 활용수준과 성과에 영향을 미치는 다양한 요인들을 크게 세 가지의 범주 환경특성 요인, 조직적 특성 요인, 관계특성요인으로 분류하여 연구하였다. 구체적인 연구모형은 [그림 3-1]과 같다.

[그림 1] 연구모형



## 2. 연구가설

### 1) 조직적 특성 요인

#### (1) 최고경영자의 지원

기업의 경영활동은 최고의 의사결정의 의지에 따라 결정되는 경우가 많다. 특히 새로운 혁신을 도입한다는 것은 조직의 저항을 유발할 수 있기 때문에 최고경영자의 의지가 더욱 요구된다고 할 수 있다. 또한 최고경영자의 지원은 변화와 혁신에 대한 장벽 및 저항을 극복하는데 있어서도 중요하다. 그러므로 최고경영자가 혁신적인 신기술을 도입하는 데 적극적인 자세를 보이고 있다면 전자무역이 자사의 경쟁력에 얼마나 영향을 미칠 수 있는 지에 대하여 많은 관심을 갖고 전자무역을 도입하여 기업성과를 향상시키려고 할 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 도출할 수 있다.

[H2-1] CEO의 지원은 전자무역 활용범위에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

[H2-2] CEO의 지원은 전자무역 활용정도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

#### (2) 교육 및 훈련

정보시스템과 관련하여 사용자에게 대한 교육훈련은 변화에 직면한 사용자의 거부감과 저항을 줄이는 하나의 중요한 요소이며, 이것이 결국 시스템의 구현성과 활용성과에 영향을 미치게 된다. Carter 외 (1998)의 연구에서는 교육과 훈련이 성공적인 EDI 시스템의 구현과 효율성에 영향을 준다는 사실을 지적하였으며 내부 사용자에게 대한 교육훈련이 체계적으로 이루어질수록 EDI 시스템의 구현의 성공가능성도 높다고 보았다. 따라서 다음과 같은 가설을 도출할 수 있다.

[H2-3] 교육 및 훈련은 전자무역 활용범위에 정(+)영향을 미칠 것이다.

[H2-4] 교육 및 훈련은 전자무역 활용정도에 정(+)영향을 미칠 것이다.

### (3) IT인프라 구축정도

한 기업의 정보시스템 부서가 잘 구축되어 있고 정보기술이 타사 수준에 비해 높으면 그 만큼 혁신적인 신기술 도입에 두려움이 적을 뿐만 아니라 보다 적극적인 자세로 수용할 수 있다. 즉, 기업의 정보기술이 성숙되어 있을수록 기업들의 전자무역 도입 채택확률은 높아질 것이며, 더 빨리 혁신을 받아들일 수 있을 것이다(김효근 · 이현정, 1997). 또한 업무를 수행하는데 있어서 적절한 수준의 하드웨어의 보유는 새로운 정보시스템의 채택에 긍정적인 영향을 미친다(Grover & Goslar, 1993). 따라서 다음과 같은 가설을 도출할 수 있다.

[H1-5] IT 인프라는 전자무역 활용범위에 정(+)영향을 미칠 것이다.

[H1-6] IT 인프라는 전자무역 활용정도에 정(+)영향을 미칠 것이다.

## 2) 관계특성요인

### (1) 신뢰

신뢰는 마케팅에서 구매자와 판매자간의 관계특성을 논할 때 가장 중요하게 다루어져 온 개념 중의 하나이다. 선행연구를 살펴보면 신뢰는 거래 관계에 있어서 “미래에 파트너에 의해 자신의 필요와 성과에 필요한 행위가 일어날 것이라는 믿음” 과 “자신이 확신을 가진 다른 파트너에 대한 의존하려는 의지”의 두 가지 측면에서 다루어져 왔다(Corsten and Kumar, 2005). 이러한 신뢰는 기업간 정보시스템의 활용과 성과에 주요한 선행요인의 하나로 인식되고 있으며, 이는 수출기업의 경우에도 마찬가지이다(박범수, 2008). 따라서 다음과 같은 가설을 도출할 수 있다.

[H2-1] 거래상대방에 대한 신뢰는 전자무역 활용범위에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

[H2-2] 거래상대방에 대한 신뢰는 전자무역 활용정도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

### (2) 관계투자

관계투자에 대한 정의는 다양하지만, 대부분의 연구들이 관계투자를 특정한 교환관계에서 특유하게 적용되는 투자라는 기본적인 관점에 대해서는 어느 정도 합의가 이루어져 있다. 관계투자는 거래 파트너로 하여금 서로의 관계밀접도를 더욱 강화하여 상호간의 투자 및 성과를 확대하고 장기적 관계를 형성하도록 하는 요인으로 인식되고 있다(박범수, 2008). 따라서 다음과 같은 가설을 도출하였다.

[H2-3] 관계투자는 전자무역 활용범위에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

[H2-4] 관계투자는 전자무역 활용정도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

### (3) 정보교환

일반적으로 정보교환은 기업 간 의미 있고 시기적절한 공식적, 비공식적 정보 공유 혹은 교환 파트너 간 공유되는 정보의 양과 빈도와 질로 정의된다(박범수, 2008). 정보교환은 정보를 교환할 파트너와

의 상호적 활동이다. 따라서 기업들은 정보교환의 과정을 통해 거래 파트너에게 유용한 정보를 제공하기도 하고, 예기치 않은 뜻밖의 귀중한 정보를 획득하기도 한다. 그리고 정보교환의 과정 속에서 기업들은 자신들이 처한 환경이나 요구사항의 변화를 거래 파트너에게 알게 함으로써 서로의 활동과 지원을 시기적절하게 조절할 수 있게 되어, 내부 프로세스는 물론 외부 시장 환경에 이르기까지 상대기업이 능동적으로 대처할 수 있게 하는 기반을 제공받게 된다. 따라서 다음과 같은 가설을 도출하였다.

[H2-5] 정보교환은 전자무역 활용범위에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

[H2-6] 정보교환은 전자무역 활용정도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

#### (4) 성과에 관한 가설

기존의 많은 실증연구는 정보기술의 활용수준에 의해 성과 차이가 나타나고 있음을 보여주고 있다. 본 연구에서는 선행연구를 바탕으로 무역거래 절차상의 전자적 방식의 활용에 따른 성과를 운영적 성과와 전략적 성과로 구분하고, 다음과 같은 가설을 도출하였다.

[H3-1] 전자무역의 활용범위는 운영적 성과에 정(+)영향을 미칠 것이다.

[H3-2] 전자무역의 활용정도는 운영적 성과에 정(+)영향을 미칠 것이다.

[H3-3] 전자무역의 활용범위는 전략적 성과에 정(+)영향을 미칠 것이다.

[H3-4] 전자무역의 활용정도는 전략적 성과에 정(+)영향을 미칠 것이다.

### 3. 변수의 작업정의

본 연구는 중국 중소기업을 대상으로 전자무역의 활용수준과 성과에 실증연구를 실시하기 위하여 환경특성요인, 조직특성요인, 관계특성요인 등 각 영향요인에 따른 활용성과를 중심으로 연구모형과 가설을 설정하였다. 선행연구의 결과를 토대로 전자무역의 활용과 성과에 영향을 미치는 요인을 검증하기 위하여 도입된 변수들을 정리하면 <표 1>과 같다.

<표 1> 연구변수의 작업정의

구 분		변수의 작업정의
조직 특성 요인	CEO의 지원	전자무역의 도입을 위한 CEO의 의지 전자무역을 활용하기 위한 최고경영자의 지원정도 전자무역 도입, 개발, 구현에 관련된 투자위험 수용정도
	교육 및 훈련	IT활용을 위한 교육훈련 정도 거래알선사이트를 통한 해외거래선 발굴 및 마케팅에 대한 교육훈련정도 서류경로에서의 EDI 사용에 대한 교육훈련정도
	IT인프라	정보시스템의 구축정도 전자무역 지원을 위한 전문적 조직의 구축정도 EDI 시스템을 지원하기 위한 H/W와 S/W 구축정도
관계 특성	신뢰	거래기업과의 신뢰성

요인	관계투자	거래기업의 설비, 자금, 시간 등의 투자, 상호배려
	정보교환	거래업체와 정보교환의 빈도, 연속성, 진실성
활용 수준	활용범위	거래업체가 전자무역을 통해서 정보수집, 마케팅, 오퍼 및 조회, 신용도, 대금결제, 물류운송 등 무역프로세스별 활용도
	활용정도	계약건수, 관련 무역 사이트를 일 이용시간
활용 성과	운영적 성과	탐색비용, 운영비용, 거래비용의 감소
	전략적 성과	경쟁력 강화, 고객서비스 향상, 수출확대로 기업성장

## IV. 실증분석결과

### 1. 자료수집 및 표본의 특성

본 연구에서는 전자무역을 활용하고 있는 다양한 산업 및 업종의 중국 중소수출기업들을 대상으로 설문조사를 실시하기 위해, 중국에 기반을 둔 대표적 전자무역 e-마켓플레이스에 등록된 700여개 중국 업체에게 이메일로 설문지를 보냈다. 설문지는 모두 온라인 방법으로 배포 및 회수되었다. 설문기간은 2011년 9월부터 2011년 10월까지 약 4주 동안이었다. 여러 차례의 확인메일을 통해 총 137부를 회수하였으나, 이 중에서 응답이 불성실한 21부를 제외하고 최종적으로 116부를 실증분석에 이용하였다. 본 연구에서는 실증분석을 위해 사회학과 조사방법에서 많이 사용하고 있는 통계패키지인 SPSS 15.0을 통해 분석하였다.

응답기업의 업종별 형태를 보면 농산물 및 음식품 7개(6.0%), 섬유 및 의류 9개(7.8%), 주물류 7개(6.0%), 스포츠 레저 6(개), 석유 및 화학제품 4개(3.4%), 일반기계 및 장비류 10개(8.6%), 미용 및 생활용품 8개(6.9%), 컴퓨터 통신 11개(9.5%), 목재 및 가구류 7개(6.0%), 신에너지 35개(30.2%), 기타가 12개(10.3%)를 차지하고 있다(<표 2> 참조).

〈표 2〉 응답기업의 세부 업종별 분류

구분	빈도	비중(%)
농산물, 음식품	7	6.0
섬유 및 의류	9	7.8
주물류	7	6.0
스포츠 레저	6	5.2
석유 및 화학제품	4	3.4
일반기계 장비류	10	8.6
미용 생활용품	8	6.9

컴퓨터, 통신	11	9.5
목재 및 가구류	7	6.0
신에너지	35	30.2
기타	12	10.3
합계	116	100.0

응답기업의 종업원 수를 보면 10명 이하의 기업의 17개(14.7%), 11-50명은 29개(25%), 51-100명은 32개(27.6%) 등으로 나타났다. 전년도 수출액이 50만불 미만인 기업은 4개(3.4%), 50만불 이상~100만불 미만인 기업은 14개(12.1%), 100만불 이상~500만불 미만 이하인 기업은 31개(26.7%), 500만 불이상~1천만 불 미만인 기업은 35개(30.2%), 1천만불 이상인 기업은 32개(27.6%)를 차지하고 있는 것으로 나타났다. 이러한 통계치는 중소기업 중에서도 상대적으로 일정규모에 달한 기업들이 전자무역의 활용에 많은 관심을 갖고 본 연구의 설문에 응답한 것으로 판단된다(<표 3> 참조).

〈표 3〉 종업원 수 및 전년도 수출액

종업원수			전년도 수출액		
구분	빈도	비중(%)	구분	빈도	비중(%)
10명 이하	17	14.7	50만불 미만	4	3.4
11-50명	29	25.0	50만불 이상~100만불 미만	14	12.1
51-100명	32	27.6	100만불 이상~500만불 미만	31	26.7
101-200명	29	25.0	500만불 이상~1천만불 미만	35	30.2
201-300명	9	7.8	1천만 불 이상	32	27.6
합계	116	100.0	합계	116	100.0

## 2. 신뢰성 및 타당성 분석

신뢰성이란 안정성, 일관성, 정확성, 의존가능성, 예측가능성으로 표현된다. 신뢰성이 높다는 것은 측정방법이 정확하며 믿을 수 있으며, 변수를 측정하는 항목 간에 일관성이 있어 측정값을 예측가능하다는 것이다. 본 연구에서는 내적 일관성에 의거하여 Cronbach's Alpha 값을 신뢰도 상관계수를 이용하여 설문문항에 대한 신뢰도를 분석하였다.

조직특성 요인은 CEO지원, 교육 및 훈련, IT 인프라의 성숙도 3가지 변수에 대한 신뢰성 분석하여 각각 세 문항으로 설문조사를 통하여 측정하였으며, 각 변수에 대한 신뢰성 분석결과 CEO지원의 Cronbach's Alapa 값이 0.748 , 교육 및 훈련 0.858, IT 인프라 0.733 이며, 모든 0.6보다 높아 일반적인 통계적 기준에 충족되었으며 일관성이 있는 것으로 판단된다.

관계특성 요인으로 분류된 신뢰, 관계투자, 정보교환 세 가지 변수에 대한 신뢰성 분석을 실시한 결과를 살펴보면 신뢰의 Cronbach's Alapa의 값이 0.867, 관계투자의 Cronbach's Alapa의 값이 0.777이며,

정보교환의 전체 Cronbach's Alpha의 값이 0.761로 모두 0.6이상이며 일반적인 통계적 기준에 충족되었으며 일관성이 있는 것으로 판단된다.

활용수준에 대한 신뢰성 분석을 실시한 결과 Cronbach's Alpha 값이 활용범위의 경우 0.717, 그리고 활용정도는 0.687로 나타나, 0.6보다 높아 신뢰성을 확보하고 있다. 그리고 활용성과에 대한 Cronbach's Alpha 값을 보면 운영적 성과가 0.737, 전략적 성과가 0.845로 각 문항이 모두 신뢰성을 확보하고 있다고 판단할 수 있다.

타당성은 연구자 측정하고자 하는 추상적인 개념이 실제로 측정도구에 의해 적절하게 측정되었는지를 나타내는 것으로, 측정된 문항을 이용한 분석에 앞에 내용타당성과 집중타당성, 판별타당성 등이 측정 가능한 분석방법을 통하여 검증되어야 한다. 본 연구에서는 이론적 개념과 부합하는 지를 평가하는 구성타당성을 검증하기 위한 일반적으로 많이 사용하는 요인분석(factor analysis) 기법을 사용하였다. 요인추출방법으로는 주성분분해법을 이용하였으며, 요인회전은 각 요인간의 독립성을 유지하고 추가분석에 요인점수를 이용하기 위해 직각회전(orthogonal rotation) 방식의 배리맥스 회전(varimax rotation)법을 사용하였다.

요인분석을 통해 요인적재량(factor loading)과 고유치(eigen value)를 살펴본 결과 대체로 이론적 배경에서 검토한 바와 같이 조직특성요인 3개 변수(CEO의 지원, 교육 및 훈련, IT인프라 구축정도), 관계특성 요인 3개 변수(신뢰, 관계투자, 정보교환), 전자무역 활용수준(활용범위, 활용정도), 수출성과(운영적 성과, 전략적 성과) 등의 요인으로 묶이는 것으로 나타났다. 따라서 각 요인별 요인점수를 회귀분석에 활용하였다.

### 3. 가설검증 결과

본 연구모형의 변수간의 관계에 관한 가설검증을 위해서 SPSS 15.0 프로그램을 사용하여 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석 방법은 종속변수의 변화를 독립변수들의 선형조합으로 설명하려는 분석기법이며, 독립변수가 종속변수에 미치는 영향력과 설명력의 정도를 규명하고자 할 때 사용된다.

#### (1) 조직적 요인 범주의 가설검증

CEO의 지원, 교육 및 훈련, IT인프라 성숙도가 전자무역 활용수준에 영향을 미칠 것인지를 검증하기 위해 거래기업의 압력, CEO의 지원, 교육 및 훈련, IT인프라 성숙도를 독립변수로 하고, 전자무역의 활용범위와 활용정도는 종속변수로 하는 가설이다. 이 가설은 회귀분석을 통해 검증하였으며, 분석을 하기 위해 최소제곱법에 의해 추정된 회귀계수와 회귀모형의 통계적 유의성을 검증하기 위해 분산분석의 F통계량을 이용하였다.

〈표 4〉 조직특성 요인 범주의 가설검증

종속 변수	독립변수	회귀계수	t-값	유의확률 F	$R^2$	검증결과
활용 범위	CEO 의 지원	0.280	2.190	0.037**	0.106	H1-1 채택
	교육 및 훈련	0.025	0.248	0.079		H1-3 기각
	IT 인프라 성숙도	0.121	1.358	0.177		H1-5 기각
활용 정도	CEO 의 지원	0.126	3.452	0.023**	0.309	H1-2 채택
	교육 및 훈련	0.313	2.063	0.043**		H1-4 채택
	IT 인프라 성숙도	0.197	1.665	0.509		H1-6 기각

주: \*\*\*1% 유의수준, \*\*5% 유의수준

[가설 2-1]은 CEO의 지원이 전자무역 활용범위에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 2.19이고, F값의 유의확률이 0.037로 0.05보다 작기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 따라서 [가설 1-1]은 채택되었다. [가설 1-2]는 CEO의 지원이 전자무역 활용정도에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 3.452, F값의 유의확률이 0.023로 0.05보다 작기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 따라서 [가설 1-2]는 채택되었다.

[가설 1-3]은 교육 및 훈련이 전자무역 활용범위에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설이다. 분석결과를 보면 T값이 0.248, F값의 유의확률이 0.079로 0.05보다 크기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 따라서 [가설 1-3]은 기각되었다. [가설 1-4]는 교육 및 훈련이 전자무역 활용정도에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 2.063, F값의 유의확률이 0.043로 0.05보다 작기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 따라서 [가설 1-4]는 채택되었다.

[가설 1-5]는 IT인프라 성숙도가 전자무역 활용범위에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 1.358이고, F값의 유의확률이 0.177로 0.05보다 크기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 따라서 [가설 1-5]는 기각되었다. [가설 1-6]은 IT인프라 성숙도가 전자무역 활용정도에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면, T값이 0.665, F값의 유의확률이 0.509로 0.05보다 크기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 따라서 [가설 1-6]은 기각되었다.

## (2) 관계특성 요인 범주의 가설검증

신뢰, 관계투자, 정보교환이 전자무역 활용수준에 영향을 미칠 것인지를 검증하기 위해 신뢰, 관계투자, 정보교환을 독립변수로 하고, 전자무역의 활용범위와 활용정도를 종속변수로 하는 회귀분석을 통해 검증하였다. 분석을 하기 위해 최소제곱법에 의해 추정된 회귀계수와 회귀모형의 통계적 유의성을 검증하기 위해 분산분석의 F통계량을 이용하였다.

〈표 5〉 관계특성 요인 범주의 가설검증

종속 변수	독립변수	회귀계수	t-값	유의확률 F	$R^2$	검증결과
활용 범위	신뢰	0.269	2.498	0.007**	0.310	H2-1 채택
	관계투자	0.094	1.008	0.316		H2-3 기각
	정보교환	0.346	3.570	0.001**		H2-5 채택
활용 정도	신뢰	0.273	2.823	0.004**	0.228	H2-2 채택
	관계투자	0.312	3.535	0.001**		H2-4 채택
	정보교환	0.159	1.807	0.073		H2-6 기각

주: \*\*\*1% 유의수준, \*\*5% 유의수준

[가설 2-1]은 신뢰는 전자무역 범위에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설이다. 분석결과를 보면 T값이 2.498이고, F값의 유의확률이 0.007로 0.05보다 작기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의한 것으로 나타나 [가설 2-1]은 채택되었다.

[가설 2-2]은 신뢰는 전자무역 정도에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 2.823로, F값의 유의확률이 0.004로 0.05보다 작기 때문에 통계적으로 유의하다는 것으로 나타났다. 따라서 [가설 2-2]는 채택되었다.

[가설 2-3]은 관계투자는 전자무역 범위에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 1.008, F값의 유의확률이 0.316로 0.05보다 크기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 따라서 [가설 2-3]은 기각되었다.

[가설 2-4]은 관계투자는 전자무역 정도에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 3.535이고, F값의 유의확률이 0.001로 0.05보다 작기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 따라서 [가설 2-4]는 채택되었다.

[가설 2-5]은 정보교환은 전자무역 범위에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 3.570, F값의 유의확률이 0.001로 0.05보다 작기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 따라서 [가설 2-5]는 채택되었다.

[가설 2-6]은 정보교환은 전자무역 정도에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 1.807, F값의 유의확률이 0.073로 0.05보다 크기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의하지 않다는 것으로 나타났다. 따라서 [가설 2-6]은 기각되었다.

### (3) 활용수준과 활용성과에 대한 가설검증 결과

활용수준은 활용성과에 영향을 미칠 것인지를 검증하기 위해 활용수준을 독립변수로 하고, 활용성과를 종속변수로 하는 회귀분석을 실시하였다. 분석을 하기 위해 최소제곱법에 의해 추정된 회귀계수와 함께 회귀모형의 통계적 유의성을 검증하기 위해 분산분석의 F통계량을 이용하였다.

〈표 6〉 활용수준과 활용성과 범주의 가설검증

종속 변수	독립변수	회귀계수	t-값	유의확률 F	$R^2$	검증결과
운영적 성과	활용범위	0.441	3.890	0.000***	0.365	H3-1 채택
	활용정도	0.358	2.570	0.002**		H3-3 채택
전략적 성과	활용범위	0.434	3.314	0.004**	0.326	H3-2 채택
	활용정도	0.349	2.300	0.025**		H3-4 채택

주: \*\*\*1% 유의수준, \*\*5% 유의수준

[가설 3-1]은 전자무역 활용범위는 전자무역 운영적 성과에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 3.890이고, F값의 유의확률이 0.000로 0.05보다 작기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 따라서 [가설 3-1]은 채택되었다.

[가설 3-2]는 전자무역 활용정도는 전자무역 운영적 성과에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 2.570이고, F값의 유의확률이 0.002로 0.05보다 작기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 따라서 [가설 3-2]는 채택되었다.

[가설 3-3]은 전자무역 활용범위는 전자무역 전략적 성과에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 3.314이고, F값의 유의확률이 0.004로 0.05보다 작기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 따라서 [가설 3-3]은 채택되었다.

[가설 3-4]는 전자무역 활용정도는 전자무역 전략적 성과에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설로서, 분석결과를 보면 T값이 2.300이고, F값의 유의확률이 0.025로 0.05보다 작기 때문에 회귀모형이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 따라서 [가설 3-4]는 채택되었다.

## V. 결론

### 1. 연구결과의 요약 및 시사점

본 연구는 중국 중소기업을 대상으로 전자무역의 활용도와 활용성과를 살펴보고, 특히 전자무역을 활용함에 있어서 영향을 미치는 요인을 파악하고자 하였다. 이러한 연구 목적을 달성하기 위해 선행연구를 토대로 연구모형을 개발하고 연구가설을 설정하였으며, 설문조사를 통해 실증분석을 실시하였다. 연구가설의 실증분석 결과를 정리하면 <표 7>과 같다.

〈표 7〉 가설검증 결과요약

가설	내용결과	결과
H1-1 H1-2	CEO의 지원은 전자무역 활용범위에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. CEO의 지원은 전자무역 활용정도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.	채택 채택
H1-3 H1-4	교육 및 훈련은 전자무역 활용범위에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. 교육 및 훈련은 전자무역 활용정도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.	기각 채택
H1-5 H1-6	IT인프라 구축정도는 전자무역 활용범위에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. IT인프라 구축정도는 전자무역 활용정도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.	기각 기각
H2-1 H2-2	거래상대방에 대한 신뢰는 전자무역 활용범위에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. 거래상대방에 대한 신뢰는 전자무역 활용정도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.	채택 채택
H2-3 H2-4	관계투자는 전자무역 활용범위에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. 관계투자는 전자무역 활용정도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.	기각 채택
H2-5 H2-6	정보교환이 많을수록 전자무역 활용범위에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. 정보교환이 많을수록 전자무역 활용정도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.	채택 기각
H3-1 H3-2 H3-3 H3-4	전자무역의 활용범위는 운영적 성과에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. 전자무역의 활용정도는 운영적 성과에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. 전자무역의 활용범위는 전략적 성과에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. 전자무역의 활용정도는 전략적 성과에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.	채택 채택 채택 채택

첫째, 조직특성요인 중에서 CEO의 지원은 전자무역의 활용수준에 정(+) 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 최고경영자가 혁신적인 신기술을 도입하여 적극적인 자세를 보이고 있다면 전자무역의 자사의 경쟁력에 많은 영향을 미치는 것을 판단할 수 있다. 전자무역 활용수준에 중요한 결정요인임을 알 수 있다. 교육 및 훈련은 전자무역의 활용정도에는 정(+) 영향을 미치는 것으로 나타났다. 전자무역의 활용정도에 있어서 사용자들이 얼마만큼을 잘하고 있는지 교육 및 훈련강도에 달려있다. 대기업뿐만 아니라 중소기업들의 전자무역 도입 및 확산을 유도하기 위해서는 정부·무역협회와 같은 무역유관기관을 중심으로 수출기업의 최고경영자를 대상으로 적극적인 홍보와 교육훈련을 실시하는 것이 효과적이라고 할 수 있다. 교육 및 훈련은 전자무역의 활용정도에 중요한 결정요인임을 알 수 있다. 그러나 IT인프라 구축정도는 전자무역의 활용수준에 정(+) 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 설문조사 실증분석의 결과에 따르면 아직은 중국에 있는 중소기업들의 기업의 정보시스템 성숙도가 전반적으로 낮으며 업무를 수행하는데 있어서 적절한 수준의 하드웨어를 보유하지 않는 것을 판단할 수 있다. 따라서 전자무역의 활용수준의 영향을 미치지 못한다는 것을 의미한다.

둘째, 관계특성 요인 중에서는 거래상대방에 대한 신뢰가 증가할수록 전자무역 활용수준에 유의한 영향을 미친다는 결과는 선행연구의 결과와 대체로 일치하는 것으로 나타났다. 따라서 거래기업에 대한 의존하려는 의지가 높을수록 정보수집, 마케팅, 오퍼 및 조회, 대금결제, 물류운송 등 단계에서 활용도가 높으며, 전자무역의 활용수준에 중요한 결정요인임을 알 수 있다. 관계투자의 측면에서 거래상대방이 품질개선에 요구되는 생산설비, 자금이나 시간을 많이 투자할수록 전자무역 활용정도에 중요한

결정요인임을 알 수 있다. 정보교환은 거래기업 간에 정보교환이 보다 적극적으로 이루어질 수록 정보 수집, 마케팅, 오피 및 조회, 신용도 조회, 대금결제, 물류운송 등 단계에서 활용도도 높아질 것이다.

셋째, 전자무역의 활용수준은 활용성과에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 전자무역을 통해 정보수집, 마케팅, 온라인 협상 및 계약체결, 통관, 대금결제, 물류운송 등의 무역의 제단계에서 전자무역을 활발하게 이용하게 되면 인건비, 물류비, 업무시간 단축, 계약체결비용 감소, 광고비 절감, 수출액 증가 등의 운영적 성과의 개선이 나타나며, 전자무역 관련 사이트를 통해서 많은 바이어를 발굴하고 계약을 성사시키며, 전자무역의 관련 사이트를 방문 시간을 늘리게 되면 제품홍보에 있어서 많은 효과를 거두는 등 전략적 성과에도 정의 영향을 미칠 수 있음을 알 수 있다.

본 연구는 전자무역은 물론 전자상거래 및 EDI 등과 관련된 선행연구를 통해 중국 중소기업의 전자무역 활용수준 및 성과에 미치는 결정요인을 규명하였다. 본 연구의 실증분석 결과를 바탕으로 다음과 같은 시사점을 제시할 수 있다.

첫째, 중국 중소기업의 전자무역의 활용수준 및 성과는 아직까지 전반적으로 낮은 것으로 분석되었다. 특히 중소기업들의 계약 이후의 단계에서 상대적으로 활용수준이 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 중소기업들은 계약 이후의 무역프로세스 효율화를 추구하는 무역자동화시스템의 서비스 이용률이 대기업에 비해 낮은데, 이 부문에 대한 투자나 지원을 늘려야 중소기업으로 하여금 무역업무 효율성을 증대시킬 수 있다는 것을 의미한다.

둘째, 조직특성 요인 중에서 최고경영자의 지원, 교육 및 훈련 전자무역의 활용수준 및 성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이것은 기업의 입장에서 최고경영자는 전자무역 사용에 대한 절대적인 영향력을 미칠 수 있고, 전자무역 도입에 따른 불확실성에 대하여 분명한 대책을 지원할 수 있기 때문이다. 또한 교육 및 훈련에 대해 적극적일수록, 수출비중이 높을수록 전자무역의 성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 중소기업들의 전자무역의 도입 및 확산을 유도하기 위해서는 수출기업의 최고경영자를 대상으로 적극적으로 홍보하는 한편 체계적인 교육훈련을 실시하는 것이 효과적이라고 할 수 있다.

넷째, 관계특성 요인 중에서 신뢰는 전자무역의 활용수준 및 성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 선행연구와 일치하는 결과를 나타났다. 또한 관계투자는 해외 거래기업은 제품품질을 개선요구에 따라서 생산설비를 많이 투자하고 품질관리에 있어서 많은 인건비와 시간을 투입할수록 전자무역의 활용수준 및 성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 관계특성에 관한 가설검증 결과는 대체로 신뢰와 관계투자, 그리고 거래업체와의 정보교환 빈도가 높을수록 전자무역 활용 수준과 성과에 유의한 영향을 미친다는 것을 알려주고 있다.

## 2. 연구의 한계점 및 향후 연구방향

본 연구는 대부분 전자무역 초기에 있는 중국의 중소수출기업을 대상으로 한 실증연구로서 다음과 같은 몇 가지 한계점을 지니고 있다.

첫째, 표본 설정 및 자료 수집상의 문제이다. 본 연구의 표본기업들은 대부분 체계적인 표본추출법에 의해 선정되기 보다는 알리바바([www.alibaba.com](http://www.alibaba.com))에 등록된 중국업체를 중심으로 선정되어 중국 전체 중소수출업체들의 전자무역 활용수준과 활용성과를 정확히 대변하고 있다고 보기는 무리가 있으며, 따라서 실제보다는 다소 편향되거나 과장된 결과가 도출되었을 수도 있다.

둘째, 본 연구는 현재 중국의 전자무역을 수행하는 중소기업들의 실정을 반영할 수 있는 적절한 변수나 객관적 계량화가 가능한 척도를 개발하지 못하고 선행연구에서 사용했던 변수들을 대부분 그대로 원용하였다.

셋째, 해외시장 진출에 있어서 전자무역의 활용은 기업마다 도입 시기나, 해외진출 역사에 따라서 성과가 달라질 수 있으나 본 연구에서는 도입 시기에 따른 성과측정이 반영되지 못하였다. 또한 진출 시장이나 특정에 따라서 성과에 영향을 미치는 요소가 달라질 수도 있는데, 이에 대한 분석까지는 연구 내용에 포함하지 못하고 있다.

이상과 같은 본 연구의 한계점을 극복하고 보다 학문적으로 기여도가 있는 연구를 위해서는 앞으로는 다음과 같은 연구가 진행할 필요가 있다.

첫째, 체계적인 표본추출법에 의거하여 전자무역의 발전수준이 다양한 보다 많은 중국의 중소수출업체들의 표본들을 대상으로 한 실증연구가 필요하다. 이 경우 구조방정식 모형이나 경로분석 등 다양한 분석기법을 적용하여 변수들간의 관계를 규명할 수 있다.

둘째, 전자무역 수준 및 성과에 영향을 미치는 요인들은 전자무역의 발전단계에 따라 빠른 속도로 변화되고 있다. 따라서 기존 연구들에서 다루어진 연구변수들 외에 전자무역 발전수준에 맞추어 새로운 특성변수들을 개발하는 것이 바람직할 것이다.

## 참고문헌

### [중국문헌]

- 陳志浩, 中國企業電子商務經營戰略的探析, 中國電子商務出版社, 2006.
- 吳妮娜, 中國電子貿易發展方案研究, 2008.
- 張驛, 電子商務, 鐵道出版社, 2005, P.29
- 王汝林, 中國電子商務法狀況研究報告, 中國商務部, 2005
- 田苗, 「淺析我國電子商務法立法現狀存在的問題及對策建議」, 學術研究, 2006.3.
- 熊曉元, 「電子商務環境下的國際貿易方式創新」, 北京電子貿易出版社, 2006.
- CNNIC, 2005年中國城市電子商務成熟度研究, 2006.2
- CNNIC, 第28次中國互聯網發展狀況統計報告, 2011.7
- iResearch CN, 2011年2Q中國B2B電子商務研究報告, 2011.7

### [한국문헌]

- 김동환, “전자무역의 전략적 성과에 관한 실증연구”, 전주대학교 대학원 박사학위 논문, 2003. 2.
- 김승철, “한국 수출기업의 전자무역 활용수준과 성과에 관한 연구”, 중앙대학교 대학원 박사학위논문, 2003, 12.
- 김영래, 「전자무역의 이해와 전개」, 브레인코리아, 2002. 12.
- 김효근·이현정, “한국 기업의 EDI 채택 요인에 관한 연구”, 「한국경영과학회지」, 제22권 제1호, 1997, pp.159-187.
- 나도성, “한국무역업체의 사이버무역 구현 및 활성화에 관한 연구”, 조선대학교 대학원박사 학위논문, 2000. 10.
- 노영, “EDI 활용수준 및 성과에 영향을 미치는 요인에 관한 연구”, 한국외국어대학교 박사학위논문, 2002. 2.
- 문희철, 「전자무역의 이론과 실무」, 궁미디어, 2009.
- 문희철·심상렬·손완수, “우리나라 무역업체의 EDI 도입 및 구현에 관한 실증적 연구”, 「무역학회지」, 제20권, 제2호, 1995.
- 문희철·정비, “중국 중소기업들의 e-마켓플레이스 활용 결정요인에 관한 연구”, 「전자무역연구」, 제7권 제3호, 2009. 8, pp.1-24.
- 박범수, “수출기업과 해외 수입기업간 거래에서 신뢰-관계행동-기업성과에 관한 실증연구”, 고려대학교 대학원 무역학과 박사학위논문, 2008. 8.

- 심상렬, “한국 수출기업의 인터넷 전자상거래 구현 및 성과에 관한 연구”, 한양대학교 대학원 박사학위 논문, 1999, 12.
- 이재원, “기업간 전자상거래 전략수립을 위한 EDI 확산 및 성과의 결정요인에 관한 실증 연구”, 한국의 국어대학교 박사학위논문, 2001. 2.
- 이현식, “우리나라 EDI 채택 기업의 국제전략경영 성과에 관한 연구”, 한국외국어대학교 대학원 박사학위논문, 1997. 2.
- 임재욱, “한국 무역기업의 인터넷 전자상거래 실행 및 성과에 관한 실증적 연구”, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 2002. 12.
- 진영배, “거래의 관계특성이 기업간 전자상거래 성과에 미치는 영향에 관한 연구” 『한국OA학회논문지』, 제5권 제4호, 2000. 12, pp.28-40.
- 최동오, “전자무역의 활용도와 성과에 미치는 영향요인에 관한 연구”, 『산업경영연구』, 제28권 제5호, 한국무역학회, 2006, pp.681-699.
- 최석범, “중국의 주요권역별 전자상거래의 활용과 성과에 미치는 요인에 관한 실증분석 - 북경, 상해, 동북3성을 중심으로”, 『무역학회지』, 제34권 제3호, 한국무역학회, 2009. 6, pp.1-32.
- 최석범 · 최혁준, “동북아 지역 주요국에 있어서 전자무역 활용수준과 성과에 관한 실증분석”, 『무역학회지』, 제33권 제2호, 2008. 4, pp.211-242.
- 최유섭, “전자무역의 구현에 영향을 미치는 요인에 관한 실증적 연구 - 한국 전기. 전자. 정보통신산업을 중심으로”, 중앙대학교 대학원 박사학위논문, 2008. 2.

## [외국문헌]

- Adams, A.D., “Perceived Usefulness, Ease of Use, and Usage of Information Technology : A Replication”, *MIS Quarterly*, Vol.16, No.2, 1992. pp.227-247.
- Bakos, J. Y., “Information links and Electronic Marketplace : The role of international information system in vertical markets,” *Journal of MIS*, Vol.8, No.2, Fall 1991.
- Barrett S. Konsyn B. I., “Inter-organization Information Sharing System”, *MIS Quarterly*, Vol.16, 1982.
- Bouchard, L., “Desicion Criteria in the Adoption of EDI”, *Proceeding of the fourteenth International Conference on Information System*, 1993.
- Calvert, C. Bently, O.J. Connor, O.M., “Small Business and the Internet”, *Proceeding of Small Enterprise Association of Australia and New Zealand*, Coffs Harnour. 1997.
- Carter, J.R. Clauson, K.S. Monczka, R. M. and Zlinski, T. P., “Education and Training for Successful EDI Implementation”, *EDI Forum*, 1998.
- Charalambos, L. Iacovou · Izak Benbasat · A.S. Dexter, “Electronic Data Interchange and Small Organization : Adoption and Impact of Technology”, *MIS Quarterly*, December 1995.

- Chwelos, P. Benbaset, I. Dexter, S. A., " Research Report: Empirical Test of an EDI Adoption Model", *Information System Research*, Vol.12, No.3, 2001, pp.304-321.
- Cooper, B. R. and Zmud, W. R., "Information Technology Implementation Research: A Technology Diffusion Approach", *Management Science*, Vol.36, No.2, 1990, pp.123-139.
- Corsten, D. and N. Kumar, "Do Suppliers Benefit from Collaborative Relationships with Large Retailers? An Empirical Investigation of Efficient Consumer Response Adoption", *Journal of Marketing*, Vol.69, July 2005, pp.80-94
- Crook, C. W and Kumar, L. R., "Electronic Data Interchange : A multi-industry investigation using grounded theory", *Information & Management*, Vol.34, No.2, 1998.
- Crum, M. R., "An Assesment of Motor Carrier Adoption, Use, and Satisfaction with ED", *Transportation Journal*, Vol.35, No.4, 1996.
- Damanpour, F., "Organizational Innovation: A meta-analysis of effect of determinants and moderators," *Academy of Management Journal*, Vol.34, No.3, September 1991, p.556.
- Daniel, E, Wilson and Myers A., "Adoption of E-Commerce by EMEs in the UK", *International Small Business Journal*, Vol.20, No.3, 2002.
- Dearing, B., "The Strategic of EDI," *The Journal of Business Strategy*, Jan-Feb 1990.
- Grover, "An Empirically Derived Model for the Adoption of Customer-based inter-organizational System", *Decision Science*, MAY/JUN 1993, Vol.24, No.3, pp.603-640
- Grover, V. And Goslar, M.D., "The Initiation, Adoption, and Implementation of Telecommunication Technologies in U. S. organization", *Journal of Management Information System*, Vol.19, No.1, Summer 1993.
- Hill, R., "Electronic Commerce, the World Wide Web, Minitel and EDI", *The Information Society, Special Issue : Theory and Practice of Electronic Commerce*, January-March 1997.
- Jarvenpaa, L.S. and Todd, A.P., "Consumer Reactions to Electronic Shopping on the World Wide Web", *International Journal of Electronic Commerce*, Winter 1997.
- Kettinger, J.W. and Hackbarth, G., "Selling in the Era of the Net : integration of Electronic Commerce in Small Firms", *Proceeding of the Thirteenth International Conference on Information System*, Atlamnta, 1997.
- Korchak, R and Rodman, R., "E-Business Adoption among US Small Manufacturers and the Role of manufacturing Extension", *Economic Development Review*, Winter 2001.
- McGowan, M. K., "The extent of electronic data interchange implementation : An innovation diffusion theory perspective", Ph.D. Dissertation, Kent State University, 1998.
- Premkumar, G. and Ramamurthy, K., "The Role of Interorganizational and Organizational Factors on the Division Mode for Adoption of Interorganizational System", *Decision Sciences*, Vol.26, No.3, 1995.

Rogers, E., *Diffusion of Innovation*(5th Edition), 2003, Free Press, New York.

Sohn, C. and Wang T., "Factor which Facilitate a Firm to Adopt the internet market," *Proceeding of AIS*, 1998, pp.27-42.

Swatman, M.P. and Swatman, A.P., "Integrating EDI into the Organization's System A model of the Stages of Integration", *International Conference for Information System*. 1992.

Williams, L.R., "A Study of Interorganizational EDI Adoption, Ph.D. Dissertation", The Ohio State University, 1992.

Wilson, Daniel E. and Myers, A., "Adoption of E-Commerce by EMSs in the UK", *International Small Business Journal*, Vol.20, No.3, 2002.

# 제주 삼다수의 베트남 시장 진출에 관한 연구

강동대학교  
전 형 구

## 목 차

- I. 서론
  - 1. 연구의 배경 및 목적
  - 2. 연구의 방법 및 구성
- II. 제주특별자치도개발공사
  - 1. 설립근거 및 주요사업
  - 2. 연역 및 경영목표
  - 3. 사업성과 및 주요 사업추진 실적
- III. 베트남 시장의 이해
  - 1. 베트남 시장의 일반 현황
  - 2. 대 베트남 교역현황
  - 3. 주요 수출입 현황
  - 4. 베트남의 생수시장 동향
- IV. 제주삼다수의 베트남시장 진출
  - 1. 생수시장의 현황 및 특성
  - 2. 제주 삼다수의 특성
  - 3. 진출 타당성 조사
  - 4. 진출 가능성 분석
  - 5. 진출 전략
- V. 결론
- 참고문헌

## I. 서론

### 1. 연구의 배경 및 목적

#### ◇ 연구의 배경

- 최근 국내 생수시장은 황금알을 낳는 시장으로 통함.
- 원가가 저렴하고 1인당 생수 소비량이 꾸준히 증가 추세임.
- 브랜드 인지도와 시장점유율을 높이면 쉽게 수익을 창출할 수 있는 구조임.
- 2007년 3900억원이었던 생수 시장은 2009년 4500억원, 2010년은 5000억원, 2011년은 5500억원, 그리고 작년은 6000억원 규모로 매년 10% 정도 급성장하고 있음.

- 정부가 물산업 육성을 위해 2015년까지 국내 먹는 샘물을 프랑스 '에비앙'처럼 세계적 생수 브랜드로 육성한다는 계획.
- 국내 생수산업의 해외진출을 돕기 위해 수질개선 부담금인하, 마케팅 지원, 국제 수준의 품질평가 시스템 도입 등 각종 지원대책 마련.
- 물 수입국에서 물 수출국으로 전환
- 2008년 2월부터 "해양심층수의 개발 및 관리에 관한 법률"이 시행되면서 '해양심층수'라는 프리미엄 생수가 시판되었으며, '웰빙'과 '로하스(LOHAS)' 바람을 타고 해외 기능성 생수의 수입도 매년 20~30% 고속 성장 추세임.
- 2008년 10월부터는 서민들의 수도물 해결책의 하나로 각 지자체에서 생산하는 페트병 수도물이 저렴한 가격으로 판매됨.

#### ◇ 연구의 목적

- 국내 생수 시장의 과열화에 따른 돌파구 마련이 필요함.
- 1998년 처음 선보인 제주 삼다수의 국내 시장 점유율 제고의 한계성.
- 프리미엄급 생수 시장의 성장 가능성
- 먹는 샘물(생수)산업을 수출전략산업으로 육성시킬 필요성 제기
- 먹는 샘물(생수) 브랜드의 세계화 추진
- 생수의 해외 진출확대를 위한 제도 및 정책적 지원 방안 모색
- 새로운 성장 거점으로 부상하고 있는 베트남 시장의 선점 기회 포착

## II. 제주특별자치도개발공사

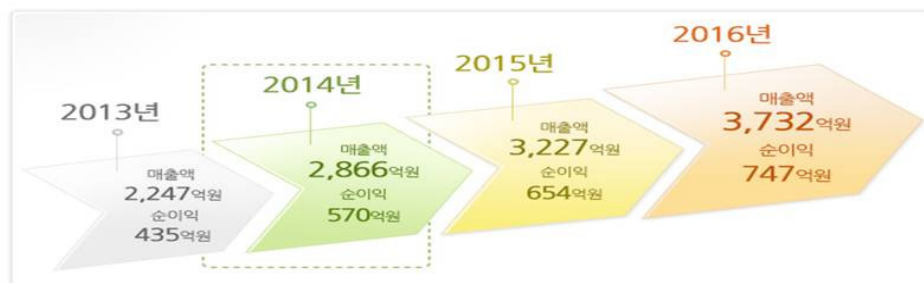
- 제주특별자치도개발공사는 도민의 복지증진을 위한 각종 사업들을 효율적으로 추진하기 위하여 1995년 제주특별자치도가 출자한 지방공기업임.
- 1998년 시판 이후 국내 시장에서 부동의 1위를 차지해 온 '제주삼다수'는 미국, 중국, 일본 등 해외 시장으로 그 영역을 확대하며 제주특별자치도 수출 1조원 시대의 꿈을 만들어 가는 데 중추적 역할을 하고 있음.

- ◇ 설립근거
  - 지방공기업법 제46조 및 동법시행령 제44조
  - 제주특별자치도개발공사 설치조례 제34조(업무상황의 공표 등)
- ◇ 주요사업
  - 먹는샘물사업
  - 음료사업
  - 건설사업
  - 호텔사업
  - 기타 사업(광역경제권 5+2)
- ◇ 먹는 샘물사업
  - △ 사업목적
    - 청정지하수의 난개발 방지를 통한 제주의 청정자원 보존
    - 청정하고 풍부한 수자원을 활용한 가치창출
  - △ 시설현황

공장부지	수량	규모	비고
공장부지	-	79,407m <sup>2</sup>	
건축물	5동	25,301.95m <sup>2</sup>	공장동, 사무동, 경비동, 창고, 물 연구센터
취수공	3공	63,000톤(월) (취수 허가량)	1,2,3공 : 각 21,100톤/월(2,100톤/일) 심도 : 420m/공
관측공	6공		
정수시설	1식	120m <sup>3</sup> /시간	

## 2. 연역 및 경영목표

- ◇ 연역
  - 1994.12 : 공사설립인가 및 정관승인 (내무부장관)
  - 1996.12 : 먹는샘물공장 착공
  - 1998.01 : "제주삼다수"공장 준공
  - 1998.02 : "제주삼다수" 제품 생산 개시('98.03.05 시판)
  - 2008.08 : 삼다수 70만톤 생산체제 구축완료
  - 2012.12 : 제주삼다수 유통체계 개편(농심 → 광동제약)
- ◇ 경영목표
  - 연도별 경영목표



## - 경영방침



## 3. 사업성과 및 주요 사업추진 실적

### ◇ 사업성과

(단위 : 백만원)

구 분	2008	2009	2010	2011	2012
영업수익	89,056	120,701	133,620	161,691	165,949
영업비용	69,992	87,734	104,074	121,633	115,595
영업이익	19,064	32,967	29,546	40,058	50,354
영업외수익	1,427	711	2,168	2,143	3,957
영업외비용	1,110	1,537	5,294	3,836	2,506
경상이익	19,381	32,141	26,420	38,365	51,805
법인세차감 전이익	19,381	32,141	26,420	38,365	51,805
법인세 등	4,521	6,675	5,877	8,506	10,909
당기순이익	14,860	25,466	20,543	29,859	40,896

◇ 주요 사업추진 실적(2012년도)

- △ 먹는 샘물 사업
  - 생산설비(L4) 추가도입
  - 국내 유통구조 개선 추진(‘제주삼다수’ 유통 최적화 방안 연구용역(2011. 11월) 결과 반영)
    - 대형할인점 등은 공사가 직접유통
    - 일반 도·소매는 유통 전문업체 선정·운영
  - 제주도 1차상품 연계판매 및 수익구조 개선 도모
  - 제주삼다수 유통체계 개선
    - 신규 유통사업자 선정에 따른 3개 권역별 유통사업 조기 정착
    - 제품상태 점검을 위한 유통거점 현장 실사 시행 (3월, 6월, 9월)
    - 유통서비스 성과관리지표(KPI) 개발 및 평가시행 (매월)
    - 분기별 성과관리지표(KPI) 종합 평가 및 제안이행계획 추진상황 점검
  - 신규 브랜드 한라수 개발 : 프리미엄급
  - “제주삼다수(제주워터)” 수출
    - 수출용 제품에 국가우수브랜드 시범사업자 선정 및 시범사업 실시 (1년간)
    - 수출용 제품에 국가우수브랜드 로고 부착 : 태국, 필리핀, 사이판, 일본, 중국
  - 먹는샘물 수출판매 시범사업자 선정 및 관리
    - “제주삼다수” 중국지역 및 기타지역 수출판매 시범사업자 운영 및 관리
    - “제주삼다수” 기타지역 수출판매 시범사업자 운영 및 관리
  - 신규시장 개척을 위한 해외 수출상당회 및 전시회 참가
    - 동경푸덱스박람회 참가 (3월)
    - 두바이 국제 식품음료 전시회 참가 (12월)
  - 수출시장 개척을 위한 상표권 관리
    - 신규브랜드 한라수 상표 및 용기디자인 해외 27개국 출원 진행 (4월)
    - 일본 삼다수 상표권 등록 (4월): 일본 CTI가 선정한 삼다수 상표권 취소심판 승소에 따른 후속조치
    - 타인이 선정한 중국 삼다수 상표권 양수계약 체결 (6월)
- △ 삼다수 제2취수원 개발
- ‘2012 水 페스티벌’ 개최
- 제주화산암반수 수질차별화 연구

## Ⅲ. 베트남 시장의 이해

### 1. 베트남의 일반 현황

- 국 명 : 베트남 사회주의 공화국
- 기 후 : 북부(아열대), 남부(열대 모순)
- 면 적 : 약 33만Km<sup>2</sup>(남한의 약 3배)
  - \* 남북으로 긴 나라(2개의 HUB)
- 인 구 : 약 8,400만 명
- 행정구역 : 5개시 59개성
  - \* 하노이, 호찌민, 하이퐁, 다낭, 켄터
- 민 족 : 킨족(89%), 기타(53종족)
- 중 교 : 불교(80%), 카톨릭(7.5%), 기타
- 시 차 : 한국보다 2시간 늦음(GMT + 7)



## 2. 대 베트남 교역현황

- 1992년 한-베트남 수교 당시 약 5억 달러에 불과하던 교역규모가 100억 달러 달성을 돌파할 전망이다.
- 2008년 상반기 양국 간 교역규모가 전년대비 70.5% 증가한 55억 4천만 달러를 기록하여 연간 교역규모가 100억 달러를 돌파할 것으로 예상된다.
- 신흥 유망시장으로 부상하는 베트남의 교역파트너로 전략적 중요성이 매우 커지는 상황임.

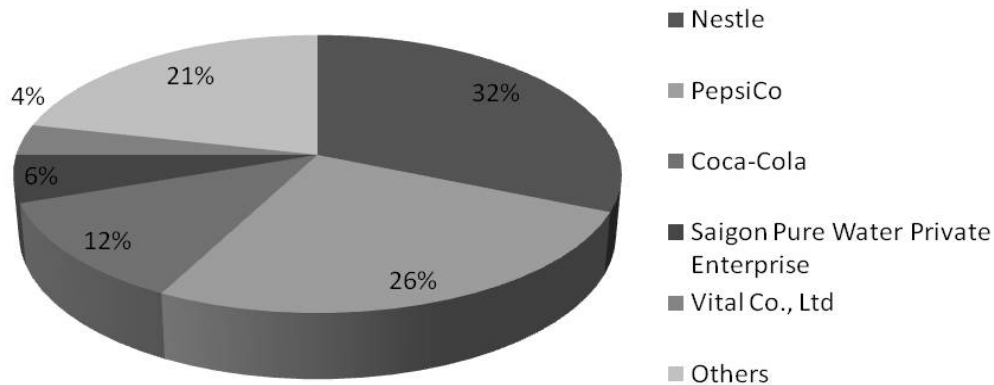
## 3. 주요 수출입현황

- 2008년 상반기 대 베트남 주요 수출품목을 살펴보면 석유제품이 최대 품목으로 13억 6천만 달러(131.9%), 자동차 3억 8천만 달러(279%), 편직물 2억 7천만 달러(47.6%), 철강판 2억 5천만 달러(195.2%), 합성수지 2억 4천만 달러(78.4%), 섬유 및 화학기계 1억 2천만 달러(55.3%), 자동차 부품 8천만 달러(130.7%)를 각각 수출함.
- 대 베트남 수출증가세를 살펴보면 베트남 산업발전에 따른 석유소비 확대로 석유제품 수출이 크게 증가하였으며, 최근 경제발전에 따른 소득증가 증가하고 있음.
- 또한 한국 투자기업의 대규모 프로젝트 추진에 따른 철강판, 금속공장기계, 선박해양구조물, 건설기계 등 원부자재 도입이 크게 증가한 것은 물론 섬유관련 기업 진출 확대로 관련 합성수지, 편직물, 섬유 및 화학기계의 수요 또한 크게 증가하고 있는 것으로 분석됨.

## 4. 베트남의 생수시장 동향

- ◇ DATAMONITOR에 따르면, 2009년 베트남 소비자는 약 28,100동의 생수 구매를 하는 것으로 나타남.
  - 생수 부분으로 1인당 소비는 10,200동이며, 2009년 성장률은 2008년 3.9%에 비해 4.8%로 증가됨.
  - 2014년 베트남 생수시장 총 매출금액은 2억7900만 달러로 추정되며, 2009~2014년까지 연평균 6% 성장률을 보일 것으로 전망됨.
  - 총 생산량은 3억700만 리터로 예상.
- ◇ 베트남 보건부에 따르면, 베트남 전국에 약 1000여 개의 생수 브랜드가 베트남 시장에 유통됨.
  - 대, 소규모 국내 제조사에서 간단한 공정을 제품을 생산하며, 연간 약 100~1000 리터의 생산량을 보임.
- ◇ 현재 Lavie(Nestle사), Aquafina(Pepsi Co), Daso(Coca Cola), Vital, Vinh Hao, Sapuwa, Laska 국내외 브랜드들이 베트남 생수 시장을 리드함.
  - 이들 업체에서는 지하수를 고급 기술로 정수를 하여, 제조 공급함.
- ◇ Nielsen에 따르면, 2009년 Lavie 브랜드는 약 31% 시장 점유율을 보였고, Aquafina는 30% 점유율을 차지하고 있음.
  - 2009년 총 판매량은 Lavie, Aquafina, Vinh Hao와 Joy 등 4개 브랜드에서 80% 점유율을 보이며, 베트남 생수시장을 주도함.

### 베트남 생수 시장점유율



#### ◇ 베트남 생수 시장 유통 추세

△ 베트남 생수 시장에서 제조사의 직,간접적인 유통망을 통해 제품을유통함.

- 간접적인 방법으로 작은 생수병 규격 330ml, 500ml, 1500ml, 5000ml 등의 용량을 대리점 및 에이전트를 통해 시장에 유통함.
- 이외 18.9리터/20리터의 대용량 생수를 가정집 및 사무실로 공급하는 자체적인 유통망을 확보함.
- Lavie의 경우 직,간접적인 2가지의 방법을 통해 베트남 시장에제품을 유통.

△ 베트남 음료 시장에서는 세계적으로 유명한 탄산음료 제조사인 Pepsico, Coca와 베트남 유제품 제조사인 Vinamilk에서 시장을 주도함.

- Vinamilk사의 경우 220여 곳의 에이전트와 100,000 대리점을 가지고 있으며, Coca Cola사의 경우 전국에 130,000곳의 대리점을 보유함.

## △ 직접 유통

- Sapuwa 경우는 호치민시에 7곳의 쇼룸을 가지고 있으며, Hanoi, Hue, Vung Tau 등 주요 도시에 브랜치를 가짐. 자체적으로 고객만족을 위해 배달서비스, 판촉행사 및 냉온수기에 대한 유지 보수 서비스를 소비자에게 제공함
- Lavie 사의 경우 고객만족센터를 호치민, Dong Nai, Binh Duong, Hanoi에 운영 중이며, 20리터의 생수를 집이나 사무실로 배달하는 서비스를 제공함.
- Mr. Bui Anh Tuan, 생수 시장전문가에 따르면, 베트남 고객은 생수 자체에 대한 품질 정보가 부족해 업체에서 직접적인 공급을 함에 따라 소비자에게 자사의 인지도를 구축함.

## △ 간접적 유통

- 330ml, 500ml, 600ml, 1500ml, 5000ml 작은 용량의 생수를 도,소매점을 통해 소비자에게 공급됨.
- 베트남 국내 생수 제조회사는 주로 에이전트 및 대리점과의 계약을 통해 음식점, 슈퍼마켓, 식품점, 도소매점에 제품을 유통함.
- 생수의 수입관세는 유럽은 38%, 한국에서 수입시는 20%이며, 부가세는 10%임.(HS코드 2201계열)

## IV. 제주삼다수의 베트남시장 진출

### 1. 생수산업의 특성 및 현황

## ◇ 생수산업의 특성

△ 환경자원(무한 재생성 수자원)을 거의 그대로 이용

△ 첨가물이 없고 제조 공정이 비교적 단순

- 최소한의 처리로 음용이 가능함.
- 저칼로리 식품(음료)으로 분류

△ 청량음료와 보완재 및 대체재 관계

- 탄산음료가 기호성이라면 생수는 건강음료라는 성격이 있음.

△ 수돗물과 경쟁관계

- 통상 수돗물은 공공급수로 공급되지만, 생수는 영리를 목적으로 공급
- 생수 수요가 확산될수록 수돗물에 대한 불신 문제의 유발가능성이 높음.

△ 높은 물류비용

- 생수는 가격에 비해 무게가 무겁고, 부피가 크기 때문에 원가에서 차지하는 물류비용이 큰 문제
- 대부분 이러한 문제점을 해결하기 위해 일부 고가 제품을 제외하고는 현지에서 생산공장을 확보하여 판매하는 전략을 구사

△ 자원낭비

- 생수는 페트병 또는 유리병을 대량으로 사용하고 일회 사용후 폐기하므로 자원낭비를 초래한다

△ 물은 블루 골드, 물 산업은 레드 오션

- 물은 블루 골드(blue gold)라고 불리지만 제조공장이 간단하여 누구나 쉽게 제조할 수 있고, 지구상 어느 곳이나 수자원을 개발하여 공급자로 될 수 있으므로 물 산업 분야는 레드 오션(red ocean).

#### ◇ 세계의 생수산업 현황

##### △ 세계의 생수산업 소비동향

- 세계의 생수 소비량은 1996년에 총 72.6억 톤이었으나, 해마다 꾸준히 성장하여 2008년에는 총 199.5억 톤으로 증가하였음(연평균 8% 성장).
- 일반적으로 생수산업은 소득수준이 높아질수록 소비량이 늘어남.
- 세계의 생수 소비량을 상위 10개국과 기타 국가로 구분하였을 때, 1996년에는 상위 10개국이 78.98%를 차지하였으나, 해마다 점유율이 줄어들어 2008년도에는 상위 10개국이 144.8억 톤(72.62%)을 소비하고 기타 국가가 54.6억 톤(27.38%)을 차지하였음.
- 소비 상위 10개국은 미국, 멕시코, 중국, 브라질, 이탈리아, 인도네시아, 독일, 프랑스, 태국, 스페인 등.
- 10개국 이외의 국가에서 생수 소비가 꾸준히 증가하고 있는 것은 소득 수준의 향상, 지구온난화에 따른 수요 증가, 야외활동의 증가 등으로 인한 것으로 추정됨.

#### ◇ 우리나라의 생수산업 현황

##### △ 매출현황

- 국내 먹는 샘물은 1995년 605억 원이 판매된 후, 1996년에 1000억 원을 돌파하였고, 1988년 IMF 구제금융 기간 동안 잠시 주춤하였지만, 2001년 2000억 원을 초과한 다음, 2008년 총 3075억 원이 판매되어 1995년 대비 5배 증가함.
- 이는 연평균 성장이 16.01%로 같은 기간의 경제성장률보다 훨씬 빠르게 증가한 것임.
- 생수의 판매량이 급증하게 되는 원인은 여러 가지 있을 수 있는데, 소득수준이 높아지면서 수도물 이외에 음용수로서 소비자의 선호도가 높아지는 것과, 여행 및 여가활동이 증가함에 따라 휴대하기 편한 생수의 소비가 증가했기 때문으로 분석됨.

##### △ 판매량 현황

- 생수는 1983년 보건사회부에서 보존음료로서 4,930 톤이 판매가 시작된 이후, 1995년 먹는 물관리법에 의한 생수로 471,514톤이 판매되었고, 2008년도에는 총 304만 톤이 판매되었음.
- 1983년을 기준으로 2008년까지 약 617배 증가하였으며, 1995년을 기준으로 하면 6.5배 증가한 것임.
- 이러한 양적 증가는 수도물 우선정책 속에서도 생수에 대한 수요가 꾸준히 증가한 것이 요인이며, 시대적 변화에 따른 국민의 욕구를 충족하기 위한 대책이 필요함.

### △ 수출입 현황

- 우리나라는 생수의 수출량이 수입량을 앞서고 있으며, 가격 면에서는 수입제품이 국내 제품보다 더 높은 것으로 나타남.
- 2009년도에 12,314톤을 수출하여 10,000톤을 돌파하였으며, 금액은 500만 달러를 넘었음.
- 향후 수출을 촉진하기 위한 각종 지원제도가 필요함.

## 2. 제주 삼다수의 특성

- ◇ 제주의 청정 지하수를 뽑아 올려 생산한 '삼다수'는 1998년 2월 생산을 시작해 1998년 3월 2일 첫 판매가 이루어진 이후 14년 만인 2012년 판매액이 1441억 원으로 뒀.
- ◇ 고객선호도와 시장점유율에서도 부동의 1위를 지키고 있음.
- ◇ 제주지역은 연평균 강수량이 약 2,000mm 내외를 기록하여 전국 연평균 강수량인 1,300mm보다 약 700mm가 더 많은 우리나라 최대 강수지역임.
- ◇ 특히 제주특별자치도개발공사가 위치하고 있는 교래리 지역은 약 3,000mmdml 풍부한 강수량을 자랑하는 다우지역일 뿐만 아니라, 지하수 함양율 또한 46.1%로 전국 평균 대비 2.5배로 국내 최대 함양율을 나타내고 있음.
- ◇ 제주 삼다수의 1일 취수허가량용 2,100톤으로 제주도 전체 개발허가량 대비 약 0.12%에 불과하고, 실제 1일 사용량은 제주도 일평균 사용량 대비 0.45% 정도로 매우 낮음.
- ◇ 제주특별자치도개발공사는 취수정 주변 6곳에 관측정을 설치하여 매일 지하수 사용량 취수에 따른 수위 및 환경변화 등을 지속적으로 감시하고 관측하여 깨끗한 지하수 보전을 위해 노력하고 있음.
- ◇ 제주도는 110여 차례의 화산활동으로 인하여 지질구조가 현무암층과 송이층이 발달되어 있으며, 이러한 지질층은 빗물이 곧바로 바다로 흘러가는 것을 막고 각종 먼지나 불순물을 제거하며, 여러 유익한 천연 미네랄 성분들이 자연 용해될 수 있는 '천연 필터'의 역할을 하여 화산암반수를 생성하고 있음.

- ◇ 제주삼다수는 약알칼리성(PH 7.8)의 연수(경도 20mg/L)이며, 기능성 미네랄로 알려진 바나듐 함량이 높은 반면, 물맛에 좋지 않은 영향을 주는 황산이온, 질산성질소, 유해 무기물질 등의 함량이 최저 수준으로 나타나 수질이 청정하고 안전함.
- ◇ 제주 삼다수는 원수 자체의 뛰어난 자연의 물맛을 최대한 살리기 위해 일반 샘물공장에서 실시하는 모래 침전조나 활성탄, 다단계 마이크로 필터에 의한 정수 처리과정을 과감히 생략하고 지하수에 존재할 수 있는 미세먼지 입자나 미생물 등을 제거하기 위하여 세라믹 필터와 자외선 살균의 단 두 단계의 여과처리 공정만을 거쳐 생산함.
- ◇ 매년 미국 식품의약국(FDA), 일본 후생성(우리나라의 보건복지부), 국가위생국(NSF) 등 국제적으로 인증된 기관으로부터 제주 삼다수의 품질과 안전성을 인증 받고 있음.

- ◇ 송이층은 투과력과 항균력이 높아 그 자체로 천연 필터의 역할을 하며, 송이층을 통과하여 생성된 제주 삼다수는 약알칼리성을 나타내어 인체에 흡수가 잘 됨.
- ◇ 뿐만 아니라 다른 물에 비해 경도가 낮아 물맛이 부드러우며, 우리 몸에 필요한 미네랄 성분(특히 K, Mg비율이 높음) 비중이 높아 유아용으로 특히 적합함.
- ◇ 제주 삼다수는 원수 자체의 뛰어난 자연의 물맛을 최대한 살리기 위해 일반 샘물공장에서 실시하는 모래 침전조나 활성탄, 다단계 마이크로 필터에 의한 정수 처리과정을 과감히 생략하고 지하수에 존재할 수 있는 미세먼지 입자나 미생물 등을 제거하기 위하여 세라믹 필터와 자외선 살균의 단 두 단계의 여과처리 공정만을 거쳐 생산함.
- ◇ 매년 미국 식품의약국(FDA), 일본 후생성(우리나라의 보건복지부), 국가위생국(NSF) 등 국제적으로 인증된 기관으로부터 제주 삼다수의 품질과 안전성을 인증 받고 있음.

# ◇ 제주 삼다수 제품



2L

1.8L

0.5L

0.33L



### 3. 진출 타당성 조사

- ◇ 제주삼다수의 글로벌 시장 개척을 위해 최근 급속히 성장하고 있는 동남아시아의 베트남 지역의 생수시장 조사 및 현지 KOTRA 무역관을 방문하여 시장진출 가능성 및 현지 실태를 살펴봄.
- ◇ 제주삼다수의 전략 타깃이 될 수 있는 현지교민 및 방문객을 대상으로 삼다수 인지도 및 해외시장 진출 가능성에 대한 설문조사 실시 .
- ◇ 현지 조사
  - 기간 : 2011. 10. 9(일) ~ 2011. 10. 11(일) 2박3일
  - 장소 : 베트남 호치민시
  - 대상 : 한무역투자진흥공사(KOTRA) 호치민 무역관, 롯데마트 호치민점, 각 지역 대표 마트 및 한국인 마트

### 4. 진출 가능성 분석

- ◇ **허병희(KOTRA 베트남 호치민) 무역관장 인터뷰**
  - 세계 물시장 및 생수시장 규모는 최근 급속히 증가하고 있는 추세이며, 동남아시아 및 베트남 지역도 성장하고 있음.
  - 베트남의 경우 프리미엄 생수인 에비앙은 이미 시중에 진출하여 고가로 판매되고 있으며, 제주 삼다수의 경우도 현지교민들을 대상으로 하는 한인 마트에 진열되어 판매되고 있으나 공식적으로 수입된 것은 아님.
  - 제주삼다수의 경우 베트남 시장을 공략하기 위해서는 생수브랜드이미지 구축하는 것도 중요하지만 먼저 제주에 대한 인지도를 높여나가는 것이 매우 필요함.
  - 예전 KOTRA 호치민 무역관에서도 현지 수입업자 및 유통업자를 통해 공식적으로 시판하려고 하였지만 무산된바 있음. 향후 12월 경에 KOTRA 호치민 무역관이 주최하는 한국상품을 대상으로 하는 상품전을 기획하고 있어 제주삼다수를 판촉차원에서 소개하려고 하고 있음. 이러한 상품전을 개최함에 있어 제주특별자치도의 적극적 후원과 관심이 뒤따라야 실질적 마케팅 효과가 있을 것임.

- 베트남은 아직 공산주의 국가이기 때문에 베트남의 독특한 유통망 성격을 파악하여 접근하는 것이 필요하며, 이러한 특징으로 수입상의 경우 지속적인 안정성을 확보하는 것이 무엇보다 중요함. 이러한 부분이 향후 제주삼다수 유통에 걸림돌이 될 수 있지만, 이 한계를 극복하면 오히려 삼다수 유통에 획기적으로 도움이 될 수 있을 것임.
- 결론적으로, 제주삼다수의 베트남 시장진출은 아직 한국산 생수가 공식 진출하지 않은 상황에서 충분히 가능성이 있다고 판단되며, 일차적 마켓 포지셔닝은 현지교민과 비즈니스 관광객을 대상으로하여 점차 확대해 나가는 것이 필요하고, 가격경쟁력을 확보하기 위해서도 현재 한국에서 판매되는 제주삼다수의 가격(800원, 편의점가격) 수준에서 결정된다면 현지교민들이나 비즈니스 관광객도 큰 부담없이 구매할 의향이 있을 것으로 판단됨.
- 이곳 베트남도 한류에 대한 관심이 많기 때문에 장기적으로 베트남현지주민들까지 제주삼다수를 알리기 위해서는 제주삼다수만의 독자적 홍보보다는 제주의 문화와 역사를 동시에 알리려는 홍보전략이 필요함.

#### ◇ 이영노(베트남 호치민 호치민 롯데마트 )영업팀장 인터뷰

- 현재 롯데마트에서는 삼다수를 판매하고 있지 않음. 판매하지 않는 이유는 공식적 수입루트가 아직 없기 때문이며, 향후 공식적으로 삼다수가 수입될 경우에는 롯데마트에서도 상품진열할 생각임.
- 제주삼다수의 경우는 한국에서 워낙 브랜드 인지도가 높기 때문에, 베트남 교민들 뿐만 아니라 현지기업 주재원들을 대상으로 교민 밀집주변의 한인마트에서 소수 판매되고 있음.
- 현재 롯데마트에서 판매되는 주요 생수는 네슬레회사의 Lubie와 펄시계열의 Aqua 등임. 네슬레회사의 Lubie가 50%로 1위 펄시계열의 Aqua가 40%로 2위이며, 전체 생수판매의 90%가 넘음.
- 이곳 롯데마트는 호치민에서도 상당히 규모가 큰 대형마트이며 3층으로 이루어져 있음. 1층은 한국과 비슷하게 식품위주의 상품으로 판매하되 생활용품을 진열하고 있으며, 2층은 옷과 디지털 전자제품, 3층은 놀이방, 식당, 영화관 등 엔터테인먼트 공간 등임.

- 롯데마트는 현지교민들이 많이 사는 호치민 신도시 지역에 위치하고 있지만, 현지교민들을 대상이 아닌 베트남 주민들임. 다시 말해 주 고객은 베트남 현지민들이며 대다수의 진열상품 또한 현지주민을 위한 것임. 물론 한국교민들을 위한 한국식품도 판매하고 있고, 현지민들이 한국식품 및 전자제품 등을 구입하지만 호치민 롯데마트의 99% 구매고객은 베트남 현지민임.
- 롯데마트에서 일부 외국인을 대상으로 예비양 등 고급 프리미엄 생수를 판매하고 있음. 향후 제주삼다수가 공식적 루트를 통해 수입될 경우 이곳 롯데마트에서도 진열하여 판매하고 싶고, 향후 시장경쟁력 및 가능성도 충분하고 판단됨. 이곳 한인마트에서 판매되는 삼다수는 현지교민들에게 인지도가 높고 잘 알려져 있음. 그러나 비공식적 수입되고 그 양도 많지 않기 때문에 일부교민들만 구매하고 있는 실정임. 그 한예로 삼다수가 희귀하기 때문에 산모 및 유아(분유 탈 때)에게만 사용하고 있음.
- 결론적으로 제주 삼다수가 베트남 호치민에서 공식 라이선스가 있을 경우 롯데마트에 입점이 가능할 것이며, 향후 시장 가능성도 충분히 있다고 판단됨.

#### ◇ 베트남 호치민 한국인 마트 시장조사 결과

- 호치민 신도시 부근에 다수의 한국인 마트가 운영중임.
- 한국에서 식자재가 공급되고 있으며, 일부 마트에서 제주 삼다수를 판매하고 있음.
- 한국인 마트 사장과의 면담에서 제주 삼다수의 수요가 많음을 확인함.
- 하루 500ml기준으로 한 마트에서 평균 40~50개가 판매되고 있음.

## 5. 제주 삼다수 글로벌 브랜드화를 위한 현지 설문조사

### 1) 조사 설계

#### □ 조사목적

- 제주 삼다수를 생산하는 제주특별자치도 개발공사 중장기 경영전략 수립 연구의 일환으로 제주 삼다수의 글로벌 브랜드화를 위한 마케팅 가능성에 대한 베트남 및 필리핀 현지 주민 및 관광객을 대상으로 의견조사를 실시함.
- 제주특별자치도 개발공사의 위상을 정립하고 삼다수의 해외수출 개척을 위한 기초자료를 수집함.

#### □ 표본설계

- 모집단: 베트남현지교민 및 해당 지역을 여행 중인 한국인 관광객
- 표본크기: 173부
- 표본추출방법:
- 자료수집방법: 구조화된 설문지
- 조사방법: 1:1 개별면접에 의한 자기 기입식 설문지법
- 조사기간: 2011.10.9~10.11
- 조사장소: 베트남 호치민

### □ 인구통계학적 특성

- 설문 응답자의 인구 통계적 특성을 살펴보면 다음과 같음. 전체 응답자 173명 중 성별 특성 부문은 남성 50.9%(88명), 여성 49.1%(85명)로 응답되었으며, 연령특성 부문은 20대 15%(26명), 30대 45.1%(78명), 40대 22%(38명), 50대 14.5%(25명), 60세 이상 3.5%(6명)로 응답되었음.
- 여행 지역 특성 부문은 수도권 지역 50.3%(87명), 충청지역 10.4%(18명), 영남지역 14.5%(25명), 호남지역 9.8%(17명), 강원지역 6.4%(11명), 기타 8.7%(15명)로 응답되었음.

## 2) 분석 결과

### 3) 분석 결과 요약 및 시사점

◇ 베트남 현지 주민 및 관광객을 대상으로 제주삼다수의 해외시장 진출가능성에 대해 설문 조사한 결과는 종합적으로 먹는 물의 중요성과 함께, 국내에서 인지도 및 브랜드 가치가 높은 제주 삼다수에 대해 상당히 긍정적으로 인식하고 있다는 것을 보여줌.

◇ 베트남 KOTRA 호치민 무역관 인터뷰 및 현지 한인 마트 시장조사 결과에서도 보여주듯이, 제주 삼다수에 대한 인지도는 현지에서도 상당히 높음을 알 수 있었음. 또한 설문조사결과도 해외삼다수의 해외경쟁력 및 향후 제주삼다수의 동남아를 비롯한 해외시장 진출가능성에 대해 긍정적 전망을 할 수 있는 기초자료라고 판단됨.

◇ 현지주민 및 관광객들은 해외에서 가장 불편한 점이 물을 포함한 음식(43%)을 꼽고 있고, 현지에서도 하루 4-6통을 드시는 분들도 상당히 많아 생수시장에 대한 시장은 충분히 가능성이 있다고 판단됨.

◇ 또한 현지주민 및 관광객들이 먹는 물의 중요성을 크게 인식하고 있음에도 불구하고, 동남아 현지물에 대한 신뢰도는 높지 않기 때문에 현재 국내에서 가장 높은 생수브랜드 가치를 가지고 있는 삼다수가 해외에서 시판될 경우 현지 여행객 및 주재원 등의 현지교민들에게도 크게 어필할 수 있을 것으로 판단됨.

◇ 해외현지 주민 및 관광객들이 대부분 삼다수를 이용한 경험이 있고, 특히 물에 대한 신뢰도가 높아 해외시장개척 초기에 이들을 대상으로 마켓 포시셔닝을 추진한다면 긍정적 효과가 있을 것으로 판단됨.

- ◇ 제주 삼다수의 해외 수출에 대해 58%가 경쟁력이 있다고 판단한 결과와 해외에서 시판될 경우 80%이상이 이용할 것이라는 설문 결과는 향후 제주삼다수의 브랜드를 활용한 글로벌 마켓시장에서도 상당한 가능성을 가지고 있다고 유추해 볼 수 있음.
- ◇ 하지만, 해외에서 시판되더라도 이용할지에 대해서는 유보적 의견을 가진 응답자들은 가격이 현지 생수 값보다 높을 경우 이용에 부담을 가질 수 있음을 보여주고 있어, 향후 제주삼다수의 해외시장 진출 시 주요 시장공략대상 뿐만 아니라 가격 경쟁력을 확보할 수 있는 마켓전략이 필요할 것으로 판단됨.
- ◇ 결론적으로 제주 삼다수에 대한 현지 인식조사 결과는 대부분의 응답자들이 물의 중요성을 상당히 중요하게 인식하고 있으며, 또한 생수를 구입할 때도 브랜드 가치 및 브랜드에 대한 신뢰를 가장 크게 꼽고 있어, 향후 제주삼다수가 성공적으로 해외에 진출하기 위해서는 현재 제주삼다수가 갖고 있는 브랜드가치를 적극 활용하면, 동시에 전략적 구매대상 선정, 프리미엄 브랜드로서의 적절한 가격책정, 적극적 홍보마케팅 등을 면밀히 검토하여 단계적 전략적으로 접근해야 할 것임.

#### 4. 진출 전략

- ◇ 제주 삼다수가 이미 현지 교민들에게 판매되고 있는 상황에서 공식적인 수입절차에 의하여 매장에서 판매될 경우 충분한 경쟁력을 갖고 수요가 있을 것으로 사료됨.
- ◇ 특히 KOTRA를 통해 적극적인 홍보 전략을 실시하여 제주 삼다수의 브랜드 제고가 이루어질 경우 예비양과의 경쟁을 통해 1차 목표시장인 VIP 마케팅도 가능할 수 있을 것으로 보임.
  - 1차 목표시장에 대한 진출 가능성은 매우 높음(현재 한인 마트에서 판매 중임)
  - 2차 목표시장에 대한 진출 가능성은 제주 삼다수에 대한 브랜드 인식의 부족으로 철저한 홍보전략이 필요함.
  - KOTRA 주관 행사시 소형(200ml)의 삼다수를 판촉물로 제공하는 것도 좋은 홍보 전략이 될 것임.
- ◇ 제주 삼다수의 베트남 생수시장 진출은 1차 목표시장을 중심으로 1단계 진출 후, 적극적인 브랜드 홍보를 통해 2차 목표시장으로 진출하는 전략을 추진하는 게 바람직함.

## V. 결론

- ◇ 1단계(2012~2013년 상반기)로 동남아 시장진출을 위한 수출전담 부서의 설치를 통한 현지 진출을 준비하는 게 필요함.
- 제주특별자치도개발공사의 중장기 발전을 위해 필수적으로 해외시장 진출은 필수적인 요소임.
- 이에 따라 전문적인 수출인력을 중심으로 한 전담부서의 설치가 필요로 함.
- 중장기전략수립을 위한 시장조사가 아니라 본격적인 진출을 염두해 두고 현지 지사 설치 또는 대리상을 통한 위탁 판매 등을 검토하는 게 필요함.
- ◇ 2단계(2013년 상반기~2014)로 1차 목표시장을 중심으로 본격적인 마케팅을 전개할 수 있음.
- 국가별로 진출 전략을 수립하는 게 필요하며, 동남아 물류거점을 활용하기 위해 KOTRA에서 운영중인 공동물류센터에 가입하는 것도 좋은 방법이 될 수 있음.
- 특히 교민이 많이 거주하고 있는 지역을 중심으로 마케팅 활동이 전개 되는 것이 좋을 것으로 보임.
- 시장진출을 위해 가장 고민해야 될 부분이 가격이라 생각됨.
- 일반적으로 500ml를 기준으로 가격을 비교해 보면 베트남의 현지 생수의 경우 평균 250~350원 정도이며, 제주 삼다수의 경우는 평균 700~800원 정도에 판매되고 있으며, 예비양의 경우 1100~1200원 정도임.

- ◇ 3단계(2015년 이후)로 1차 목표시장의 확대와 2차 목표시장 진입을 실시하는 단계로 볼 수 있음.
- 제주 삼다수를 장기간 음용하는 경우 다른 생수를 음용하기가 어렵기 때문에 시장 확대가 가능할 것으로 보여짐.
- 2차 목표시장인 소득상위 20~30%의 경우 예비양과 같은 수입 생수를 음용하거나 현지 프리미엄급 생수를 음용하는 것으로 나타나고 있는 바, 시장진입을 위해 충분한 홍보전략이 필요하며, KOTRA 등을 통해 협조를 받는 것이 바람직할 것으로 판단됨.

## 참고문헌

- 관세청, 생수 수출입 동향, 2010. 1. 11  
 김범진 외, 춘추전국시대 생수시장, 매경이코노미, 2012.10.31  
 김병수 외, 물산업, 매경이코노미, 2010.8.18  
 김병수 외, 불붙은 5500억원 물전쟁, 매경이코노미, 2012.3.28  
 김보람, '물'싸움 치열, 한경BUSINESS, 2013.3.6  
 김정배, 커피음료·생수 '뜨고' 차음료 '지고', 식품저널, 2009.2.  
 문희철, 생수시장 커졌다. 매경이코노미, 2011.2.23  
 배철민, 호황 맞은 먹는 샘물 시장, 워터저널, 2006.5  
 산업연구원, 먹는 샘물산업 해외 진출 활성화 방안, 2010.  
 이윤찬 외, 먹는 샘물 신기루였나, 이코노미스트, 2011.7.4  
 전형구 외, 제주특별자치도개발공사, 경영전략 수립, 2011.11  
 제주특별자치도개발공사 홈페이지(<http://www.jpdc.co.kr>)  
 조선일보, 2013. 6. 5. A6면 기사  
 최영동, 먹는샘물시장 '판도변화', 워터저널, 2008.6  
 한국수자원공사, 먹는 샘물 시장현황과 전망, 2009.  
 KOTRA, 中, 생수의 이미지를 팔다, 2012.



## 글로벌 기부를 위한 설득적 메시지 전략

김학균\*

김용준\*\*

서현영\*\*\*

### I. 서론

국민소득 향상으로 인해 우리나라도 원조를 받던 나라에서 도움이 필요한 곳에 원조를 하는 나라로 입장이 변화되었다. 자본주의 사회에서 개인자산을 극대화하면서 치열한 승자독식 현상이 나타나지만 이러한 불평등이 확대되면 민주주의는 지속될 수 없다. 이런 상황에서 기부는 자유시장과 자본주의의 조절장치의 역할을 수행하여 자본주의가 과열되는 것을 예방한다. 이러한 점에서 기부의 역할을 점점 중요해 지고 있다. 기부와 관련된 한 가지 특이 사항이 있다면 과거에는 법인기업과 일반인 중 일반인의 기부 비중이 29.3%로 미약했다면, 2009년 조사결과에 의하면 일반인의 기부율이 64%로 법인기업에 비해 지속적인 증가 추세를 보이는 점이다(경기개발연구원, 2011). 그리고 기부시장의 성장에 힘입어 다양한 NGO 단체, 사회복지기관, 비영리민간재단들의 수적인 증가현상도 동시에 진행됨에 따라 기부와 관련된 많은 변화들이 사회전반에 걸쳐 이루어지고 있는 상황이다. 또한 비영리조직과 관련된 기부 동기 요인을 살펴본 연구에 의하면 사람들의 정체성 부각동기, 상호호혜성, 이성적 동기, 그리고 이타적 동기가 기부행위에 긍정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있었다(김용준, 김주원, 2005).

그렇다면 해외 기부와 관련된 관점은 어떨까? 해외 원조 또는 기부에 대한 목적이나 수준에 대해 여러 윤리적 관점이 존재하고 있으며, 사람들은 자신이 가진 윤리적 관점에 따라 각기 다른 행동을 보이고 있다. 공동체주의자들과 공리주의자들의 관점에서 살펴본다면 공동체 주의자들은 자신이 속한 공동체에 대한 공적 부조의 의무는 강하게 인정하지만, 다른 사회 구성원들에 대한 원조의 의무는 상대적으로 약하게 인정하고 있다. 반면, 공리주의자들의 경우 인류의 안녕이라는 인도주의적 관점에서 해외 원조를 해야 함을 주장하고 있다(손철성, 2010). 하지만 현재 우리들은 글로벌 시대를 살아가고 있으며, 여러 사건들을 통해 전 세계에서 일어나고 있는 일들의 여파가 우리나라에도 그대로 전달되고 있는 것이 현실이다. 그러나 세계 각지의 어려운 사람들을 도와줘야 하는 사건이 발생되었을 때 일각에서는 우리나라에도 못사는 사람들이 많은데 라는 불평·불만이 존재하곤 한다. 세계는 하나고 지구촌시대에 살고 있다고 말을 하면서도 ‘우리나라’ 또는 ‘남의 나라’라는 우리의 이러한 이분법적인 사고방식의 근원은 무엇일까? 그리고 어떻게 하면 효율적으로 공익의 목적을 전달할 수 있을까?

\* 성균관대학교 경영학과 부교수(hakkyunkim@skku.edu)

\*\* 성균관대학교 경영학과 교수(pauljikim@gmail.com)

\*\*\* 성균관대학교 경영학과 박사과정(polaris79@hanmail.net)

기부와 관련된 메시지를 살펴보면 우리가 왜 기부를 해야 하며 어떠한 중요한 목적 때문에 기부를 해야 한다는 ‘이유’에 대해 설명되고 있는 문구들을 볼 수 있다. 반면 다른 기부 프로그램에서는 우리가 어떻게 어려움에 처한 사람들을 도울 수 있는가에 대한 구체적인 ‘방법’을 제시해 주고 있는 문구도 있다. Trope와 Liberman(2003)에 의해 제안된 해석수준이론(construal level theory)에 따르면 사람들이 느끼는 물리적 거리에 따라 사고의 방식이 상위수준해석과 하위수준해석으로 달리 나타날 수 있다. 따라서 상위수준해석을 거치게 되는 사람들은 보다 추상적이고 목적과 관련되어 도식적이며 맥락을 초월한 표상을 사용하여 사고하는 경향을 가지고 있다. 그러나 하위수준해석의 상황에 직면한 사람들은 구체적이고 부차적인 특징을 포함하며 구조화된 표상을 사용하는 것으로 나타났다(Trope & Liberman, 2003; Trope & Liberman, 2010). 따라서 이들이 현상을 대하는 태도와 동일한 방향성을 가진 메시지 제시는 사람들에게 행동의 당위성을 부여해주어 긍정적인 결과로 나타날 수 있다.

따라서 본 연구의 목적은 해석수준이론(construal level theory)을 적용하여 국내 기부 상황과 해외 기부 상황 시 물리적 거리(distance) 차이에 따른 적합한 메시지 유형에 대해 알아보고자 하였다. 또한 선호역전이 발생하는 상황을 알아보기 위해 기부의 대상이 되는 질병의 친숙성에 따른 조절효과를 살펴보고자 하였다. 이를 실증하기 위해 본 연구에서는 2(메시지 유형: 상위수준, 하위수준) × 2(물리적 거리: 국내, 해외) × 2(질병 친숙성: 익숙한 질병, 익숙하지 않은 질병)의 집단 간 디자인으로 실험 설계하였다.

## II. 이론적 배경 및 연구가설

Construal level theory는 최근 소비자 심리 연구 영역에 적용됨으로써 소비자들이 구매 상황에서 느끼는 물리적, 심리적 거리가 어떻게 구매 결정에까지 영향을 미칠 수 있는지 연구되고 있다.

자신과 관련된 대상의 공간적 거리의 변화에 따라 소비자의 의사결정은 차이가 발생된다.

해석수준과 관련된 설득 메시지 유형의 선호는 지각된 거리감에 따라 달리 나타날 수 있다(Trope & Liberman, 2010). 기본적으로 해석수준이론에 따르면, 어떤 대상에 대한 지각된 거리감이 멀어질수록 그 대상과 관련된 높은 수준의 가치를 강조하는 한편, 그 대상과 관련된 낮은 수준의 가치가 활성화되는 것을 억제한다. 즉 물리적 거리가 먼 것에 대해선 추상적이고 중심적 현상에 초점을 맞춘 상위 수준 해석(High Level Construal)이 이뤄지고, 물리적 거리가 가까운 상황은 구체적이고 부차적 현상에 중점을 둔 하위 수준 해석(Low Level Construal)이 이뤄진다. 이로 인해 사고에 있어서도 상위수준 해석이 발생하는 물리적 거리나 심리적 거리가 먼 상황에서는 사건이 발생한 why를 중심으로 까닭이나 이유에 초점을 맞추어 추론이 실시된다. 반면 심리적 거리가 가까운 상황에서는 사건을 해결하기 위한 방안과 방법 등에 초점을 맞춘 사고가 발생된다(Trope & Liberman, 2003). 따라서 동일한 사건을 보고도 사람들은 사건과 자신 사이에 형성된 거리 차에 따라 각기 다른 사고방식을 형성하여 사물을 생각하고 문제해결을 모색해 감을 알 수 있다.

공간적 거리에 대한 연구에 의해 사람들은 공간적으로 먼 장소에서 일어나는 사건을 표현할 때 더

추상적으로 해석한다는 사실을 밝혔다(Trope, Liberman, & Wakslak, 2007). 예를 들어, NYU 학생들에게 두 집단의 학생들 간의 대화 영상을 보여준 후, 그 영상에서의 행동들에 대해 기술하여 제출하도록 한 결과 영상에 나온 인물들이 공간적으로 가까운 거리인 뉴욕에 있다고 믿은 학생들에 비해서 공간적으로 먼 거리인 플로렌스에 있다고 믿은 학생들이 추상적인 언어를 더 많이 사용하는 것으로 밝혀졌다(Fujita et al., 2006). 즉, 공간적으로 멀리 있을수록 표현에 있어 추상적인 특징을 보이는 상위해석을 하지만 가까운 경우 구체적인 특징을 보이는 표현과 관련된 하위해석을 한다. 따라서 이러한 해석수준 이론을 적용시키면 국내와 해외기부에 따른 사람들이 선호하는 메시지 유형의 차이를 찾아 낼 수 있을 것이다. 이러한 접근에 따라 도출된 가설 1은 다음과 같다.

가설 1 : 물리적 거리와 메시지 유형은 기부 실행의도에 영향을 미칠 것이다.

가설 1-1 : 물리적 거리가 가까울수록 concrete 메시지는 abstract 메시지 보다 사람들의 기부 실행의도를 높여 줄 것이다.

가설 1-2 : 물리적 거리가 멀수록 abstract 메시지는 concrete 메시지보다 사람들의 기부 실행의도를 높여 줄 것이다.

사람들이 선호하는 메시지 유형의 차이는 사람들이 관련 사건에 대해 얼마나 잘 알고 있는지에 따라 달리 나타난다. 따라서 치료 대상이 되는 질병의 이름을 보다 구체적으로 제시되었을 때 사람들이 느끼는 질병의 친숙도에 따른 반응변화도 살펴볼 필요가 있을 것이다.

사람들의 사고과정에는 dual-process가 존재하여 설득에 영향을 미치는 것으로 나타났다(Petty and Cacioppo 1986). 따라서 사람들은 동일한 메시지를 받는 상황에 어떤지에 따라 다른 반응을 일으킨다. Aaker and Lee (2001)의 연구에 따르면 독립적 프라임상황에서 개인들은 self-view가 일치할 때 더 높은 회상을 하였으며, 상호의존적 프라임 상황에서는 self-view가 불일치되는 상황에서 더 높은 회상과 설득이 나타나는 것으로 나타났다. Harding et al.(2010)의 연구에 의하면 불일치에 따른 설득의 효과와 관련된 연구를 통해 non-fit 메시지를 오히려 선호하는 현상을 파악하였다. 즉 사람들이 느끼는 심리적 거리를 조작하여 선호역전현상이 유발됨을 알 수 있었다. 따라서 기부 모금을 위한 메시지에서도 기부를 하게 되는 질병이 익숙한 질병인지 익숙하지 않은 질병인가에 따라 심리적 거리를 달리 느껴 선호반응이 달리 나타날 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 물리적 거리에 따른 사람들의 선호 메시지 유형이 질병의 친숙성에 따라 조절되어 기부 대상 질병이 친숙도가 높을 경우 메시지 선호의 역전 현상이 발생될 것으로 예상하였다.

이러한 접근에 따라 도출된 가설 2는 다음과 같다.

가설 2 : 기부대상 질병의 친숙도에 따라 메시지 유형과 기부지역의 물리적 거리는 기부 의도에 영향을 미칠 것이다.

가설 2-1(Mismatch): 기부 대상 질병이 친숙도가 높은 질병일 경우에는 국내 기부상황 시 why 메시지

를 제공받았을 때(how 메시지 보다) 기부 의도가 높게 나타날 것이다.

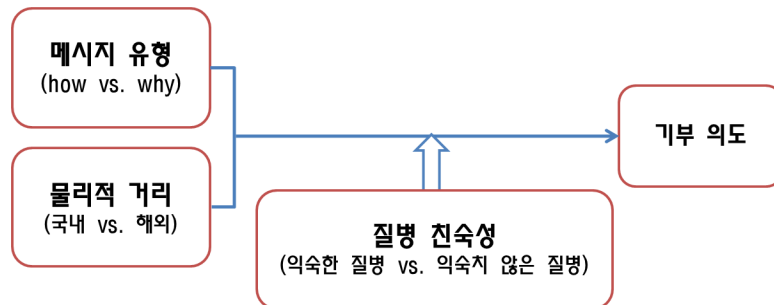
가설 2-2(Mismatch): 기부 대상 질병이 친숙도가 높은 질병일 경우에는 해외 기부상황 시 how 메시지를 제공받았을 때 (why 메시지 보다) 기부 의도가 높게 나타날 것이다.

가설 2-3: 기부 대상 질병이 친숙도가 낮은 질병일 경우에는 국내 기부상황 시 how 메시지를 제공받았을 때(why 메시지 보다) 기부 의도가 높게 나타날 것이다.

가설 2-4: 기부 대상 질병이 친숙도가 낮은 질병일 경우에는 해외 기부상황 시 why 메시지를 제공받았을 때 (how 메시지 보다) 기부 의도가 높게 나타날 것이다.

<그림 1>는 본 연구의 연구모형을 도식화한 것이다.

<그림 1> Research model



### III. 실험 1

국내와 해외기부에 따른 사람들이 선호하는 메시지 유형의 차이를 살펴보기 위해 실험디자인은 2(메시지 유형: abstract, concrete) × 2(물리적 거리: local, global) 집단간 디자인으로 설계되었다.

#### 3.1 실험대상

가설 검증을 위해 온라인 서베이 업체에 의뢰하여 전국에 거주하는 남, 여 182명을 대상으로 실험을 실시하였다. 그 중 불성실 응답자 4명을 제외한 178명의 응답을 토대로 분석을 실시하였다(표 1).

〈표 1〉 Experiment design

Message type	Physical distance	
	Local	Global
Abstract(Why message)	N=51	N=42
Concrete(How message)	N=36	N=49

### 3.2 메시지 유형

본 연구에서는 기부와 관련된 메시지의 해석수준을 조절하기 위해 Labroo et al.(2008)의 연구에서 사용되었던 방법을 활용하였다. 즉 상위수준 메시지는 왜(why)를 위주로 기술하였으며, 하위수준의 메시지는 어떻게(how)를 위주로 기술하였다. 예를 들면 why에 대한 기술을 위해 질병으로 고통 받고 있는 난치병 아이들이 치료받을 수 있도록 건강하게 학교를 다닐 수 있도록, 웃음을 되찾아 주기 위해 도움이 필요함을 기술하였다. 또한 how에 대한 기술을 위해서는 난치병 아이들을 돕기 위한 구체적인 방법을 제시해 주기 위해 기부단체로의 전화, 소셜 미디어 활용, 치료약 지원을 통한 기부활동 실천을 강조해 기술하였다.

또한 메시지 조작점검을 위해 본 연구에서 제시하고자 했던 목표인 why와 how에 대한 응답자가 느끼는 반응을 직접 질문하는 유형으로 구성하여 본 연구에서 사용된 why 메시지와 how 메시지의 조작점검을 위해 피험자에게 관련 메시지를 본 후 느낀 why(까닭, 이유)와 how(방법, 방안)의 정도를 질문하였다.

### 3.3 실험 절차

가설 검증을 위해 온라인 서베이 업체를 통해 전국 남, 여를 대상으로 실험을 실시하였다. why와 how로 기술된 메시지를 활용하여 국내와 해외로 물리적 거리를 다르게 기술한 4가지 프린트된 기부메시지와 관련된 시안을 제작하였다. 물리적 거리 조작 방법으로 특정 국가 명을 거론하는 것은 혼재효과(confounding effect)가 유발될 수 있다는 판단으로 국내 또는 해외로만 명시하여 나타내었다. 또한 물리적 거리를 잘 인지할 수 있도록 지도 국내 지도 사진과 해외 지도 사진을 첨부하여 자극물을 구성하였다.

이렇게 만들어진 4가지 설문 유형 중 하나의 조건에 피험자들을 무작위로 할당하였으며, 조사에 참여한 사람들은 일정량의 캐쉬백포인트를 부여 받게 함으로서 성실한 응답을 유도하였다.

본 실험의 절차는 평소 기부와 관련된 생각을 알아보기 위한 것임을 밝힌 후 참여자들의 성별을 체크하게 하여 각 셀당 적합한 할당량을 유지하도록 하였다. 그 후 본격적으로 기부관련 캠페인인 메시지를 제시하여 관련 문구를 충분히 숙지할 것을 부탁하였다. 그 다음 피험자들에게 기부와 관련된 실험의도, 물리적 거리 조작점검, 메시지와 관련된 조작점검, 기부와 관련된 내적 관여도 문항에 대해 측정하였다.

### 3.4 측정도구

실험에 사용된 측정 항목에 대해 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 우선 기부와 관련된 실행의도를 측정하는 항목은 최지현(2008)이 사용한 문항을 수정 보완하여 정기적 참가 여부(1점: 전혀 그렇지 않다/ 7점: 매우 그렇다), 적극성(1점: 전혀 그렇지 않다/ 7점: 매우 그렇다) 등으로 측정하였다. 또한 추가적으로 정기, 일시, 결연 후원 프로그램의 참여의사를 질문하였다.

물리적 거리 조작검정을 위해 제시된 캠페인이 국내/ 국외에서 일어나는 일, 내가 살고 있는 곳/ 먼 나라에서 일어나는 일이라 느낀 정도(1점: 전혀 그렇지 않다/ 7점: 매우 그렇다) 등 총 4문항으로 구성된 7점 리커트 척도를 사용해 질문하였다(김재휘 외, 2012). 또한 메시지 유형에 따른 조작검정을 위해서는 캠페인을 읽는 동안 난치병 아이들을 돕는 까닭, 이유, 방법, 방안에 대해 설명하고 있는 정도(1점: 전혀 그렇지 않다/ 7점: 매우 그렇다)를 7점 리커트 척도를 사용해 질문하여 조작 점검시 활용하였다.

### 3.5 연구 결과

#### 3.5.1 독립변수의 조작 점검 및 신뢰성 분석

물리적 거리의 측정항목에 대한 신뢰도 분석결과 크론바하알파값이 .821로 나타나 4개 항목 평균값을 사용하였다. 조작점검 분석 결과 국내( $M=3.210$ )보다 해외( $M=3.712$ )의 경우 물리적 거리가 더 멀다고 느끼는 것으로 나타났으며 이러한 차이는 통계적으로 유의한 차이가 존재하는 것으로 나타났다( $F=9.069$ ,  $p=.003$ ).

메시지의 조작검정을 분석한 결과 캠페인이 how 메시지로 작성된 것 ( $M=3.853$ )보다 why 메시지 ( $M=4.116$ )의 경우 더 high level construal을 느끼는 것으로 나타났으며 이러한 차이는 통계적으로 유의한 차이가 존재하는 것으로 나타났다( $F=12.965$ ,  $p=.000$ ).

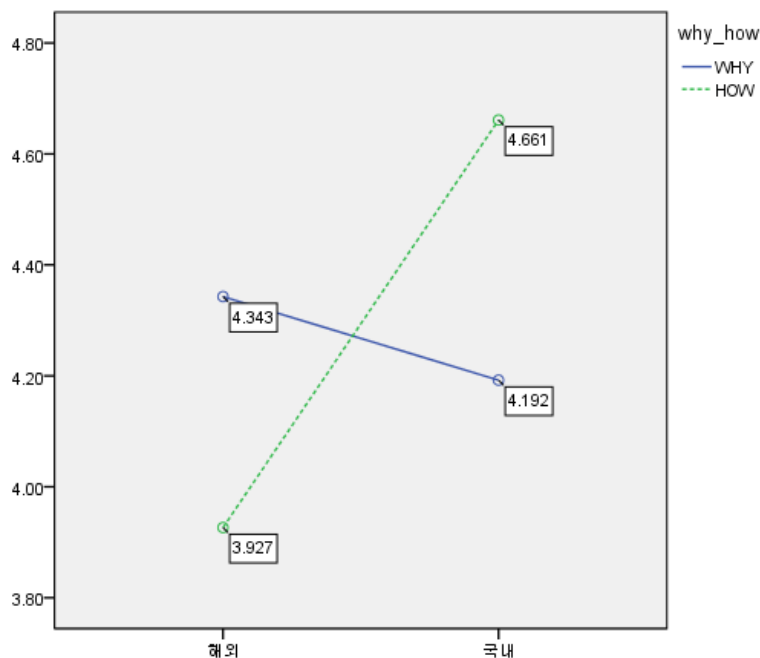
#### 3.5.2 분석결과

실험 1을 통해 가설 1에 해당되는 2(메시지 유형: abstract, concrete) × 2(물리적 거리: local, global)와 관련된 가설 검증을 위해 이원분산분석을 실시한 결과 가설 1에 해당되는 메시지 유형과 물리적 거리 간의 상호작용이 지지되는 것으로 나타났다( $F=8.525$ ,  $p=.004$ ).

〈표 2〉 The result of 2way-ANOVA analysis

Source	SS	d.f.	MS	F	p-value
Physical distance (A)	3.722	1	3.722	3.708	.056
Message types (B)	.030	1	.030	.030	.862
A * B	8.556	1	8.556	8.525	.004
error	174.621	174	1.004		

〈그림 2〉 Charity intention in accordance with physical distance and message type



<그림 2>를 살펴보면, 지역에 따른 선호하는 메시지 유형의 차이가 존재하는 것으로 나타났다. <표 2>에 나타난 상호작용 효과를 살펴보기 위해 <표 3>과 같이 기부의도에 대한 단순주효과 분석을 실시하였다. 단순 주효과 분석 결과 해외지역의 난치병 아동을 돕는 메시지 유형은 how 메시지 보다 ( $M=3.927$ ) why 메시지( $M=4.343$ )가 더 많은 기부참여를 유도하는 것으로 나타났다( $F=3.906$ ,  $p=.050$ ). 반면 국내에 있는 난치병 아동을 돕는 메시지 유형은 why 메시지 보다( $M=4.192$ ) how 메시지( $M=4.661$ )가 더 많은 기부참여를 유도하는 것으로 나타났다( $F=4.625$ ,  $p=.033$ ). 따라서 가설 1은 모두 지지되었다.

〈표 3〉 The result of simple main effects

Source	SS	d.f.	MS	F	p-value
Message type at Global	3.920	1	3.920	3.906	.050
Error	174.621	174	1.004		
Message type at Local	4.641	1	4.641	4.625	.033
Error	174.621	174	1.004		

### 3.6 실험 1 논의

실험 1의 결과 기부지역에 따른 선호 메시지 유형이 각각 다르게 관찰되었다. 보다 구체적으로 살펴보면, 해외지역의 난치병 아동을 돕는 메시지 유형은 **how** 메시지 보다 **why** 메시지가 더 많은 기부참여를 유도하는 것으로 나타났다. 반면, 국내에 있는 난치병 아동을 돕는 상황에서는 **why** 메시지 보다 **how** 메시지가 더 많은 기부참여를 유도하는 것으로 나타났다. 이러한 방향성은 선행연구들에서 말하고 있는 물리적 거리와 메시지 유형에 따라 실행의도가 달리 나타나는 연구결과와 일치하는 것이다(Trop et al., 2007). 따라서 심리적 거리의 한 부분인 물리적 거리와 메시지 유형이 합치하는 경우에 보다 높은 설득의 효과가 이루어진다는 가설 1은 모두 지지되었다.

난치병 치료와 관련된 기부에서 중요하게 생각되는 다른 요소로는 어떠한 질병을 대상으로 기부가 이루어지는가이다. 사람들의 사고과정에는 **dual-process**가 존재하여 설득에 영향을 미치는 것으로 나타났다(Petty and Cacioppo 1986). 따라서 조건에 따라 사람들은 동일한 메시지에 대해 기부대상 질병의 친숙성에 따라 다른 반응을 일으킨다. 본 연구에서는 이에 대한 가설을 검증하기 위해 실험 2를 수행하였다.

## IV. 실험 2

국내와 해외기부와 같이 물리적 거리에 따른 사람들이 선호하는 메시지 유형의 차이가 친숙성에 따라 조절되는지를 살펴보기 위해 실험디자인은 2(메시지 유형: **abstract**, **concrete**) × 2(물리적 거리: **local**, **global**) × 2(질병의 친숙성: 익숙한 질병, 익숙치 않은 질병) 집단간 디자인으로 설계되었다.

### 4.1 사전조사

난치성 질환 중 익숙한 질병과 그렇지 않은 질병을 분류하기 위해 한국 가톨릭레드리본에서 제시한 난치병명을 사용하여 실험 1을 진행시 사전조사를 실시하였다(한국 가톨릭레드 리본 홈페이지 참고). 총 14가지 질병명을 활용해 178명에게 질환명의 익숙한 정도를 측정한 결과 각각 상위 3위에 포함된

질병은 파킨슨병(M=2.980), 만성신부전증(M=2.920), 백혈병(M=2.400) 등이 익숙한 질병으로 분류되었으며 고셔병(M=5.810), 전신성반성낭창(M=5.780), 포피리아(M=6.260) 등이 익숙치 않은 질병으로 분류되었다(1점: 익숙한 질병/ 7점: 익숙치 않은 질병). 이에 음운의 수가 비슷하지만 친숙도는 서로 다른 백혈병(M=2.400)과 고셔병(M=5.810)을 선정하였다( $T=-19.796$ ,  $p<.001$ ).

## 4.2 실험대상 및 실험절차

가설 검증을 위해 온라인 서베이 업체에 의뢰하여 전국에 거주하는 남, 여 230명을 대상으로 실험을 실시하였다. 그 중 불성실 응답자 28명을 제외한 202명의 응답을 토대로 분석을 실시하였다. 불성실 응답을 파악하기 위해 설문 마지막에 앞서 제시되었던 자극물의 기부 대상 지역이 국내인지 해외인지, 병명이 무엇인지를 퀴즈형태로 제시하여 불성실 응답을 확인하였다.

실험에 사용될 자극물은 실험 1과 동일한 형태를 유지한 상황에서 익숙한 질병(익숙치 않은 질병)의 상황에서는 백혈병(고셔병)을 앓고 있는 아동을 돕기 위한 캠페인이라는 문구와 질환에 대한 간단한 설명을 삽입하여 조작하였다. 그밖에 나머지 메시지 유형 및 물리적 거리와 관련된 독립변수 조작은 실험1과 동일하게 유지하였다.

이렇게 만들어진 8가지 설문 유형 중 하나의 조건에 피험자들을 무작위로 할당하였으며, 조사에 참여한 사람들은 일정량의 캐쉬백포인트를 부여 받게 함으로서 성실한 응답을 유도하였다.

본 실험의 절차는 평소 기부와 관련된 생각을 알아보기 위한 것임을 밝힌 후 참여자들의 성별을 체크하게 하여 각 셀당 적합한 할당량을 유지하도록 하였다. 그 후 본격적으로 기부관련 캠페인인 메시지를 제시하여 관련 문구를 충분히 숙지할 것을 부탁하였다. 그 다음 피험자들에게 기부와 관련된 의도, 인구 통계적 특성과 관련된 문항에 대해 측정하였다.

## 4.3 측정도구

실험에 사용된 측정 항목에 대해 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 우선 기부와 관련된 의도를 측정하는 항목은 최지현(2008)이 사용한 문항을 수정 보완하여 기부의사, 긍정성, 적극성, 호감도, 우수성 등으로 측정하였다. 또한 추가적으로 정기, 일시, 결연 후원 프로그램의 참여의사를 질문하였다(1점: 전혀 그렇지 않다/ 7점: 매우 그렇다). 이러한 종속변수의 측정항목에 대한 신뢰도 분석결과 크론바하알파값이 .914로 나타나 8개 항목 평균값을 사용하였다.

## 4.4 연구 결과

실험 2를 통해 가설 2에 해당되는 2(메시지 유형: abstract, concrete) × 2(물리적 거리: local, global) × 2(질병의 친숙성: 익숙한 질병, 익숙치 않은 질병)와 관련된 가설 검증을 위해 삼원분산분석을 실시한

결과 가설 2에 해당되는 물리적 거리, 메시지 유형, 그리고 질병 친숙성의 상호작용이 지지되는 것으로 나타났다( $F=24.986$ ,  $p=.000$ )(표 4). 따라서 질병친숙성에 따른 <물리적거리 × 메시지유형>의 단순 상호작용을 분석한 결과를 <표 5>에 제시하였다. 분석 결과 익숙한 질병의 상황( $F=13.235$ ,  $p=.000$ )과 익숙하지 않은 질병의 상황( $F=11.808$ ,  $p=.001$ )에서 물리적 거리가 기부의도에 미치는 영향은 메시지유형(why·how)에 따라 다른 양상을 보이는 것이 통계적으로 유의하게 나타났다. <표 5>에 나타난 상호작용 효과를 살펴보기 위해 <표 6>과 같이 기부의도에 대한 단순 주효과 분석을 실시하였다.

<표 4> The result of 3way-ANOVA analysis

Source	SS	d.f.	MS	F	p-value
물리적거리(A)	.055	1	.055	.059	.808
메시지유형(B)	.010	1	.010	.010	.919
질병친숙성(C)	1.184	1	1.184	1.267	.262
A * B	.002	1	.002	.002	.963
A * C	.838	1	.838	.896	.345
B * C	.018	1	.018	.019	.889
A * B * C	23.361	1	23.361	24.986	.000
오차	181.383	194	.935		

<표 5> The result of simple interaction effects

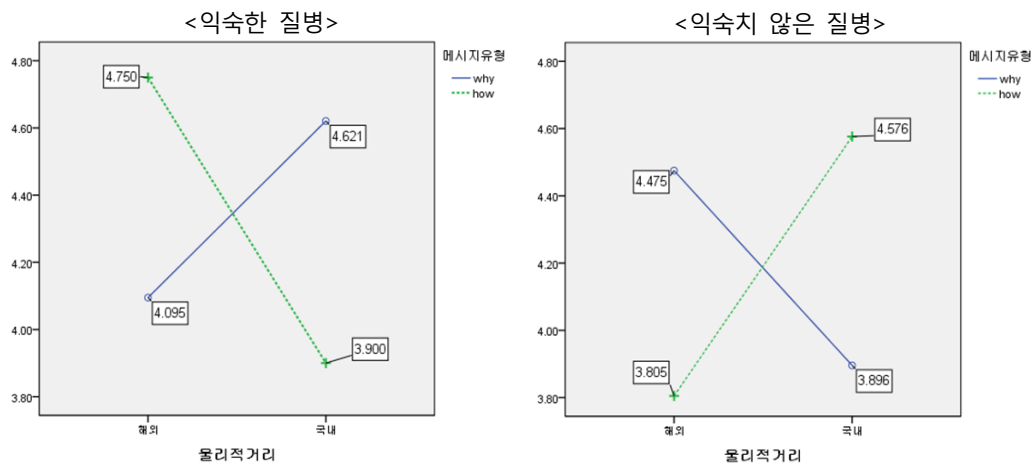
Source	SS	d.f.	MS	F	p-value
물리적거리 * 메시지유형 at 익숙한 질병	12.374	1	12.374	13.235	0.000
Error	181.383	194	0.935		
물리적거리 * 메시지유형 at 익숙치않은 질병	11.04	1	11.04	11.808	0.001
Error	181.383	194	0.935		

<표 6> The result of simple main effects

Source	SS	d.f.	MS	F	p-value
물리적거리(해외) * 메시지유형 at 익숙한 질병	5.468	1	5.468	5.848	0.017
Error	181.383	194	0.935		
물리적거리(국내) * 메시지유형 at 익숙한 질병	6.973	1	6.973	7.458	0.007
Error	181.383	194	0.935		
물리적거리(해외) * 메시지유형 at 익숙치않은 질병	5.611	1	5.611	6.002	0.015
Error	181.383	194	0.935		
물리적거리(국내) * 메시지유형 at 익숙치않은 질병	5.435	1	5.435	5.813	0.017
Error	181.383	194	0.935		

분석 결과 익숙한 질병의 경우 물리적 거리가 해외인 상황에서 why 메시지 ( $M=4.095$ )보다 how 메시지( $M=4.750$ )에 대한 기부 의도가 유의하게 높게 나타났으나( $F=5.848$ ,  $p=.017$ ) 가설 2-1은 지지되었다. 가설 2-2를 검증하고자 분석을 실시한 결과 물리적 거리가 국내인 상황에서는 how 메시지( $M=3.900$ )보다 why 메시지( $M=4.621$ )에 대한 기부 의도가 통계적으로 유의한 수준에서 높게 나타나( $F=7.458$ ,  $p=.007$ ) 지지되었다. 익숙치 않은 질병의 경우 물리적 거리가 해외인 상황에서 how 메시지 ( $M=3.805$ )보다 why 메시지( $M=4.475$ )에 대한 기부 의도가 유의하게 높게 나타났으며( $F=6.002$ ,  $p=.015$ ), 물리적 거리가 국내인 상황에서는 how 메시지 ( $M=3.896$ )보다 why 메시지( $M=4.576$ )에 대한 기부의도가 높게 나타났으며 이들 집단 간에는 유의한 차이를 보였고( $F=5.813$ ,  $p=.017$ ) 이는 <그림 3>과 같다. 이를 통해 가설 2-3과 2-4 모두 지지되었음을 검증하였다.

<그림 3> Charity intention in accordance with physical distance, message type and familiarity of disease



즉 익숙치 않은 질병에서는 실험 1과 동일하게 기부 지역과 메시지 유형이 match될 때 기부 의도가 높게 나타났지만 심리적 거리가 줄어든 익숙한 질병의 경우에는 mismatch 효과가 나타난 것을 보여주는 것이다. 이러한 결과는 non-fit 메시지일 때 설득의 효과가 높게 나타난다는 Harding et al.(2010)의 연구를 지지하는 결과이다. 이들의 연구에서는 참가자들에게 높은 상황적 관여도를 부여해 주기 위해 피험자들이 의사결정에 중요한 사람이고 특별히 엄선된 집단임을 알려준 경우 사람들은 non fit 메시지에 오히려 더 높은 브랜드 태도를 보이는 것으로 나타났다. 따라서 사람들은 심리적 거리에 따라 다른 사고 과정을 거치게 되어 익숙한 질병의 경우 해외지역의 난치병 아동을 돕는 방안을 제시한 how 메시지를 선호하는 것으로 나타났으며(mis-match effect), 익숙치 않은 질병에서는 why 메시지를 선호하는 것으로 나타났다(match effect).

## V. 결론 및 제언

본 연구 결과 기부의 대상 지역이 국내나 국외냐에 따라 메시지 유형이 각각 다른 효과를 보이는 상호작용이 관찰되었다. 따라서 심리적 거리의 한 부분인 물리적 거리와 메시지 유형이 합치하는 경우에 보다 높은 설득의 효과가 이루어지는 것을 알 수 있었다. 하지만 그러한 정도는 질병의 친숙성(familiarity)이 높은 질병과 그렇지 않은 질병인가에 따라 선호하는 메시지 유형이 불합치일 때 오히려 높은 기부의도를 나타내는 경우도 있는 것으로 나타났다.

본 연구의 결과는 다음과 같다.

첫째, 실험결과 메시지 유형과 물리적 거리와 관련된 조작이 성공적으로 나타났다.

둘째, 기부의 대상이 국내나 국외냐에 따라 메시지 유형이 각각 다른 효과를 보이는 상호작용이 관찰되었다. 보다 구체적으로 살펴보면, 해외지역의 난치병 아동을 돕는 메시지 유형은 how 메시지 보다 why 메시지가 더 많은 기부참여를 유도하는 것으로 나타났다. 반면, 국내에 있는 난치병 아동을 돕는 메시지 유형은 why 메시지 보다 how 메시지가 더 많은 기부참여를 유도하는 것으로 나타났다. 이러한 방향성은 선행연구들에서 말하고 있는 물리적 거리와 메시지 유형에 따라 실행의도가 달리 나타나는 연구결과와 일치하는 것이다(Trop et al., 2007). 따라서 심리적 거리의 한 부분인 물리적 거리와 메시지 유형이 합치하는 경우에 보다 높은 설득의 효과가 이루어진다는 가설 1은 모두 지지되었다.

셋째, 질병의 친숙성에 따른 합치효과(fit effect)를 검증한 결과 삼원 상호작용이 유의하게 나타나 가설 2는 지지되었다. 보다 구체적으로 살펴보면, 기부 대상 질병이 친숙도가 높은 질병일 경우에는 국내 기부상황 시 why 메시지를 제공받았을 때(how 메시지 보다) 기부 실행의도가 높게 나타났지만 해외 기부상황 시 how 메시지를 제공받았을 때 오히려 더 높은 (why 메시지 보다) 기부 의도를 나타냈다. 이러한 결과는 심리적 거리가 mis-match 되는 메시지에서 더 높은 기부의도가 나타남을 보여주는 것이다. 반면 기부대상 질병이 친숙도가 낮은 질병일 경우에는 국내 기부상황 시 how 메시지를 제공받았을 때 (why 메시지 보다) 기부 실행의도가 높게 나타났으며, 해외 기부상황 시에는 why 메시지를 제공받았을 때 (how 메시지 보다) 더 높은 기부 의도를 나타냈다.

이러한 연구결과는 효율적인 공익 목적을 전달하기 위해서는 기부 대상 지역(국내/해외)과 대상이 되는 질병을 고려해 각기 다른 메시지를 사용해야한다는 시사점을 제공해 준다. 또한 과거 기부의도를 높이기 위해 유명 인사들을 활용한 사람들의 감정에 소구하는 방법을 이용했던 것에 반해 메시지 유형의 조절도 기부의사 증대에 중요한 요인임을 검증하는 결과이다. 이러한 시사점은 자선단체 기부자들은 감정적인 동기보다는 이성적인 동기를, 이기적인 동기보다는 이타적인 동기를 더 중시한다는 선행 연구에 의해서도 그 중요성이 검증된 바 있다(김주원, 김용준, 2008).

향후 연구에서는 사람들이 느끼는 거리가 멀고, 가깝다는 개념으로 보았을 때 기부의 시점이 언제인지, 관여도에 따라서도 각기 선호하는 메시지 유형이 달리 나타날 것이라는 것을 충분히 고려해 볼 수 있을 것이다. 따라서 후속연구에서는 기부 의도를 향상시키기 위한 상황적 관여도, 기부 시점의 조절효과를 살펴보고 그에 따른 변화양상을 살펴보고자 한다.

## 참고문헌

- 경기개발 연구원. (2011). 노블레스 오블리주와 기부문화. 경기개발 연구원.
- 김재휘, 김희연, 부수연. (2012). 소셜미디어를 활용한 공공캠페인 커뮤니케이션 전략: 해석수준이론에 따른 메시지 구성과 미디어에 대한 사회적 거리를 중심으로. *광고학연구*, 23(1), 183-205.
- 김주원, 김용준. (2008). 자선단체기부자의 기부동기와 기부행동에 관한 실증연구. *경영학연구*, 37(3), 629-658.
- 김용준, 김주원. (2005). 대학기부자의 기부의도, 기부만족, 기부정기성의 결정요인에 관한 실증연구. *마케팅연구*, 20(4), 57-89.
- 손철성. (2010). 해외 원조 문제에서 국제주의와 세계시민주의 - 롤즈와 싱어의 견해를 중심으로. *철학연구*, 115, 135-162.
- 최지현. (2008). 이성 감성소구유형과 환경가치지향에 따른 공익광고 효과 연구 : 일회용품 사용자제 인쇄 광고물을 중심으로. 성균관대학교 일반대학원.
- 한국 가톨릭레드 리본 홈페이지. <http://www.redribbon.kr/>
- Fujita, K., Henderson, M., Eng, J., Trope, Y., & Liberman, N. (2006). Spatial distance and mental construal of social events. *Psychological Science*, 17, 278 - 282.
- Harding, Lora Mitchell., Monika Lisjak., Angela Y. Lee. (2010). The persuasive power of regulatory nonfit. *Advances in Consumer Research*, 37, 455-456.
- Labroo, Aparna A., & Patrick, Vanessa M. (2008). Psychological distancing: why happiness helps you see the big picture, *Journal of consumer research*, 35, 800-809.
- Pettit, Richard E., and John T. Cacioppo. (1986). The elaboration likelihood model of persuasion. *Advances in experimental social psychology*, 19, New York: academic press, 123-205.
- Trope, Y. & Liberman, N. (2003). Temporal construal. *Psychological review*, 110(3), 403-421.
- Trope, Y., Liberman, N., & Wakslak, C. J. (2007). Construal levels and psychological distance: Effects on representation, prediction, evaluation, and behavior. *Journal of Consumer Psychology*, 17, 83 - 95.
- Trope, Y. & Liberman, N. (2010). Construal-Level Theory of Psychological Distance. *Psychological review*, 117, 440-463.

## Global Charitable Giving; Message Appealing Strategy

Kim, Hakkyun

Kim, Yong June

Seo, Hyeon Yeong

In appeals for donations, some charities highlight why their programs are important or abstract meanings that individuals' contributions can have. On the other hand, some other charities highlight how their programs are implemented or specific actions that are to be made. Drawing on construal level theory, we posit that abstract, "why" laden appeals will be more persuasive than concrete, "how" laden appeals when psychological distance (via physical distance) is high (vs. low).

One experiment was conducted to test this premise. Specifically, we examined whether the location where the programs of a nonprofit organization were run was far (i.e., a foreign country) or near (i.e., domestically) would moderate the persuasiveness of abstract versus concrete messages. In terms of the procedure, participants were first asked to read a message from a nonprofit organization helping children suffering from rare diseases in their own country or in foreign countries. Then, they indicated the extent to which they were willing to help the nonprofit. To manipulate the message type, we varied the headline as well as the content of the message so as to make one version construed at a low level and the other at a high level. Further, to investigate a moderating role of disease types, we measured the changes in response to when disease names are suggested more specifically due to the variation in the degree of familiarity to the charity subject.

The results of this experiment supported our prediction on the fit effect between physical distance and message type. To be specific, when the appeal was for a foreign cause, abstract messages generated a higher willingness to help the nonprofit. Conversely, when the appeal was for a local cause, concrete messages generated a higher willingness to help the nonprofit. These results indicate construal fit effect in a charitable giving context. Furthermore, we investigated a moderating role of disease types given that such fit effects can be stronger among low- (vs. highly) familiarity of disease. We observed a significant three-way interaction involving the degree of familiarity.

Overall, the current research shows that the fit between physical distance and message type is relevant to the persuasiveness of the message when nonprofits intend to garner public support. Thus, these results suggest that nonprofits can heighten the effectiveness of their persuasive messages by selecting proper message levels, depending on the nature of their causes and familiarity of disease (i.e., whether the context is foreign or local and the types of disease is well-known disease or not).

**Key words:** Charitable Giving, Construal Level Theory, Physical Distance, Familiarity of Disease

\* Associate Professor of Marketing, Business School, Sungkyunkwan University (hakkyunkim@skku.edu)

\*\* Professor of Marketing, Business School, Sungkyunkwan University (paulyjkim@gmail.com)

\*\*\* Ph. D. Student of Marketing, Business School, Sungkyunkwan University (polaris79@hanmail.net)

## 논문발표 Session 3

### Session 3: Global Finance I (Phu Quoc 2)

사회: 이종우(인제대)

- 1. A Legal Study on Social Responsibility of Commercial Bank of China ..... 201
  - 발표자: 노은영, 김용준, 김주원(성균관대)
  - 토론자: 고경일(백석대)
  
- 2. A Panel Analysis on Korea and Emerging Market Discount ..... 213
  - 발표자: 박현수(삼성경제연구소), 양오석(한동대)
  - 토론자: 박영규(성균관대)
  
- 3. Recent Trends in International Business ..... 239
  - 발표자: 강신애(서울과학기술대), 최향미(상명대)
  - 토론자: 김태중(경희대)
  
- 4. Value Investing Based on Intrinsic Value ..... 253
  - 발표자: 안종수(강릉원주대)
  - 토론자: 오세경(건국대)



## 중국 은행법상 상업은행의 사회적 책임에 관한 고찰

노은영

성균관대학교 현대중국연구소 연구교수

(glay961@hanmail.net)

김용준

성균관대학교 경영전문대학원 교수

(pauljykim@gmail.com)

김주원

성균관대학교 현대중국연구소 연구교수

(juwon1123@skku.edu)

### 요 약

평균 9% 성장이라는 외적인 성과는 중국 내부적으로 많은 부작용을 초래하였다. 예를 들어 소득 격차, 빈부 격차 및 지역 격차 등으로 대표되는 사회적인 문제는 중국의 경제성장이 지금까지 이어온 성장세를 지속할 수 없을 것이라는 부정적 견해를 생산하는 주요 원인이 되었다. 이러한 이유로 중국 정부는 CSR에 대한 제도적인 규정이 기업의 지속가능한 발전을 위한 핵심역량으로써 선택적 사항이 아닌 필수적인 사항임을 인식하기 시작하였다. 특히 11.5규획이 시작되고 <회사법>이 개정되었던 2006년은 중국의 CSR 원년이라고 할 수 있다. 중국정부가 11.5규획에서 CSR을 공식적으로 처음 언급하며 사회적 관심을 불러일으켰다면, 2011년 시작된 12.5규획에서는 ‘지속가능한 발전’을 핵심목표로 설정하고 본격적으로 CSR에 대한 구체적인 방안을 기업정책에 반영하고 있다. 본 논문에서는 중국 상업은행의 사회적 책임이 은행법 체계에 어떻게 반영되어 있으며 문제점이 무엇인지, 그리고 향후 상업은행의 사회적 책임과 관련한 입법 방향에 대하여 연구하고자 한다.

**Key Words:** 중국상업은행, 사회적책임, 상업은행법, 회사법, 은행업감독관리위원회

## I. 서론

기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 이하 CSR)에 관한 개념은 매우 다양하여 한마디로 정의내리기 쉽지 않다. Carroll(1979)에 의하면 CSR은 경제적 테두리 안에서 경제활동을 수행하는 경제적 책임, 사회 통념 상 형성된 윤리적 기준을 따르는 윤리적 책임, 법률을 준수하는 법적 책임, 기업의 자발적 사회 공헌을 요구하는 재량적 책임 등 네 가지 책임이 포함된다고 하였다. 최근에는 CSR이 기업의 지속적인 성장을 위한 필수 전략으로 변화하고 있다. 이러한 변화의 주된 원인은 기업이 국가 경제와 사회 전반에 미치는 영향력이 확대되면서 주주뿐만 아니라 근로자, 소비자, 협력업체 등 이해관계자(stakeholders)의 이익도 고려하는 것이 기업의 장기적인 생존을 위한 전제조건이 되었기 때문이다(김용준·홍성화·김주원 2011).

은행도 기업의 한 형태로써 그 사회적 책임 역시 일반기업의 사회적 책임 이론과 같은 맥락에서 이해되고 있다. 하지만 몇 차례의 글로벌 금융위기를 거치며 은행의 외부성, 높은 부채비율 및 공공성 등의 산업적 특수성으로 인하여 은행의 사회적 책임은 일반기업의 사회적 책임보다 더욱 중요하게 부각되기 시작하였다. 이러한 이유로 현재 많은 글로벌 은행들은 자신들의 경쟁력 강화를 위하여 자발적으로 사회적 책임에 관한 내용을 포함하는 보고서를 매년 발표하고 있다. 특히 세계은행 산하의 국제금융공사에서 발표한 ‘적도원칙(The Equator Principles)’은 은행의 사회적 책임에 대한 주요 기준으로, 모호하였던 금융기관의 사회적 책임을 처음으로 명확히 하였다는 데 큰 의미가 있다. 해당 원칙은 환경 파괴 산업이나 인권을 침해하는 기업에 대하여 자금지원을 하지 않는다는 것을 주요 내용으로 하고 있다. 이후, 상업은행의 사회적 책임에 대한 관심은 지속적으로 증가하여, 영국의 금융전문지 ‘The Banker’가 매년 발표하는 글로벌 은행 순위 평가에서 ‘사회적 책임’을 주요 평가항목으로 삼입하기도 하였다(劉志云 2010, 朱慈蘊 2010).

한편, 각 국가의 역사적 배경과 문화 및 경제 구조 등이 모두 상이하기 때문에 모든 국가가 공통적으로 채택할 수 있는 CSR 기준을 마련할 수 있는 지는 회의적이다. 하지만 국제표준화기구(International Organization for Standardization, ISO)는 2010년 사회적 책임의 개념, 기본 원칙, 발전 방향 등의 내용을 포함하는 CSR에 대한 국제 표준(ISO 26000)을 제정하였다. 2011년 현재, 36개 국가에서 ISO 26000을 채택하고 있다. 또한 경제협력개발기구(Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)가 제정한 개정 다국적기업 가이드라인(Guidelines for Multinational Enterprises, 2011)에서도 지역 공동체에 대한 사회적 의무, 고용 및 노사관계, 인권 등의 내용을 규정하고 있다. EU가 발표한 <EU기업의 사회적 책임 전략 2011-14보고서>에서는 CSR에 대한 구체적인 규정을 두고 있으며, 벨기에, 네덜란드, 영국 등 27개 회원국이 이를 채택하고 있다.

주요국의 입법 현황을 살펴보면, CSR에 관한 내용을 처음으로 입법화 한 국가는 미국이다. 미국에는 기업에 깊은 이해관계자를 갖는 자, 즉 채권자, 종업원, 고객, 지역사회 등을 주주인 ‘stockholder’를 모방하여 ‘stakeholder’로 명명하고 이사가 그러한 자의 이익을 고려하여 기업 활동을 행하여야 한다는 CSR에 대한 인식이 광범위하게 확산되어 있으며, 그와 같은 취지의 입법이 이루어져 있다(송호신 2010).

1930년대 초부터 미국의 연방법과 주법은 개정 작업을 통하여 기업이 부담해야 하는 사회적 책임에 관한 규정을 삽입하기 시작하였다. 대표적으로 상장기업 및 증권회사의 종업원에 적용되는 기업개혁법(Corporate and Criminal Fraud Accountability Act of 2002, Sarbanes-Oxley Act)에서는 연방규제기관이나 사용자 등에 대하여 통보하였다는 사실을 이유로 종업원의 해고, 정직, 협박 등 고용 조건상 불공정한 취급을 하지 못하도록 하고 있다(이상운 2010). 최근에는 2008년 미국 발 금융위기의 영향으로 인하여 제정된 「도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자보호법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」에서 금융소비자 보호에 대한 금융기관의 사회적 책임 규정을 마련하였다. 미국에서 CSR을 제도적으로 규정하면서 독일, 영국, 프랑스 등 유럽 등에서도 노동환경, 임금 등과 관련한 기업의 책임을 명문화하기 시작하였다. 일본의 경우, 기업 내부의 도덕적 해이현상이 사회적 문제로 제기되면서 내부통제시스템이 기업으로 하여금 사회적 책임을 부담하도록 하는 중요한 요소로 되었고, 이에 따라 내부통제시스템을 2005년 개정 회사법상 제도로 도입하면서 CSR의 입법화가 이루어지게 된다(곽관훈 2011). 우리나라의 CSR 관련 내용의 입법화 및 사회적 책임에 관한 정보공개는 아직 초기 단계라고 할 수 있다.

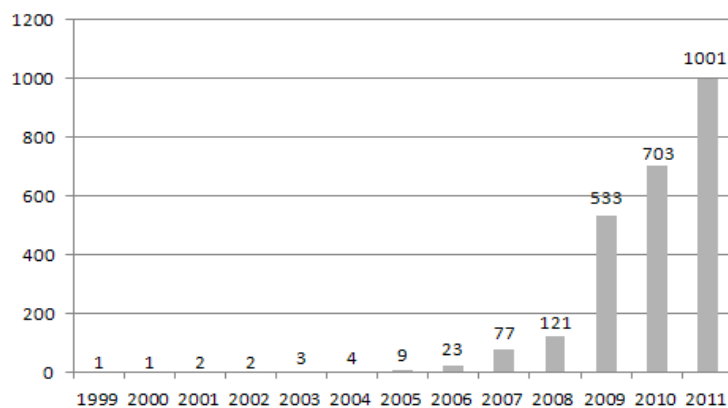
중국에서는 CSR에 대한 논의가 시작된 지는 얼마 되지 않는다. 중국은 덩샤오핑(鄧小平)<sup>1)</sup>의 개혁개방을 시작으로 시장경제 체제를 받아들인 후, 장쩌민(江澤民)과 후진타오(胡錦濤) 정권을 통하여 경제의 외연을 넓히며 세계 경제에서 중국의 영향력을 확대시켜 왔다(노은영·강효백 2012). 하지만 평균 9% 성장이라는 외적인 성과는 중국 내부적으로 많은 부작용을 초래하였다. 예를 들어 소득 격차, 빈부 격차 및 지역 격차 등으로 대표되는 사회적인 문제는 중국의 경제성장이 지금까지 이어온 성장세를 지속할 수 없을 것이라는 부정적 견해를 생산하는 주요 원인이 되었다. 이러한 이유로 중국 정부는 CSR에 대한 제도적인 규정이 기업의 지속가능한 발전을 위한 핵심역량으로써 선택적 사항이 아닌 필수적인 사항임을 인식하기 시작하였다. 특히 중국에서 CSR과 관련된 논의는 후진타오 2기 지도부의 등장과 11.5규획(十一五規劃)이 시작되고 개정 <회사법(公司法)>이 발표될 즈음하여 활발하게 논의되기 시작하였다(최병헌 2008).

2006년 3월 14일 제10차 전국인민대표대회를 통과한 11.5규획에서는 중국이 WTO에 가입한 이후, 국제경쟁력 강화를 위하여 CSR에 대한 기준 마련이 필요함을 지적하였다. 이에 따라, 2005년 <회사법> 개정을 통하여, CSR이론을 처음으로 명문화하였는데, 회사법 개정 전에는 채권자와 근로자의 이익 보호 등을 통하여 간접적으로 CSR에 대한 내용을 반영하였지만 2005년 제4차 개정 <회사법>제5조에서는 “회사의 경영활동은 반드시 법률, 행정법규, 사회공중도덕, 상업도덕을 준수하여야 하고, 신용성실 원칙에 따르며, 정부와 사회의 감독 하에서 사회적 책임을 부담하여야 한다.”고 규정하며 사회적 책임이라는 단어를 직접적으로 반영하고 있다. 하지만 회사 지배구조와 행위 규범에 대한 강제성 측면에서는 아직 CSR이 요구하는 실질적 내용은 미흡한 상태이다. 중국정부가 11.5규획에서 CSR을 공식적으로 처음 언급하며 사회적 관심을 불러일으켰다면, 2011년 시작된 12.5규획에서는 ‘지속가능한 발전(可持續發

1) 본고에서는 이해상의 편의를 위하여 중국의 인명과 지명은 한어병음으로 표기하고, 기타 고유명사는 독음표기를 하고자 한다.

展)’을 핵심목표로 설정하고 본격적으로 CSR에 대한 구체적인 방안을 기업정책에 반영하고 있다. 이러한 중앙정부의 5개년 계획에 부합하고자, 상하이 정부는 2011년 12월 중국 내 처음으로 <상하이시 푸동 지역 사회적 책임 경쟁력지수 보고서(上海市浦東新區區域責任競爭力指數報告)>를 발표하며 푸동 지역의 지속가능 지수를 숫자화 하여 발표하기도 하였다. <그림1>을 보면 11.5규획부터 중국 내 CSR 관련 보고서가 조금씩 증가하다 12.5규획을 준비할 즈음하여 급증한 것을 알 수 있다.

그림 1 중국 CSR 보고서 발표 수량 변화  
(단위: 개)



<자료출처: 趙楊·張曉·王再文 2013>

중국 상업은행의 경우, 중앙정부의 '지속가능한 발전'전략에 따라, 매년 전년도 사업보고서를 공시함과 동시에 사회적 책임 보고서도 함께 발표하고 있다.

지금까지 국내에서 중국 상업은행의 CSR과 관련한 선행 연구는 많지 않다. 김용준·최준환(2011)의 논문만이 중국 상업은행, 특히 중국민생은행의 사회적 책임 활동 사례를 중심으로 연구하였고, 기타 연구는 일반 기업을 대상으로 연구가 되었다. 그 중 정상은(2007)과 최병헌(2008)은 다국적기업의 중국 내 사회적 책임 활동 사례를 연구하였고, 지성구·장명균·최선규(2012)는 중국 소비자가 지각하고 있는 CSR과 그 성과에 대하여 분석하였다. 그리고 김용준·홍성화·김주원(2011)은 중국의 전통상인과 현대기업의 사회적 책임의 연결성에 관한 연구를 진행하였다. 이 외에, 제도적 측면에서 이홍욱·손영기는 중국 내 사회책임위원회제도의 도입에 관한 연구를, 김성은(2009)은 회사법 상 중국 기업의 사회적 책임과 지배구조에 관한 연구를 진행하였다. 하지만 선행 연구 자료는 대부분 중국 내 다국적 기업 혹은 일반 기업을 대상으로 연구가 되었으며, 상업은행에 대한 연구는 부족한 상태이다.

이에 본 논문에서는 중국 상업은행의 사회적 책임이 은행법 체계에 어떻게 반영되어 있으며 문제점이 무엇인지, 그리고 향후 상업은행의 사회적 책임과 관련한 입법 방향에 대하여 연구하고자 한다.

## II. 중국의 상업은행과 은행법 체계

### 2.1 중국 상업은행의 구분

중국의 상업은행을 소유구조에 따라 분류하면, 국유상업은행, 주식제 상업은행<sup>2)</sup>, 도시상업은행, 농촌 상업은행 등 크게 네 가지 유형으로 구분된다. 국유상업은행은 중국 재정부와 중앙회금투자유한책임회사(中央匯金投資有限責任公司, 이하 회금회사)가 최대주주로 있는 은행을 의미하며, 공상은행(工商銀行), 농업은행(農業銀行), 건설은행(建設銀行), 중국은행(中國銀行) 등 4개 은행이 있다. 1983년 공상은행이 설립되며, 중화인민공화국 건국 이후 인민은행이 유일하던 중국의 은행체제는 농촌금융을 담당하는 농업은행, 외환업무를 담당하는 중국은행, 국가 건설 사업의 자금 조달 업무를 담당하는 건설은행, 기업(국유기업)의 예대업무를 담당하던 공상은행 등 4개의 전문은행 체제를 구축하였다.

하지만 개혁개방이 심화되고 경제발전이 촉진되면서 대출수요가 급증하게 되자, 4대 전문은행의 업무구분이 사실 상 무의미하게 되었다.<sup>3)</sup> 이러한 이유로, 중국 국무원은 <금융체제 개혁에 관한 결정(關於金融體制改革的決定)>을 통하여 4대 전문은행을 모두 국유상업은행으로 전환하였다. 전국적인 영업망을 갖춘 주식제 상업은행은 중신은행(中信銀行), 광대은행(光大銀行), 화하은행(華夏銀行), 평안은행(平安銀行, 구 심천발전은행), 초상은행(招商銀行), 민생은행(民生銀行), 흥업은행(興業銀行) 등 13개 은행을 포함하고 있다. 이 중에서 민생은행을 제외한 모든 은행은 국유기업이나 지방정부의 출자를 통하여 설립되었기 때문에 실질적 의미에서는 국유은행이라고 할 수 있다(노은영·강효백 2012, p247).

그리고 국가 중점 프로젝트의 자금조달을 담당하던 국가개발은행(國家開發銀行)은 2008년 10월 정책성은행에서 국가개발은행주식회사로 전환하며 6번째 국유상업은행으로의 변화를 모색하고 있다. 그 외에 은행업감독관리위원회(銀行業監督管理委員會, 이하 은감회)의 2011년 사업보고서에 의하면, 도시상업은행은 144개, 농촌상업은행은 212개가 지역 금융을 담당하고 있어, 현재 중국 내에서 총 373개의 상업은행이 경영활동을 전개하고 있다. 이에 본 논문에서는 중국 상업은행의 범위를 전국적인 영업활동 권한이 있는 국유상업은행과 주식제 상업은행에 한정하여 연구를 진행하고자 한다.

2) 주식제(股份制)란, 주식회사 형태의 상업은행을 의미한다. 현재 4개의 국유상업은행 역시 주식회사 형태지만, 중국 내에서는 상업은행 구분의 편의를 위하여 국유상업은행 앞에는 주식제라는 단어를 붙이지 않고 있다.

3) 4대 전문은행 시기의 업무충돌은 '農業進城、中行上岸、建行進廠、工行下鄉'으로 표현되는데, 그 의미는 '농업은행이 도시로 들어오고, 중국은행이 내륙으로 들어오며, 건설은행이 공장으로 들어가고 공상은행이 농촌으로 내려간다'는 것으로 전문은행 사이의 업무가 겹치는 것을 우회적으로 표현한 것이다(노은영·강효백 2012, p246).

## 2.2 중국의 은행법 체계

### 2.2.1 중국식 사회주의 법률 체계

2011년 3월 10일 중국의 전국인민대표대회 상무위원회 위원장 우방궈(吳邦國)는 11기 전인대 4차 회의에서 중국 특색의 사회주의 법률체계를 완성하였다고 발표하였다. 이는 1997년 중국공산당 15차 전국대표대회에서 중국의 법률체계 수립 계획이 처음 언급된 이후, 14년 만의 일이다. 중국 특색의 사회주의 법률체계란 헌법을 중심으로 하여 헌법 관련법, 형법, 민상법, 경제법<sup>4)</sup>, 행정법, 사회법, 소송법 및 非소송절차법 등 7개의 부문법으로 구성되고, 법률, 행정법규, 지방성 법규 등의 세 단계로 나누어진 법률체계를 의미한다.

중국의 법률 체계를 구체적으로 살펴보면, 법률을 제정한 기관에 따라서 기본법률, 기타법률, 행정법규, 부문규정, 지방성 법규, 지방성 규정 등으로 구분된다. 기본법률이란 전국인민대표대회(이하 전인대)에서 제·개정 되는 법으로 형사, 민사, 국가기관과 관련된 규범성 문건이다. 일부 학자들은 이러한 기본법률을 '소헌법'이라고 부르기도 한다(葛洪義 2002). 기타법률이란 전인대상무위원회에서 제·개정 되는 법률을 가리키며 전인대에서 제·개정되어야 하는 기본법률 이외의 규범성 문건이다. 전인대상무위원회는 전인대 폐회기간 동안 전인대가 제정한 기본법률의 기본원칙에 위배되지 않는 범위 내에서 해당 법률에 대한 제·개정권을 갖는다. 한편 <중화인민공화국헌법(中華人民共和國憲法)> 제62조 제11항에 따르면 전인대에서는 전인대상무위원회에서 제정한 기타법률을 폐지하거나 개정할 수 있도록 하고 있어, 기본법률이 기타법률보다 우위에 있다고 할 수 있다.

입법기관의 의결을 거치지 않고 헌법에 근거하여 중앙행정기관에 의하여 제정된 성문법을 한국에서는 명령이라 하고 중국에서는 행정법규(국무원 제정), 부문규정(국무원 산하의 각 부서 제정)이라고 한다(강효백 2010). 그 중 행정법규는 헌법과 기본·기타법률 다음의 법적효력을 가지며 일반적으로 지도, 의견, 결정, 방법 등의 이름으로 공포된다. 따라서 중국에서는 기본·기타 법률 등 법이라고 명칭 된 법률 이외에도 지도, 의견, 결정, 방법 등 역시 동일한 법적 효력을 가지고 있다는 점에 주의하여야 한다. <중화인민공화국입법법(中華人民共和國立法法)> 제63조와 64조에 의하면, 지방성 법규는 성, 자치구, 직할시의 인민대표대회 및 그 상무위원회가 해당 지역의 상황과 요구를 바탕으로 헌법, 법률, 행정법규에 위배되지 않는 범위 내에서 제정하는 법률을 가리키며 그 법적 효력은 해당 지역에서만 발생한다. 지방정부 규정은 지방인민 정부가 제정한 규범성 문건을 가리킨다. 중국 법률의 효력 순위를 살펴보면 제일 상위에 있는 것이 헌법이며 그 다음으로 기본법률, 기타법률, 행정법규, 지방성 법규, 부문규정, 지방성 규정의 순이라고 할 수 있다.

4) 중국에서 경제법이란 국가가 경제를 운용하는 과정 중에 형성되는 특정한 경제관계를 규범하는 법으로 거시경제와 미시경제의 관리를 모두 포함하고 있다. 史際春(2005), 經濟法, 中國人民大學出版社, 26면.

## 2.2.2 중국의 은행법 체계

앞서 서술한 중국식 사회주의 법률체계를 토대로 중국의 상업은행 관련 법제를 살펴보면 기타법률과 부문규정, 지방성 법규 및 지방성 규정으로 구분할 수 있다. 그 이유는 은행과 관련한 법률 중 기본법률에 해당하는 법은 중국의 중앙은행인 <중국인민은행법(中國人民銀行法)>이 유일하며, 현재까지 국무원이 제정한 상업은행 관련 행정법규는 없는 상태이기 때문이다.

기타법률에 해당하는 것은 <상업은행법(商業銀行法)>과 <회사법>이다. 1992년 중국은 사회주의 시장경제체제를 공식적으로 확정한 이후, 현대기업제도의 도입을 위하여 1993년 제8차 전인대 상무위원회 제5차 회의를 통과하여 <회사법>을 제정하였다. 제정 이후 현재까지 아시아금융위기와 기업지배구조 개혁의 요구 등으로 인하여 1999년과 2005년 두 차례 개정된 바 있다(盧恩泳 2011). <상업은행법>의 제정은 1995년 제8차 전인대 상무위원회 제13차 회의를 통과한 이후 2003년 한 차례 개정되었다. 이는 2003년 은감회가 설립되면서 그동안 인민은행이 담당하던 은행업 금융기관의 감독업무를 은감회에 이관하도록 하고, 인민은행에도 여전히 일부 감독기능을 부여하기 위하여 개정된 것이다.<sup>5)</sup> 현재 국유상업은행과 주식제 상업은행은 모두 주식회사 형태이며, 주식회사는 일률적으로 <회사법>의 적용을 받게 된다. 이를 뒷받침 하는 근거 조항으로는 <상업은행법> 제17조 조항이 있다. 즉 “상업은행의 조직형식, 조직기관에 대한 내용은 <회사법>의 규정을 적용한다.”고 하였다. 따라서 <회사법>과 <상업은행법>은 중국 상업은행 법률의 두 축이라고 할 수 있다.

부문규정에 해당하는 규범성 문건은 현재 22개가 있으며, 대표적으로는 은감회가 발표한 <주식제 상업은행 지배구조 지침(股份制商業銀行公司治理指引)>, <주식제 상업은행 사외이사 및 외부감사 지침(股份制商業銀行獨立董事和外部監事制度指引)>, <국유상업은행 지배구조 및 감독 지침(國有商業銀行公司治理及相關監管指引)>, <상업은행 내부통제평가시행방법(商業銀行內部控制評價試行辦法)> 등이 있다.

## III. 은행법상 상업은행의 사회적 책임에 관한 주요 내용

### 3.1 사회적 책임 관련 규범성 문건의 발전 과정<sup>6)</sup>

상술한 바와 같이, 중국에서는 12.5규획의 핵심목표인 ‘지속가능한 발전(可持續發展)’이라는 큰 틀에서 CSR에 대한 구체적인 방안을 기업정책에 반영하고 있다. 2010년 10월 18일, 중국 공산당 제17차 중

5) 그 외에, <상업은행법>의 개정은 금융개혁 심화에 따른 상업은행법 개정에 대한 필요성 대두, 바젤은행감독위원회(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)의 은행지배구조 강화지침(Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations, 1999)을 반영하기 위하여 개정된 것이다. 2003년 8월 22일 제10차 전인대 상무위원회 제4차 회의에서 은감회 주석 리우밍강(劉明康)의 <상업은행법 수정안에 관한 설명(關於中華人民共和國商業銀行法修正案(草案)的說明)>자료 참고.

6) <중앙기업의 경제운영 보고(中央企業經濟運行報告)>, <중앙기업의 기업문화건설 보고(中央企業企業文化建設報告)> 등 중앙기업의 발전 관련 보고를 매년 출판하고 있는 중국경제출판사가 2010년부터 출판하고 있는 <중앙기업 사회적 책임 이행에 관한 보고 2012(中央企業履行社會責任報告——2012——)>의 3-10면을 참고하였음.

양위원회 제5차 전체회의를 통과한 <국민경제와 사회발전의 12.5규획 제정에 관한 건의(中共中央關於制定國民經濟和社會發展第十二个五年規劃的建議)>에서는 “기업의 사회적 책임을 강화하여 경제발전의 내실을 다지도록 하며, 국가의 거시경제 발전 정책과 부합하여 환경오염을 줄이고 자원 낭비를 감소시켜 국민의 기본적인 권익 향상에 힘쓰도록 한다.”는 내용이 담겨 있다. 이러한 이유로 12.5규획을 전후하여, CSR과 관련한 많은 규범성 문건들이 발표된다. 대표적으로 2008년 국유자산감독관리위원회(國有資產監督管理委員會, 이하 국자위)는 <중앙기업의 사회적 책임 이행에 관한 지도 의견(關於中央企業履行社會責任的指導意見)>을 발표하였고, 2010년 환경보호부(環境保護部)는 <상장회사 환경 정보 공개 지침(上市公司環境信息披露指南)>에 관한 의견수렴을 실시한바 있다. 2011년 9월, 국자위는 <중앙기업의 12.5규획의 화해발전 전략 실시 요강(中央企業“十二五”和諧發展戰略實施綱要)>에서 지속가능한 발전의 핵심은 기업의 사회적 책임임을 명시하였다. 그리고 이듬해인 2012년 5월, 국자위는 <국자위의 중앙기업 사회적 책임 지도위원회 설립에 관한 통지(關於成立國資委中央企業社會責任指導委員會的通知)>에서 국자위 산하에 중앙기업 사회적 책임 지도위원회 설립을 결정하였다.

지방기업의 경우, 상하이시는 가장 처음으로 CSR에 관한 지침을 발표하였으며, 꾸이조우성(貴州省)은 중국 내 처음으로 꾸이조우의 국유기업 사회적 책임 현황 및 평가를 주요내용으로 하는 CSR 관련 청서(Blue Book)를 공개하였다.

## 2.2 은행법상 상업은행의 사회적 책임에 관한 주요내용

상기한 내용을 통하여, 국자위는 2008년부터 꾸준히 중앙기업의 사회적 책임에 관한 부문규정을 발표하여 왔음을 살펴보았다. 중앙기업이란 광의로는 국자위가 관리하는 국유기업, 은감회 등이 관리하는 금융회사, 국무원 산하의 기타기관이 관리하는 담배, 황금 등을 영위하는 국유기업을 포함하지만, 협의의 중앙기업은 국자위가 관리하는 일반 국유기업만을 지칭한다. 중국 내에서는 통상적으로 중앙기업이라 함은 국자위가 관리하는 기업인 협의의 개념을 채택하고 있다. 일반적으로 국자위는 일반 국유자산을 관리하고 국유금융자산의 관리는 회금회사가 맡고 있다. 따라서 중국의 국유상업은행과 주식제 상업은행 등의 금융기관은 국자위의 관리를 받는 기업이 아니다. 회금회사는 중국의 중점금융기관에 국유금융자산을 투자하고 국가를 대신하여 주주역할을 담당하고 있으며, 현재 회금회사가 대주주로 있는 금융기관은 중국의 주요 상업은행, 증권, 보험회사 21곳이며, 전체 국유금융자산의 60%이상을 보유하고 있다(노은영·강효백 2012, p265). 회금회사는 <회사법> 상, 국유독자회사의 성격을 가지므로 국무원 직속의 특설기관인 국자위와 달리 법적 효력이 있는 규범성 문건을 제정할 수 없다. 이러한 이유로 국자위가 제정한 일련의 중앙기업의 사회적 책임 관련 규정은 상업은행에 대해서는 적용할 수 없다고 봐야 할 것이다.

국유상업은행의 경우, 2006년 건설은행이 4대 은행 중에서 가장 먼저 <2006년 사회적 책임 보고서>를 공시한 것을 시작으로, 공상은행과 농업은행은 2007년부터, 중국은행은 2008년부터 <사회적 책임 보고서>를 매년 발표하고 있다. 4대 국유상업은행 중 대표적으로 공상은행의 <2012년 사회적 책임 보고서>에는 사회적 책임 전략과 관리(社會責任戰略與管理), 가치은행(價值銀行), 브랜드 은행(品牌銀行), 녹

색은행(綠色銀行), 신용은행(誠信銀行), 화해은행(和諧銀行), 애심은행(愛心銀行) 등으로 구분하여 관련 내용을 비교적 상세히 공시하고 있다. <표1>참조.

<표 1> 2012년 공상은행 사회적 책임 보고서

구분	관련 내용	페이지 수
사회적 책임 전략과 관리	회사현황, 회사소개, 지배구조, 책임이념 이해관계자 참여, 책임관리, 사회평가	p15~28, 총13p
가치은행	실물경제협력, 신흥산업 지원, 지역경제 촉진, 중소기업 지원 "삼농(三農)" 확대, 보장성 주택 서비스, 민족경제 지원	p29~48, 총19p
브랜드은행	고객서비스 향상, 글로벌 책임 강화, 일류브랜드 건립	p49~64, 총15p
녹색은행	녹색 신용대출 및 생태문명 건설, 전자은행 확대 자원절약 배양, 녹색업무 지도, 환경보호 협력	p65~82, 총17p
신용은행	소비자권익보호, 투자자관계 관리, 책임구매 지적재산권 보호, 금융범죄 예방	p83~98, 총15p
화해은행	직원 관리 및 직원 권익보호, 직원 의견 수렴 직원 발전 지도, 온화한 분위기 조성, 문화융합 추진 등	p99~108, 총9p
애심은행	빈곤층 지원, 사회공익 문화체육사업 지원, 봉사활동, 해외 봉사	p109~126, 총17p

<자료출처: <2012년 공상은행 사회적 책임 보고서>참조하여 작성>

주식제 상업은행의 사회적 책임 행보는 국유상업은행 보다 조금 앞선다고 할 수 있다. 2008년 9월, 13개 주식제 상업은행은 <전국 주식제 상업은행의 사회적 책임 선언(全國股份制商業銀行社會責任宣言)>(이하 선언)에 동의하므로써, 중국 정부의 거시정책인 경제와 환경의 '지속가능한 발전'에 합류였다. 해당 <선언>의 주요내용을 살펴보면, 환경과 자원을 보호함을 원칙으로 하고, 국내외의 사회적 책임 우수사례를 참고하여, 투명한 정보공개와 효율적인 지배구조를 구축하여 은행 이해관계자의 합법적 이익을 보장하는 등의 내용을 포함하고 있다.

현재 중국 상업은행의 사회적 책임에 관한 법률·법규는 크게 세 가지 형태로 존재하고 있다고 할 수 있다. 첫 번째는 은감회가 제정한 상업은행의 사회적 책임에 관한 종합적 부문규정이며, 두 번째는 상업은행 사회적 책임의 주요내용이라고 할 수 있는 녹색금융, 지배구조와 정보공개 관련법이며, 마지막으로 지방정부가 제정한 지방성 규정 등에서 CSR 관련 내용을 찾을 수 있다. 먼저, 2007년 12월 은감회는 <은행업 금융기관의 사회적 책임 강화에 대한 의견(關於加強銀行業金融機構社會責任的意見)>(이하 사회적 책임 의견)에서 처음으로 은행에 대한 사회적 책임을 명문화하였다. <사회적 책임 의견>에서는 은행의 사회적 책임이 은행 경쟁력 강화를 위한 필수조건이며, 이를 위하여 지배구조 개선과, 금융질서 유지 및 공공이익 증진 등 은행의 공공성 부분을 더욱 강조하였다.

CSR과 관련이 깊은 녹색금융, 지배구조를 두고 살펴보면, 녹색금융과 관련하여 2012년 은감회는 <녹색신용대출 지침(綠色信貸指引)>을 발표하며, 환경오염 기업에 대한 대출 제한 등의 내용을 규정하고 있다. 상업은행의 지배구조와 관련하여서는 2003년 공산당 16기 3중 전회를 통과한 <사회주의 시장경

제 체제 개선에 관한 결정 (中共中央關於完善社會主義市場經濟體制若干問題的決定)>에서 은행의 지배구조 개선을 강조하였다. 중국 정부의 은행지배구조 개선 노력은 먼저 주식제 상업은행의 지배구조에 서부터 출발하였다. 은감회는 2002년 <주식제 상업은행 지배구조 지침>(이하 주식제 상업은행 지침)을 제정하였다. <주식제 상업은행 지침>은 일반기업에 비하여 은행의 사외이사 비중을 높이도록 규정하고 있으며, 은행의 이사회 산하에 특수관계인 거래제재위원회(關聯交易控制委員會), 리스크관리위원회(風險管理委員會), 보수위원회(薪酬委員會), 인사위원회(提名委員會)를 반드시 설치하도록 하고 있다. 국유 상업은행의 경우에는, 2006년 은감회가 <회사법>, <상업은행법>을 토대로 발표한 <국유상업은행 지배구조 및 감독 지침>(이하 국유상업은행 지침)이 지배구조 관련 대표적인 부문규정이다. <국유상업은행 지침>이 <주식제 상업은행 지침>과 가장 다른 점은, 이사회 산하 소위원회의 구성을 추가적으로 전략기획위원회(戰略規劃委員會)와 감사위원회(審計委員會)를 설치하도록 규정한 것이다.<sup>7)</sup>

지방성 규정으로는 대표적으로 2007년 상하이시 은행감독국이 발표한 <상하이 은행업 금융기관 사회적 책임에 관한 지도의견(上海銀行業金融機構企業社會責任指引)>(이하 상하이 지침)이 있다. <상하이 지침>에는 상하이시에 위치한 은행업 금융기관들이 과학발전관에 근거하여, 경제, 사회 및 환경의 3가지 방면에서 지속가능한 발전을 추진하여야 한다고 규정하고 있으며, 이를 위하여 자원절약 및 환경보호, 대중의 사회적 책임의식 제고 등을 강조하고 있다.

#### IV. 중국 상업은행 사회적 책임의 발전 방향

중국 은행법상 상업은행의 사회적 책임 관련 규정은 다음과 같은 문제점을 안고 있다. 먼저 입법적인 관점에서 살펴보면, 현재 대부분의 상업은행 사회적 책임 관련 내용은 다양한 법규 속에 산발적이며 부분적으로 규정되어 있다. 은감회에서 은행업 금융기관에 대한 사회적 책임 규정을 마련하였지만, 이는 내용이 비교적 추상적이고 모호한 것이 많다(朱文忠 2009). 예를 들어, 제3조에서 “사람을 근본으로 하여 직원의 합법적 권익을 중시하도록 한다.”고 규정하였지만, 사람을 근본으로 하는 것이 구체적으로 무엇인지, 합법적 권익의 범위와 내용은 무엇인지 전혀 명시되어 있지 않다. 따라서 상업은행의 사회적 책임 관련 규정은 모든 조항을 구체적으로 세분화 하는 작업이 필요할 것이다. 두 번째로 집법적인 관점에서 보면, 은감회의 규정과 지방성 규정 어디에도 사회적 책임의 평가기준과 관련 규정 위반 시 처벌 조항이 마련되어 있지 않다. 평가기준이 없다는 것은 상업은행의 사회적 책임 현황을 판단하는 근거가 없음을 의미하여 사회적 책임에 대한 자의적 해석을 가능하게 한다. 그리고 처벌 조항이 없는 것은, 법 집행의 강제성이 결여된 것으로 상업은행으로 하여금 사회적 책임을 은행 경영의 핵심 역량이 아닌 ‘보여주기’식의 경영으로 전락할 빌미를 제공할 수 있을 것이다. 이러한 이유로, 중국의 법학계에서는 금융기관 전체를 대상으로 하는 사회적 책임 준칙을 제정할 것을 촉구하고 있다.

7) 국유상업은행과 주식제 상업은행의 지배구조와 관련한 자세한 내용은 노은영·강효백, “중국 국유상업은행 지배구조에 관한 법적 연구”, 경희법학 제47권 제2호, 경희법학연구소, 2012 참고.

## 참고문헌

- 곽관훈(2011), "계속기업(Going Concern)의 관점에서 본 기업의 사회적 책임(CSR)과 회사법", 한양법학 제34집, 한양법학회.
- 김성은(2009), "중국기업의 사회적 책임과 지배구조에 관한 연구", 경영법률 제19집 제2호, 한국경영법률학회.
- 김용준, 김주원(2008), "중국진출기업의 CSR과 경영성과에 관한 사례연구", 고객만족경영연구, 제10권 제2호, 한국고객만족경영학회.
- \_\_\_\_\_, 홍성화, 김주원(2011), "중국전통상인과 현대기업의 사회적 책임에 관한 연구", 경영사학, 제59권, 한국경영사학회.
- \_\_\_\_\_, 최준환(2011), "중국 상업은행의 CSR유형 분석-중국민생은행의 사회적 책임 활동 사례를 중심으로-", 중소기업 제35권 제2호, 한양대학교 아태지역연구센터.
- 노은영, 강효백(2012), "중국 국유상업은행 지배구조에 관한 법적 연구", 경희법학 제47권 제2호, 경희법학연구소.
- 송호신(2010), "기업의 사회적 책임(CSR)에 대한 배경과 회사법적 구현", 한양법학 제29집, 한양법학회.
- 이상운(2010), "기업의 사회적 책임(CSR)의 공법적 과제", 아주법학 제4권 제1호, 아주대학교 법학연구소.
- 이홍욱, 손영기(2010), "중국 기업의 사회적 책임에 관한 사회책임위원회제도의 도입 검토", 중국법연구 제14집, 한중법학회.
- 정상은(2007), "다국적기업의 중국 내 사회적 책임(CSR) 활동 분석", 국제지역연구 제11권 제1호, 한국외국어대학교 국제지역연구센터.
- 지성구, 장명균, 최선규(2012), "중국 소비자가 지각한 기업의 사회적 책임과 성과", 한국유통학회 학술대회 발표논문집.
- 최병헌(2009), "중국 IT기업들의 사회적 책임 활동 유형 분석 : 차이나 모바일(China Mobile), 레노보(Lenovo), 화웨이(Huawei) 사례를 중심으로", 중소기업 제33권 제1호, 한양대학교 아태지역연구센터.
- 盧恩泳(2011), "銀行治理結構研究——以韓中比較爲中心", 中國人民大學法學院博士學位論文.
- 劉志云(2010), "商業銀行社會責任的興起及其督促機制的完善", 法律科學 2010年第一期.
- 王利等(2011), 中國金融中心發展報告(2010~2011), 社會科學文獻出版社.
- 朱慈蘊(2010), "論金融中介機構的社會責任", 清華法學 2010年第1期.
- 朱文忠(2009), 商業銀行企業社會責任標準與機制研究, 經濟管理出版社.
- 趙楊、張曉、王再文(2013), 中央企業履行社會責任報告, 中國經濟出版社.
- 中華人民共和國憲法
- 中華人民共和國立法法
- 中華人民共和國公司法

中華人民共和國商業銀行法

中國特色社會主義法律體系白皮書

股份制商業銀行公司治理指引

股份制商業銀行獨立董事和外部監事制度指引

關於成立國資委中央企業社會責任指導委員會的通知

關於中央企業履行社會責任的指導意見

國有商業銀行公司治理及相關監管指引

中央企業“十二五”和諧發展戰略實施綱要

工商銀行 2012年度社會責任報告

上海銀行業金融機構企業社會責任指引

上海市浦東新區區域責任競爭力指數報告

關於加強銀行業金融機構社會責任的意見

綠色信貸指引

中共中央關於制定國民經濟和社會發展第十二個五年規劃的建議

中共中央關於完善社會主義市場經濟體制若干問題的決定

OECD, Guidelines for Multinational Enterprises, 2011.

BCBS, Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations, 1999.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

Carroll, A. B(1979), "A Three-Dimensional Coneptual Modelof Corporate Performance", *Academy of Management Review*.

## 코리아 디스카운트와 신흥국 디스카운트에 관한 패널분석

### A Panel Analysis on Korea and Emerging Market Discount

박현수(삼성경제연구소)

양오석(한동대 경영경제학부)

#### 요 약

최근 한국 기업들의 주가가 외국 기업들의 주가에 비해 저평가되어 있다는, 소위 ‘코리아 디스카운트’에 대한 주장과 함께, 그 원인이 한국의 낙후된 기업지배구조라는 주장도 강하게 대두되고 있다. 즉 한국 주식시장의 주가수익비율(PER)이 다른 나라들에 비해 현저히 낮고, 이는 곧 기업지배구조의 취약성에 기인한다는 견해이다. 취약한 지배구조에 인해 국내외 투자자들이 한국 기업들을 외면하고, 그 결과 주가가 저평가되어 주주들의 이익이 침해되고 있다는 것이다. 하지만 ‘코리아 디스카운트’가 실제로 존재하는지, 만일 존재한다면 기업지배구조의 취약성이 그 원인인지 등에 대한 객관적 검증이나 실증적 분석이 부족하여 이런 주장의 진위를 판단하기 어렵다. 본 보고서에서는 기존 주장이나 연구를 검증하고, 그 약점을 보완하여 ‘코리아 디스카운트’의 존재 여부와 이에 대한 기업지배구조의 영향을 분석했다.

우선 보다 객관적이고 동일한 기준을 적용하여 각국의 주가수익비율(PER)을 비교한 결과, 한국 주식시장이 일본이나 미국을 제외한 여타 선진국이나 신흥시장국에 비해 낮지 않다는 사실을 발견할 수 있었다. 또한 현재의 주가지수가 1986~88년 수준보다 낮다는 사실을 ‘코리아 디스카운트’의 증거로 삼는 주장도 근거가 약하다. 주가는 주당순이익에 비례하는데, 주가가 낮은 것은 과다한 유상증자로 인해 주당순이익이 15년 전보다 감소함으로써 주가가 하락했기 때문이다. 또한 기존 연구의 약점을 보완하여 선진국과 신흥시장국을 포함한 10개국의 500개 기업을 대상으로 분석한 결과, 기업의 시장가치에 영향을 미칠 수 있는 여러 변수들과 신흥시장국들에 공통적으로 적용되는 소위 ‘신흥시장 디스카운트’ 요인을 제외하고 나면 한국 기업들에게서 추가적인 ‘코리아 디스카운트’ 현상을 발견할 수 없었다. 요컨대 신흥시장 디스카운트는 존재하지만 ‘코리아 디스카운트’는 존재하지 않는다는 것이다.

이러한 신흥시장 디스카운트가 기업지배구조에 의한 것인지에 대해 추가적으로 분석한 결과, 이를 확인할 수 없었다. 지배구조가 우수한 기업들의 주가가 다른 기업들에 비해 시장에서 더 높게 평가를 받지 않는 것으로 나타났으며, 소유권과 지배권의 차이인 괴리도가 기업의 시장가치에 의미있는 영향을 미친다는 증거도 발견할 수 없었다. 다만 지배주주의 지배권이 증가할수록 주가가 저평가되는 현상을 발견할 수 있었는데, 이는 지배주주의 지배권이 높은 기업들의 수익력이 낮기 때문이 아니라 최근 사모펀드 등 외국인 투자자들의 투자패턴에 기인하는 것으로 판단된다. 즉 지배주주의 지배권이 중간 수준인 기업들의 경우에 지배권이 증가할수록 그린메일 등 경영권에 대한 압력을 행사할 수 있는 여지

가 줄어들기 때문에 외국인들이 이런 기업에 대한 투자를 회피하게 된다는 사실이 저평가의 원인일 수 있다.

결론적으로 ‘코리아 디스카운트’의 존재는 인정하기 어렵거나, 존재한다 하더라도 이는 지배구조와 의미있는 관계가 없다고 보여진다. 다만 한국 주식시장의 규모가 경제규모에 비해 작고 주가수준도 과거에 비해 낮기 때문에 국부의 유출을 초래할 수 있다. 이를 극복하기 위해서는 기업 차원이나 시스템 차원에서 구조조정을 통하여 기업들의 수익성을 높이는 동시에, 정책적으로 시장의 수요기반과 인프라를 강화하는 등 여타 신흥시장국들과의 차별화에 노력해야 한다.

## Abstract

Recently the stock prices of Korean firms are being valued lower than of foreign firms, together with the idea of the ‘Korea Discount,’ the cause of this phenomenon is known to be because of poor corporate governance structure. Thus, the PER (price-to-earnings ratio) of the Korean stock market is lower compared to other countries, and this contributes to the cause of the weak corporate governance in Korea. Because of the poor corporate governance, domestic and foreign investors tend to turn away from Korean firms, and this result to low valuation of Korean stock prices with the violation of stockholders’ profits. But this argument’s authenticity is difficult to prove because the verification and analysis of whether the ‘Korea Discount’ actually exists and if it exists, whether poor corporate governance structure is the cause of this phenomenon is limited. This report was written to verify the existing claims on the research, and to supplement this weakness and analyze the effect of corporate governance structure on the existence of ‘Korea Discount.’

First, through the application of objective views and standards in comparing the PER of each country, the Korean stock market was found to be not as low as expected when compared to the stock markets in the emerging markets and developed countries with America and Japan as exceptions. Also, the fact that the current stock price index was lower than the standards in 1986~88 can be considered as proof to ‘Korea Discount’ is weak. Stock prices are proportional to EPS (earnings per share) because the stock prices have decreased due to decrease in the EPS compared to the last 15 years with excess paid-in-capital increase. In supplementing the weakness of the existing studies, analysis of 500 companies in 10 countries from emerging and developed countries shows that if ‘Emerging Market Discount’ factors that commonly apply to emerging markets and the other variables that affect the firms’ market value are excluded, there were no additional ‘Korea Discount’ phenomena that could be found in Korean firms. In short, emerging market discounts do exist but ‘Korea Discount’ does not.

With additional research on whether these emerging market discounts were caused by corporate governance structure, this argument could not be verified. Firms with outstanding governance structures were found to have lower stock price valuation compared to other firms in the market. No evidence could also be found

that alienation, as the difference between supremacy and ownership, influence the firm's market value. But the more controlling shareholders' control increased, the lower the stock price was valued. This was not because of the low profit of firms with high controlling shareholders, but because of private equity and the investing patterns of other foreign investors. Therefore, as middle-level controlling shareholders increase their control, the margin of pressure on greenmail and other management rights decrease thus making the foreign investors turn away from these kind of firms could be considered as the cause of the low valuation.

In conclusion, it is hard to admit the existence of "Korea Discount", and even with its existence, it does not have any correlation with the Corporate Governance. However, the size of the Korean stock market is relatively small comparing with the size of its economy, and Korean share price level is also lower than the past years indicating the possibility to lead the outflow of national wealth. To prevent this, the Korean stock market has to be differentiated with the emerging market countries by improving infrastructure and demand base with the profitability at the same time at the corporate level or the system level through structural adjustment.

## I. 서론

2010년 11월 서울에서 개최된 G20 정상회의는 세계 13위 경제대국인 우리나라가 그 동안 위상에 걸맞은 국제적 대우를 받지 못하다가 비로소 국제사회에서 위상 변화를 일으킨 대 사건으로 회자되고 있다. 번번이 우리 경제의 발목을 잡아 왔던 코리아 디스카운트(한국 저평가)에서 벗어나 '코리아 이니셔티브'를 구체화하는 계기를 마련하였다는 것이 일반적 평가이다. 여기서 말하는 코리아 디스카운트란 우리나라 기업이나 제품 및 국가신용도 등에 대한 자산가치평가에서 실질가치 보다 낮게 평가되는 현상을 일컫는다. 즉 가치평가에 적용하는 자본비용인 할인율이 타국의 경우에 비해 상대적으로 높다는 의미이다.

코리아 디스카운트의 존재에 대한 근거로 주로 주가수익비율(PER)<sup>1)</sup>이나 장부가치대비주가(PBR)<sup>2)</sup> 등의 지표가 다른 주요국 증시에 비해 낮다는 점을 거론한다. 2012년 말 기준 우리나라 PER(단위: 배)는 12.9를 기록하면서 1990년 이후 평균(15.0)에 비해 13.6%, 2003년 이후 평균(13.4)에 비해 3.9% 낮은 수준을 보이고 있다.<sup>3)</sup> 2010년 유럽 재정위기 사태로 PIGS 국가들이 흔들리고 있을 때 우리나라 기업 실적<sup>4)</sup>은 양호한 편이었음에도 불구하고 MSCI(모건스탠리캐피탈인덱스) 12개월 예상치 기준으로 주가수

1) 주가가 기업이 벌어들이는 이익에 비해 얼마나 비싼지를 판단할 수 있는 지표로, 현재 주가를 주당순이익(EPS)으로 나눈 값. 보통 PER가 낮을수록 주가가 저평가된 것으로 봄.

2) 주가순자산비율

3) 2000~2004년 평균(약 20)

4) 한국거래소의 경우 사업실적 지표로 PER, PBR, 배당수익금 등 세 가지 지표를 홈페이지와 체크(CHECK)단말기를 통해 공개한다.

익비율(단위: 배)<sup>5)</sup>이 2010년 5월 30일 현재 포르투갈(11.73배), 이탈리아(10.10배), 스페인(8.71배)에 비해 낮은 수준인 8.7배를 기록했다.<sup>6)</sup> 2000년대 초반까지만 해도 신흥국 시장보다 낮고 선진국 PER의 50~60% 수준에 불과했던 우리나라 PER가 최근에는 개선되는 모습을 보이고 있다. MSCI(모건스탠리캐피탈인덱스) 12개월 예상치 기준으로 살펴본 주가수익비율(단위: 배)<sup>7)</sup>도 2010년 5월 30일 현재 선진국 증시(12.30배)보다는 29.2%, 이머징 증시(10.59배)보다는 17.8% 낮은 값에 거래되었다. 이는 현재 우리나라 주가가 저평가되어 있다는 해석에 힘을 실어주지만 최근 변화를 살펴보면 오히려 상승되는 견해를 지지해 준다. 2012년 12월 28일 기준 우리나라 PER(Financial Times 자료)는 16.5로 53개국 평균(14.8)이나 중앙값(14.4)을 상회하였고, 미국(15.6), 일본(15.6), 프랑스(14.5), 영국(12.6), 독일(12.1) 등 주요 선진국 주식시장의 PER가 오히려 낮은 것으로 나타났다. 2013년 4월 26일 기준 한국 증시 대표지수인 코스피200의 PER는 12.7배로 2011년 실적을 반영한 값(11.92배)보다 7% 상승했다(한국거래소 발표자료 2013).

또한 채권시장에서 한국 채권이 저평가되어 있다고 보고 외국인투자자들이 매입에 최우선 순위를 두는 경우도 코리아 디스카운트의 존재를 반증해준다고 말한다.<sup>8)</sup> 이에 따라 한국 특유의 위험요인을 제거할 경우 기업가치가 높아지고 국가경쟁력도 강화될 것이라는 주장이다. 2012년 무디스는 글로벌 재정위기로 주요국의 신용등급이 줄줄이 하향되는 상황에서 한국 신용등급을 Aa3 등급으로 상향 조정하였다. Aa3은 ‘신용도는 높으나 예외적으로 금전적 의무이행이 저하될 가능성이 있다’고 보는 A 등급보다 높은 더블 A 등급에 해당하는 것으로 일본 및 중국과 동일하게 네 번째로 높은 등급이다.<sup>9)</sup> 이러한 무디스의 결정에 일부에서는 고질적인 코리아 디스카운트를 벗어난 것 아니냐는 평가가 나오고 있다.<sup>10)</sup>

PER와 PBR 등과 같은 재무지표와 시장지표는 코리아 디스카운트를 말하는 근거로 불충분하다. 성장에 대한 전망, 수익의 안정성, 국가 위험 등 수많은 기타 요인들이 투자 및 주가에 영향을 미치고 있는 시장현실을 감안하자면 기업의 가치(주가)를 이익이나 장부가치 등 단일 요인에 의해 설명하는 것은 불충분하다. 또한 코리아 디스카운트의 존재를 말하는 주장은 한국 증시에서 외국인의 주식보유비중이 40%를 초과함으로써 세계 6위를 차지하는 현실과도 상충된다. 일부 선행연구에서 말하듯이 시장가치가 이론가치보다 낮다는 주장(황선웅 2003; 황선웅, 김현석 2004)도 코리아 디스카운트의 존재를 의미한다고 보기가 어렵다. 이 현상이 한국 기업의 경우에만 나타나거나, 양자의 괴리가 다른 국가의 기업보다 더 커야만 코리아 디스카운트가 존재한다는 해석이 가능하다.

코리아 디스카운트는 실질적인 국부손실로 이어지기 때문에 존재 여부가 확인된다면 그 원인을 규명하여 제거할 필요가 있다. 이에 코리아 디스카운트의 존재 여부 및 기업지배구조와의 관계에 대한 재검증이 필요하며 이를 위해 기존 검증 방법이 보여주는 약점을 보완한 새로운 실증분석이 요구된다. 기존 선행연구에 대한 대립적 입장에서 이 글은 선진국 및 신흥시장국을 포함한 10개국 500개 기업을

5) 현재 주가를 12개월 후 예상되는 주당순이익(EPS)으로 나눈 값.

6) 그리스는 7.40배. 자료: 톱슨 로이터스.

7) 현재 주가를 12개월 후 예상되는 주당순이익(EPS)으로 나눈 값.

8) 이는 각종 일간지 보도기사에서 흔히 찾아볼 수 있다.

9) 이보다 높은 등급에 속한 국가는 미국, 독일, 영국, 프랑스, 캐나다, 호주 등 7개국이다.

10) 국민일보. 2012.08.27. “한국경제 체급 ↑...고질적 ‘코리아 디스카운트’ 탈출”

<<http://news.kukinews.com/article/view.asp?page=1&gCode=kmi&arcid=0006382785&cp=nv>>

대상으로 1983-2012년 기간 동안 코리아 디스카운트의 존재 여부를 확인하고자 한다. 기존 선행연구의 방법론적 약점을 보완하기 위해 이 글은 국가 및 산업특성, 기업특성, 투자자특성 등 기업의 시장가치를 설명할 수 있는 다양한 변수들의 영향을 고려한다.<sup>11)</sup>

상기한 목적에 상응하여 이 글은 다음과 같이 구성되었다. 2장에서는 기존 선행연구에서 다루어 온 코리아 디스카운트의 결정요인에 대한 이해를 재정리하여 본 연구를 위한 분석틀을 마련하는 한편 본 연구에서 다루고자 하는 가설을 도출하였다. 이어지는 3장에서는 연구에 사용될 분석모형과 자료수집 및 변수 측정 방법을 서술하였다. 4장에서는 통계분석결과를 해석하고 강건성(Robustness) 검증을 실시하였고, 코리아 디스카운트에 대한 바른 이해를 돕고자 몇 가지 토론 주제를 전개하였다. 이러한 일련의 검토는 마지막 장에 이르러 기업가치 경영을 위한 시사점을 도출하고 이 글이 다루지 못한 미래 연구주제를 제시하는 것으로 이어진다.

## II. 선행연구 및 가설

### 2.1 이론적 배경: 기업가치 평가 연구

기업가치 평가는 상대가치 측정법과 절대가치 측정법을 사용한다. 전자는 주식가치에 영향을 미치는 정보들을 이용하여 기업의 상대적 가치를 평가하고, 비교대상 기업에 비해 주가 또는 관련 지표가 낮게 평가된 경우 디스카운트가 존재하는 것으로 판단한다. 상대가치 측정법에서는 일반적으로 한국 주식시장의 PER나 PBR이 다른 국가들에 비해 낮으며 이것이 코리아 디스카운트를 의미한다는 주장이 주류를 이룬다. Merrill Lynch(2001)의 경우 상대가치측정법에 따라 산출된 MSCI 전 세계 평균(2001년 8월 3일 현재) PER 값인 25.7보다 한국 기업의 PER가 10.0에 불과하며, PBR도 0.99로 세계 평균(2.77)을 크게 하회하여 디스카운트가 있음을 시사하였다. 또한 Bloomberg(2002)도 한국(2002년)의 추정 PER(8.8)가 S&P 500의 추정치(20.2) 보다 낮아 디스카운트가 있다고 해석한다(장하성 2001; 박영석 2002). 하지만 이들 선행연구는 한국의 PER와 PBR을 전 세계에서 가장 높은 PER와 PBR을 보이는 미국과 일본 등에 비교하는 오류를 범한다. 오히려 해당 시기 신흥시장 평균 PER(13.0)이나 신흥유럽 평균 PER(11.3)와의 거리는 크지 않았으며, PBR 역시 격차(각각 1.48/0.99, 1.54/0.99)가 크지 않았다.

한편 후자는 기업의 초과이익(Excessive Earnings: EE)이나 잉여현금흐름(Free Cash Flow: FCF) 또는 경제적 부가가치(Economic Value Added: EVA) 등을 위험을 반영한 할인율로 할인하여 기업의 내재가치 또는 이론가치를 산정하는 방법이다. 주식보유의 궁극적 수익은 배당이라고 보는 배당평가모형이 대표적인데 모형을 통해 추정된 이론가치보다 실제 기업가치가 작을 경우 디스카운트가 존재하는 것으로 판단한다(황선웅 2003; 황선웅, 김현석 2004). 초과이익 모형을 통해 산출되는 이론가격과 실제가격을

11) 기업지배구조에 관한 고찰은 국가 간 비교분석에 필요한 데이터의 부족으로 미래연구주제로 남겨둔다.

비교한 결과, 외환위기 이전에는 양자 간 괴리가 유의적이지 않았으나 외환위기 이후 실제가격이 이론 가격보다 유의적으로 낮아 한국 기업들의 가치가 저평가되었다는 주장(황선웅 2003; 황선웅, 김현석 2004)이다. 이 선행연구의 문제는 비교분석이 아니라 한국 기업들만을 대상으로 하였다는 점이다. 이론 가치를 도출하는 과정에서도 연구의 한계점이 드러난다. 경영환경의 불확실성이 큰 상황에서 과거 추세를 이용하여 자기자본비용이나 성장률과 같은 변수에 대해 추정한 미래 전망치는 그 정당성이 약화되기 쉽다. 또한 외환위기 이전에 존재하지 않던 디스카운트가 외환위기 이후 발생했다는 연구결과(황선웅, 김현석 2004)도 기업지배구조의 문제로 인해 코리아 디스카운트가 발생한다는 주장(Economist 2012; 장하성 2001)과 정면으로 배치된다.

## 2.2. 선행연구 검토

### 한국기업 저평가 원인 연구

한국기업 저평가의 원인은 국가신용도와 같은 국가(시장)특성(김치욱 2011; 장하성 2001; 장국현 2005), 기업지배구조와 같은 기업특성(장하성 2001; 박현수 2005; Economist 2012; 장국현 2005)에서 찾기도 하고 한국주식시장의 투자자 특성(서정원, 심수연 2007; 장국현 2005)에서 모색되기도 한다. 이와 더불어 이 글은 PER의 결정요인에 대한 선행연구(Bell 1974; Beaver and Morse 1978; 이정진 2004; 김경민 2006; 양준선, 김기범 2012; 김성신, 손판도 2010)에서 사용된 산업특성(Bell 1974), 거시실물경제지표(이정진 2004; 박현수 2005) 등 추가적 요인을 접목하여 투자자들이 우리나라 기업에 대한 가치평가에 있어서 상대적으로 높은 할인율을 적용하고 있는지 여부를 검증하기 위한 가설을 도출하고자 한다.

### 국가 및 산업특성

우리나라 기업의 가치평가에서 나타나는 저평가의 배경으로는 시대적으로 1970~80년대인 산업화와 민주화 단계에서는 '낮은 품질과 싸구려 제품' '후진적 정치수준' 등 개발도상국 이미지, 이후 1990년대에는 성수대교와 삼풍백화점 붕괴, 항공기 추락 등 부실건설과 허술한 안전관리, 그리고 1997년 외환위기 등이 주요인이었다. 또한 북한리스크는 정치적 불안정과 경제적 불확실성을 야기한 채 시대를 관통하며 작용해 온 지정학적 위험 요소이다. 외부 충격에 민감한 경제 변동성과 글로벌 쇼크를 완충해줄 국내 시장이 협소하다는 점도 투자자들의 주식 제값 쳐주기를 방해한다. 이들 요소는 외국투자자들이 주식이나 채권을 서둘러 처분하는 '셸 코리아'를 자극하거나 국가나 기업의 부도위험을 나타내는 신용부도스와프(CDS)프리미엄을 상승시키는 것으로 이해된다.

국가특성 차원에 기반 하여 코리아 디스카운트의 존재를 부정하는 연구가 있다. 대표적으로 김치욱(2011)은 2000년 1월~2007년 12월 기간 동안 월별 데이터를 이용한 시계열 회귀분석에서 2010년 천안함 사건과 연평도 사건 등 남북관계로 인한 북한리스크(지정학적 리스크)가 한국내 외국인 투자자들의

투자결정에 미친 영향을 조사하였다. 분석결과 외국인 투자자들은 남북관계의 변화에 유의적인 반응을 보이지 않고 중립적 태도를 취한 것으로 나타났다. 이에 한국의 지정학적 리스크가 코리아 디스카운트 요인으로 작용한다는 주장의 근거는 부정되었다. 장하성(2001)의 연구에서도 국가신용도와 같은 국가위험이 코리아 디스카운트의 요인으로 작용하지는 않는다는 의견을 밝히고 있다. 또한 2000~2004년 기간 동안 한국을 포함한 17개국 각 50개 기업을 대상으로 기업가치 결정요인을 고찰한 서정원, 심수연(2007)은 인도, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국 등 한국보다 국가신용도가 낮은 국가들의 기업들이 한국기업에 비해 오히려 높은 기업가치를 보여줌을 확인하였다.

장국현(2005)은 한국 주식시장이 과도한 주가변동성에다 체계적인 점프리스크(systematic jump risk)까지 추가로 더해져 큰 위험프리미엄이라는 연결고리를 거쳐 코리아 디스카운트 현상으로 귀착됨을 입증하였다. 검증을 위해 장국현(2005)은 Markov-Switching ARCH 모형으로 한국 주식시장의 주가변동성의 구조변동을 확률적으로 추정하였고, GARCH 모형에 heteroscedasticity를 고려한 이산자료형태의 diffusion-jump 모형으로 이분성이나 시장급등락으로 인한 점프리스크를 갖는 한국 주식수익률의 시간가변적 위험프리미엄을 추정하였다. 추정 결과 우리나라 주식시장은 높은 주가변동성과 시간가변적 위험프리미엄으로 특징지어지고, 그에 상응하는 수익률이 보장되지 않아 국내외 투자자들의 외면으로 만성적인 주식시장의 수요기반 부족으로 이어졌고, 주식시장 할인현상이 나타나게 되었음을 확인하였다(장국현 2005).

미국 904개 상장사를 대상으로 PER를 고찰한 Bell(1974)은 배당률 및 그 성장률, 위험요소(미래 소득 흐름의 변동성, 부채비율), 산업군별 차이 등을 PER의 설명요소로 제안하였다. 주가는 미래 배당흐름의 현재가치라고 해석할 때 배당률이 높은 기업일수록(다른 모든 조건이 일정하다면) PER가 높을 것으로 예상된다. 이러한 예상과 달리 PER는 배당률과 부(-)의 상관관계를 보였다. 또한 위험요소가 큰 기업일수록 주가가 상대적으로 낮고 PER 역시 낮을 것으로 예상되었으나 분석결과는 반대로 정(+)의 관계를 보였다. 한편 16개 산업집단으로 나누어 고찰한 산업속성은 산업집단별 PER와 부분적으로 유의한 관계를 보여주었다. 구체적으로 제약, 정밀기기, 전자산업 등은 산업규모로 인한 매력으로 투자자의 수요잉여로 PER가 높고, 전력, 은행, 천연가스 산업 등은 장기채권이나 금리와 반대로 움직이는 성향을 보였다(Bell 1974, 196). 이는 산업구조 차원에서 타국에 비해 더 큰 위험에 노출되어 있다고 볼만한 근거가 없다는 장하성(2001)의 연구결과와 상충된다.

**가설 1: 기업가치는 국가특성에 의해 결정된다.**

**가설 1a: 기업가치는 경제성장률과 정(+)의 관계를 갖는다.**

**가설 1b: 기업가치는 이자율과 부(-)의 관계를 갖는다.**

**가설 1c: 기업가치는 국가신용도와 정(+)의 관계를 갖는다.**

**가설 1d: 기업가치는 국가소득수준과 정(+)의 관계를 갖는다.**

**가설 1e: 기업가치는 주가변동성과 부(-)의 관계를 갖는다.**

**가설 2: 기업가치는 산업특성에 의해 결정된다.**

**가설 2a: 연구개발 비중이 높은 산업일수록 기업가치에 대한 산업특성의 영향력이 크다.**

**가설 2b: 규모가 큰 산업일수록 기업가치에 대한 산업특성의 영향력이 크다.**

## 기업특성

코리아 디스카운트 현상의 존재 여부를 고찰한 장하성(2001)은 PBR, PER, P/CF 지수로 고찰한 모든 경우에서 코리아 디스카운트가 확인되며 그 요인으로 국가위험, 산업위험, 기업위험 등 세 가지 단계로 구분하였다. 검토 결과 장하성(2001)은 우리나라 국가신용도의 개선으로 국가위험은 디스카운트의 요인으로 보기가 어렵고, 산업구조 차원에서도 타국에 비해 더 큰 위험에 노출되어 있다고 볼만한 근거가 없어 기업차원에서의 위험이 주요 요인인 것으로 지목하였다. 기업차원에서의 위험이란 크게 영업위험, 재무위험, 기업지배구조위험으로 나눌 수 있는데(장하성 2001), 삼성전자의 경우 다른 경쟁기업과 달리 사업구조(수익구조) 다각화로 인해 오히려 반도체 전문기업(미국 Micron, 대만 TSMC, 독일 Infineon)이나 IT 전문기업(미국 인텔, MS, 구글, 시스코)에 비해 영업위험이 작다.

또한 자기자본 대비 부채비율에 있어서 미국 반도체 전문기업 Micron사(2000년 7%) 보다 높은 66.1%를 기록한 삼성전자는 전환채권에 대한 무디스의 신용등급평가(Baa2)에서 Micron사(Ba1) 보다 두 단계 우월한 위치를 차지했다. 이로써 재무위험도 삼성전자에 대한 코리아 디스카운트의 요인으로 작용하지 않음을 알 수 있다. 영업위험과 재무위험의 근거 불충분을 제시한 채 장하성(2001)은 코리아 디스카운트의 주요 요인으로 기업지배구조 위험을 강조한다. 미국 회계법인 PWC(PriceWaterhouseCoopers)의 불투명성지수(opacity index)나 Credit Lyonnais Security Asia(CLSA)의 Corporate Governance Watch, 영국 경제 주간지 Economist지의 기업지배구조 평가에서 나타나는 우리나라에 대한 낮은 평가 수준을 증거로 내세워 장하성(2001)은 코리아 디스카운트와의 연관성을 제기한다.

**가설 3: 기업가치는 기업특성에 의해 결정된다.**

**가설 3a: 기업가치는 기업 위험수준(부채비율, 주가변동성)과 부(-)의 관계를 갖는다.**

**가설 3b: 기업가치는 기업규모와 정(+)의 관계를 갖는다.**

**가설 3c: 기업가치는 성장성과 정(+)의 관계를 갖는다.**

**가설 3d: 기업가치는 수익성과 정(+)의 관계를 갖는다.**

**가설 3e: 기업가치는 배당률과 정(+)의 관계를 갖는다.**

**가설 3f: 수익성이 높은 기업의 경우 기업가치는 배당성향과 부(-)의 관계를 갖는다.**

## 투자자 특성

기업가치평가에 있어서 합리적 선택을 가정할 경우 투자자는 자본비용인 할인율을 적용하여 현재가

치로 주가를 평가한다. 투자자의 기업가치평가에 적용되는 자본비용, 즉 할인율은 평가대상 기업이 처한 재무위험, 영업위험, 기업지배구조위험 등을 반영하여 결정된다(장하성 2001). 이러한 투자자의 합리적 선택 가정을 부정하고 서정원, 심수연(2007)은 한국 주식시장 투자자들의 단기투자 성향(매매회전율로 측정)이라는 수요측면에서 코리아 디스카운트의 요인을 찾는다.

2000~2004년 기간 동안 코리아 디스카운트를 고찰한 서정원, 심수연(2007)은 박현수(2005)의 연구에 대해 방법론 상 선진 초우량기업과 한국기업을 비교한 것<sup>12)</sup>과 국가 간 회계제도 차이로 인해 민감할 수 있는 토빈 Q를 기업가치의 대용변수로 사용한 점을 잘못으로 지적하였다. 또한 주가 결정요인으로 기능하는 위험은 주로 가격변동성 위험임을 강조 한 채 위험 대용변수로 부채비율을 사용한 점도 잘못이라고 지적하였다. 궁극적으로 서정원, 심수연(2007)은 기업가치의 대용변수로 국가간 회계제도 차이에 영향을 받지 않는 P/CF(주가-현금흐름배수)를 사용하여 우리나라 기업가치가 선진국 유사기업뿐만 아니라 아시아 개도국 유사기업에 비해서도 유의한 저평가 상태임을 발견하였다. 또한 그 요인으로는 기업 펀더멘털을 고려한 장기투자보다는 단기투자 성향(매매회전율로 측정)이 강한 한국 주식시장 투자자들의 행태가 한국 주식시장의 가격변동성을 증가시켰고, 기업펀더멘털(순이익이 대용변수)이 기업 가치에 충분히 반영되지 못하게 방해한다는 것이다(서정원, 심수연 2007, 644).

#### 가설 4: 기업가치는 투자자의 단기투자성향과 부(-)의 관계를 갖는다.

#### 신흥시장 기업 저평가(신흥시장 디스카운트) 현상 검증

코리아 디스카운트의 존재를 부정한 박현수(2005)는 선진국, 신흥시장국을 포함한 10개국 500개 기업을 대상으로 기업가치(Tobin Q가 대용변수)에 대한 기업특성 변수(총자산, ROA, 매출액증가율, 부채비율)와 국가특성 변수(이자율) 그리고 국가 디스카운트(한국더미 및 신흥국더미)의 영향력을 검토하였다. 분석결과 코리아 디스카운트는 부재하며 오히려 신흥국 디스카운트가 존재하는 것으로 나타났다.

가설 5: 한국기업 저평가 현상은 한국 고유의 구조적 특성보다 신흥시장 고유의 구조적 특성에 의해 결정된다.

12) 이러한 지적과 달리 실제로 박현수(2005)의 연구는 기업 간 비교를 위해 규모를 통제하였다.

### III. 방법

#### 분석방법

선행연구의 방법론적 오류를 넘어서서 한국 기업의 재무 및 시장지표를 타국과 비교하기 위해서는 지표 산출방식 선정과 비교대상 국가 선정에 따른 왜곡을 피하는 것이 중요하다. 분석방법(절차)으로는 기업 또는 국가변수가 기업의 시장가치에 미치는 영향(기업 또는 국가변수에 대한 회귀계수)이 같다고 가정하고, 기업의 시장가치(토빈 Q 비율)에 미치는 기업변수와 국가변수의 영향을 통제한 후 국가별 차이를 분석하고자 한다. 이를 위해 기업가치평가 연구에 널리 사용되는 토빈 Q 비율(Black et al. 2003; La Porta et al. 2002; Cho 1998)을 기업의 시장가치 평가 척도로 사용하여 국가간에 체계적인 차이가 존재하는지를 검증하고자 한다. 절차 상으로는 우선 기업의 가치평가에 영향을 미칠 수 있는 변수(수익성, 성장성, 위험, 규모)들을 통제하고 난 후 국가별로 기업의 시장가치에 차이가 존재하는지를 확인할 것이다.

또한 표본국가를 선진국 그룹과 신흥시장국 그룹으로 나누어 신흥시장국에 대한 디스카운트의 존재 및 영향도 분석할 예정이다. 외국인 투자자들은 아직 한국을 신흥시장국으로 인식하기도 한다. 글로벌 펀드의 투자기준이 되는 대표적 지표인 모건스탠리지수(MSCI)에서 한국은 신흥시장지수(EMF Index)에 포함되며, 이 가운데 한국은 15.47%(2012년 7월 31일 현재)의 비중을 차지한다. 그러나 전 세계를 대상으로 한 ACWI 지수에서의 비중은 겨우 0.6%에 불과하다.

기업 또는 국가변수에 국가별 더미변수를 추가한 다음과 같은 회귀방정식을 추정한다.

$$\text{기업가치}_i = \text{상수항} + \sum_k [\beta_k \cdot \text{기업변수}(k)_i] + \gamma \cdot \text{신흥시장더미} + \delta \cdot \text{한국더미} + \varepsilon_i$$

#### 단, 기업가치 대용변수= PER, PBR, P/CF, 토빈 Q

상기한 추정식을 중심으로 국가더미변수에 대한 계수 추정치를 통해 상대적 저평가 또는 고평가 여부를 판단한다. 국가더미변수의 계수 추정치가 유의적으로 음(-)이면 국가더미변수에 포함되지 않은 국가에 비해 저평가되고 있음을 의미한다. 특정 국가의 표본 내 여타 국가에 대한 상대적 저평가도 또는 고평가도는 상수항과 국가더미변수의 회귀계수를 이용하여 계산하였다. 한국의 상대적 저[고]평가도= 한국더미변수의 회귀계수추정치/상수항추정치로 계산한다.

#### 연구대상 및 연구시기

한국 기업의 평균 PER나 PBR이 외국 기업들에 비해 낮다는 것이 통념이지만, 이는 상당수가 비교대상 선정 등에 따른 오류에 근거한다. PER의 경우 미국 S&P 500의 PER는 지난 수 십년 간 평균 16.48 수준이었으나(Spieler 2002), 1990년대 후반 인터넷 버블 이후 급격히 상승하여 2001년 말에는 다우존스

지수의 PER가 52.4를 기록했다. 일본 역시 1980년대 중반 버블경제 이후 세계에서 가장 PER가 높은 국가로 기록되어 왔다. 이 연구에서는 선진국(미국, 영국, 독일, 일본, 프랑스)과 신흥시장국(한국, 대만, 태국, 말레이시아, 인도네시아)을 포함한 10개국을 비교연구대상으로 선정하였다. 중남미 국가는 기업 자료의 부족 등으로 표본에서 제외하였다.

외환위기 이전과 이후의 비교를 위해 1995-2012년을 표본기간으로 하였고, 각 국가별로 표본기간 중 당기순이익이 발생한 비금융기업 가운데 시가총액 기준 상위 50대 기업을 선정하여 각 연도별로 총 500개 기업으로 표본을 구성하였다. 흑자전환 또는 적자전환을 기점으로 시장평가의 기준이 변화할 가능성이 있으므로 표본기간 중 당기순이익이 발생한 흑자기업만을 표본에 포함시켰다. 또한 시가총액이 큰 기업은 일반적으로 국제적으로 잘 알려져 있어 국내투자자와 외국인 투자자 사이의 정보비대칭성에 따른 디스카운트가 발생할 가능성이 낮다(Kang & Stulz 1997; Choe et al. 1999). 이에 덧붙여 비교 집단의 대상 기업들을 기업특성 면에서 유사한 기업으로 선별하였다. 한국더미와 신흥시장더미 등 더미변수를 사용할 경우 비교 집단의 회귀식 기울기가 동일하다는 가정으로 인해 기업가치의 저평가 또는 고평가 여부가 왜곡될 수 있다(서정원, 심수연 2007, 632-633). 이를 위해 판별분석(discriminant analysis)을 사용하여 비교 대상국가의 비금융기업을 대상으로 성장성, 수익성, 위험, 시장가치 면에서 한국기업과 유사한 기업들을 선정하였다. 성장성, 수익성, 위험, 시장가치는 선행연구(Damodaran 2002; Leibowitz and Kogelman 1990)를 통해 주가배수의 결정요인으로 인지되어 온 항목들이다.

## 변수측정

### PER

국가 간 PER의 상이한 측정방법의 문제점을 지적한 선행연구(Copeland et al. 1994; French and Poterba 1991; Land and Lang 2002; Kumar and Hyodo 2001)에 따르면 한국 기업의 평균 PER를 외국 기업과 비교하는 작업은 올바른 산출방식 선정이 중요한 출발점이 된다. PER 계산은 국가 간에도 차이가 나타난다. 일본과 미국의 PER를 비교분석한 French and Poterba(1991)는 고정자산 감가상각<sup>13)</sup>과 자회사 수익의 재무지표 처리 방식<sup>14)</sup>이 달라 이를 바탕으로 계산된 양국의 PER를 비교하는 오류<sup>15)</sup>를 지적하였다. 또한 경기둔화로 인해 기업 순이익이 감소하게 될 경우 PER를 기준으로 판단한 주가는 과대평가될 수 있다. 또한 성장성이 높은 주식은 PER가 높아서 과대평가된 것으로 보일 수 있기 때문에 성장성에 있어서 차이가 큰 기업들을 비교할 경우 근본적 오류가 발생하기 쉽다. 이에 성장성을 조정한 PEG(=PER/명목경제성장률) 비율을 사용하는 것이 상대적인 가치를 적절하게 비교할 수 있다(이한득 2013).

개별 기업 PER를 단순평균하거나 당기순이익 합계에서 적자기업의 제외, 이익 기준 변경 등으로 인

13) 미국은 가속감가상각법(accelerated depreciation)과 정액법(straight line depreciation) 두 가지가 병용되고, 일본은 가속감가상각법을 사용. 가속감가상각법은 당기순이익을 줄여 EPS를 작게 하고, 결국 PER를 증가시킨다. EPS=(당기순이익 - 우선주 배당금)/보통주 수

14) IFRS 채택 이전 미국은 자회사 수익을 consolidated하고, 일본은 하지 않는다.

15) 가속감가상각법은 PER를 증가시키는 효과가 있다(French and Poterba 1991).

해 PER의 비교가능성이 저해된다. 우리나라의 경우 2012년 적자 기업을 제외한 코스피200의 PER를 살펴보면 10.46배(2013년 4월 26일 현재)로 적자 기업 제외 전 수치(12.70배)보다 오히려 낮은 수치를 보여준다. 영국 경제일간지 Financial Times는 전년 적자기업을 제외하는 방식으로 주요국 연간 PER를 발표하고 있다. 또한 PER가 낮은 일부 대표주들과 외국 증시의 전체 PER를 비교하는 것도 오류이다. PER는 수익성, 성장성, 자본비용, 위험도 등 재무 요인 외에도 미래(장기) 전망 등 다양한 요인에 의해 결정된다. 따라서 외국증시와의 비교를 위해서는 모든 기업의 당기순이익을 적용한 **가중평균 PER**를 사용하는 것이 바람직하다(박현수 2005).

### 기업특성 통제변수

총자산이익률(수익성),<sup>16)</sup> 매출액증가율(성장성), 부채비율(기업의 위험), 자산규모(기업의 규모에 따른 영향을 통제) 등을 기업특성을 나타내는 설명변수로 사용하였다. 총자산이익률을 수익성의 대응변수로, 매출액증가율을 성장성의 대응변수로 채택하였다. 또한 국가별로 기업규모에 상당한 차이가 존재함을 반영하여 기업의 규모에 따른 영향을 통제하기 위해 자산규모를 추가하였다. 그리고 부채비율이 높을 경우 레버리지효과에 의해 손익의 변동이 증가하고 파산위험도 커지므로 부채비율을 기업의 위험에 대한 대응변수로 사용하였다.

### 국가특성 통제변수

국가특성 통제변수로는 국가별 할인율의 차이를 반영하기 위해 이자율을 투입하였고, 추가된 이자율은 단기시장금리와 국채수익률을 대응변수로 사용하였다. 또한 투자 및 주가에 영향을 미치는 성장에 대한 전망, 수익의 안정성, 국가 위험 등에 관한 변수를 통제하기 위해 GDP 성장률, 주가변동성, 인플레이션, 국가신용도, 국가소득수준 등을 추가적으로 투입하였다.

### 기업가치

2000~2004년 기간 동안 코리아 디스카운트를 고찰한 서정원, 심수연(2007)의 연구에서는 국가간 회계제도 차이에 영향을 받지 않는 주가배수인 P/CF(주가-현금흐름배수)를 기업가치 측정치로 사용하였다. Merrill Lynch(2001)가 실시한 상대적 평가에서도 기업가치 대응변수로 PER, PBR과 더불어 P/CF를 사용하였다.

Table 1. Operational Definition and Measurement of Variables

Variables			Measurement
Dependent Variables	기업가치	가중평균 PER	PER/당기순이익
		PBR	Osiris, Datastream, Bloomberg data
		P/CF	Osiris, Datastream, Bloomberg data

16) 자기자본이익률은 2003년 중 부채비율과 높은 상관관계(0.7315)를 보임에 따라 총자산이익률을 설명변수로 채택

		토빈 Q	Osiris, Datastream, Bloomberg data
Independent Variables	기업특성	규모	총자산
			시장가치(MV)
		수익성	ROA
			자기자본 현금이익률(CFROE)
		성장성	매출액증가율
		배당률	
		위험	부채비율, 주가변동성
	산업특성	산업더미	Datastream, FNGuide data
		연구개발비중	연구개발비/매출액
		산업규모	Datastream, FNGuide data
Control Variables	국가특성	국가신용도	CDS 프리미엄 또는 IIR
		국가소득수준	GNI
		주가변동성	Datastream, FNGuide data
		Inflation	IMF data, OECD data
		이자율	IMF data, OECD data
		GDP성장률	IMF data, OECD data
	투자자특성	단기투자성향	매매회전율

## IV. 결과

### 기술통계

표본기업의 규모는 국가별로 편차가 큰 편이다. 선진국 기업들에 비해 신흥시장국 기업들이 상대적으로 소규모이다. 표본기업의 2003년 평균 자산규모는 선진국의 경우 340억 달러에 달하는 반면 신흥시장국은 24억 달러에 불과하다. 자산 및 부채의 규모와 시가총액의 상대적 크기 역시 국가별로 상이하다. 일본 기업의 경우 영국에 비해 평균 자산 및 부채 규모는 크지만 시가총액은 더 낮다. 1995년 이후 영국, 독일, 프랑스 기업들의 규모가 상대적으로 크게 증가하였다. 태국, 말레이시아, 인도네시아 등 동남아 국가의 경우 성장이 정체되었다. 한국 기업들의 규모는 선진국 기업과 여타 신흥시장국 기업의 중간에 위치한다.

매출액은 선진국 표본기업이 압도적으로 크지만 매출액증가율은 신흥시장국 표본기업이 더 높게 나타났다. 신흥시장국 표본기업들의 평균 매출액은 선진국 표본기업 대비 7.2%(1995년) 및 7.0%(2003년)

에 불과하다. 반면 신흥시장국 표본기업들의 평균 매출액증가율은 1995년 39.1%, 2003년 35.2%로서, 같은 기간 선진국 표본기업의 9.0%, 10.1%를 크게 상회하였다.

수익성은 신흥시장국들이 선진국들에 비해 다소 우월하며, 1995년에 비해 전반적으로 개선되었다. 2003년 평균 총자산이익률, 자기자본이익률, 매출액이익률이 1995년에 비해 상승하였고, 한국 기업들의 이익률은 5~6%p 상승하여 수익성 개선이 현저했다. 신흥시장국들이 선진국들에 비해 수익성이 높지만, 자기자본이익률의 차이는 상대적으로 작았다.

부채비율은 선진국 표본기업들이 오히려 더 높았다. 외환위기 이후 부채비율 축소 노력으로 한국 기업의 부채비율은 급감했다. 표본기업의 평균 부채규모가 소폭 증가한 반면 부채비율은 감소한 것은 외환위기 이후 적극적인 유상증자 등 자기자본의 증가에 기인한다. 유럽기업의 부채비율이 200%를 상회하여 상대적으로 높은 편이다.

국가별 토빈 Q 비율의 단순평균을 비교하면 일견 코리아 디스카운트가 존재하는 것으로 보인다. 한국 표본기업의 토빈 Q 비율은 1995년 평균 1.09, 2003년 평균 1.36으로 상대국 표본기업과의 상대적 평가율을 계산하면 평균 40.5%(1995년)내지 22.1%(2003년) 낮은 수준으로 나타났다. 한편 선진국과 신흥시장국의 토빈 Q 비율을 단순 비교하면 신흥시장국에 대한 디스카운트는 없는 것처럼 보인다. 한국을 제외한 신흥시장국과 선진국을 비교하면 오히려 신흥시장국의 토빈 Q 비율이 더 높은 것으로 나타났다.

## 분석결과

기업변수와 신흥시장국에 공통적으로 적용되는 디스카운트를 감안할 경우 한국의 고유한 저평가 현상(코리아 디스카운트)은 소멸된다. 기업변수를 통제할 경우 개별 신흥시장국들은 대부분 상대적 저평가 현상을 보여주었다. 신흥시장의 선진국 대비 저평가율은 1995년 33.3%, 2003년 30.8%로 나타났다.

한국 더미는 토빈 Q 비율에 대해 통계적으로 유의한 관계가 없는 것으로 나타났다. 오히려 1995년에는 기업변수와 신흥시장국 요인을 통제할 경우 한국 표본기업에 대한 고평가 현상(11.8%)이 발생했다. 2003년 자료를 이용한 추정 결과에서도 한국의 표본기업들이 저평가되어 있다는 통계적 근거는 없었다. 한국 표본기업들은 3.2%(이자율 자료로 단기시장금리 사용시) 또는 4.5%(이자율 자료로 국채수익률 사용시) 저평가되어 있으나 통계적 유의성은 없었다.

## 분석결과표: Appendix 참조

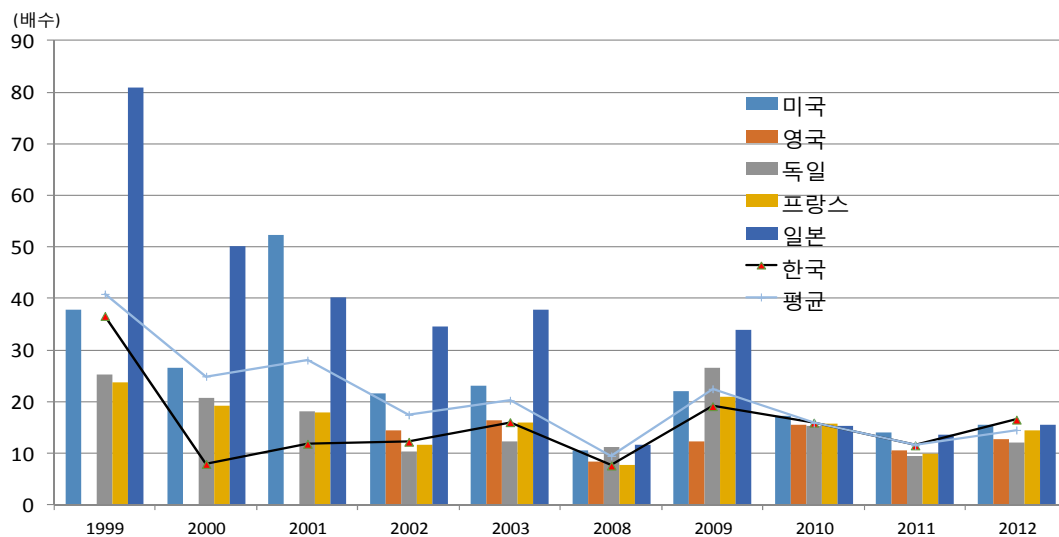
### 1. 토론

#### 코리아 디스카운트에 대한 오해

Financial Times지가 동일한 기준으로 산출<sup>17)</sup>한 주요국의 주가수익비율(PER)을 비교하면, 외국에 비해 국내 주가가 저평가되었다고 보기 어렵다. 코리아 디스카운트가 존재한다는 주장들이 주된 근거로

삼는 한국 주식시장의 낮은 PER도 좀 더 객관적으로 비교하면 사실과 상이함을 보여준다. 국내 증시의 주가수익비율은 전통적으로 주가수익비율이 높은 일본과 미국 등에 비해서는 낮은 편이다. 하지만 글로벌 금융위기 이후 우리나라가 FTSE 선진국 지수에 편입된 2009년 이후부터는 비슷하거나 오히려 높은 편이다. 또한 영국, 독일, 프랑스 등 유럽 시장에 비해서는 2009년 이전에도 하회하거나 비슷한 수준 내지 상회하는 경우도 있었다.<sup>18)</sup> 1999년~2003년 기간 동안 평균 PER(2000년 제외)는 주요 11개국<sup>19)</sup> 중 일본, 미국, 대만에 이은 4위로서 비교적 높은 편이다. 2012년 12월 말 현재 한국 PER(16.5)는 미국(15.6), 일본(15.6)을 상회하였고 1위를 차지한 페루(40), 신흥시장으로 주목 받고 있는 멕시코(20), 칠레(19.7), 인도(17.8), 인도네시아(16.7) 등에 이어 12위를 차지했다(Financial Times MarketsData).

국내외 주요 증시의 주가수익비율 추이 비교



주: 미국은 1999~2001은 S&P Industrial, 2002~2003은 DJI의 PER  
자료: Financial Times, 각 연도 말

코리아 디스카운트에 대한 오해의 근거는 기업가치 평가 사례에서도 살펴볼 수 있다. 2009년 삼성전자가 매출액 기준 세계 IT업계 1위를 기록했음에도 불구하고 시가총액 9위에 머문 사실에 대해 일간에서는 국가브랜드가 미국보다 낮아 경쟁사에 비해 저평가 받기 때문이라고 본다. 기업의 매출액 규모는 제품 개발력, 기술력, 인적 자원, 경영시스템 등이 골고루 뒷받침되지 않으면 불가능한 일이다. 따라서 매출액 기준 세계 1위를 달성했다는 의미는 매우 크다. 그러나 삼성전자 시장가치가 실적보다 낮게 평가 받는 이유는 중앙처리장치(CPU) 시장의 80%를 차지하는 인텔, 세계 검색엔진 구글 등이 해당 분야에서 독점력을 지닌 것과 달리 독점적 시장지배력이 부족하기 때문이다. 부족한 독점적 시장지배력은

17) FT는 적자기업을 제외하기 때문에 모든 기업이 포함된 한국거래소 제공 PER에 비해 높다.

18) 1999~2003, 2008~2009년 기간 동안 우리나라 PER는 36.6, 7.9, 11.8, 12.2, 16.0, 7.6, 19.1을 기록함으로써 같은 기간 영국(14.5, 16.4, 8.3, 12.3), 독일(25.3, 20.7, 18, 10.3, 12.2, 11.1, 26.6), 프랑스(23.8, 19.1, 17.9, 11.6, 15.9, 7.8, 20.9)를 상회하거나 하회하였다.

19) 미국, 영국, 독일, 프랑스, 일본, 싱가포르, 홍콩, 대만, 말레이시아, 태국, 한국 등

매출액 대비 영업이익률 수준에서 나타난다. 2009년 현재 54.3%를 차지한 구글(95억 달러/175억 달러)이나 37.3%의 MS(219억 달러/587억 달러), 그리고 24.5%의 애플(103억 달러/421억 달러)에 비해 삼성전자는 8.0%(94억 달러/1171억 달러)에 불과한 수준이다.<sup>20)</sup>

삼성전자 영업이익률이 저조한 것은 높은 매출원가 비중 때문이다. 2008~2012년 기간 동안 삼성전자 매출액 대비 매출원가 비중은 최대 76.20%에서 최소 69.47%를 차지했다. 반도체 산업이 주력부문<sup>21)</sup>이었던 2000년~2001년 당시 삼성전자의 매출액 대비 영업이익 비중 역시 각각 21.69%, 7.09%로 낮은 수준을 보였고, 매출액 대비 매출원가 비중은 64.15%, 75.71%를 기록했다.<sup>22)</sup> 이 같은 상황을 반영하는 듯 삼성전자의 2000년 평균 PER는 6이며, Merrill Lynch(2001)가 예측한 2001년 삼성전자 PER는 7이었다. 삼성전자 사례는 시장 투자자들이 기업가치 평가에 있어서 오히려 합리적 선택을 취하고 있음을 입증해 준다. 동일한 맥락에서 삼성 SDI와 같이 수익성이 좋은 대표 기술주(technology stock)의 PER가 4.4(2000년), 3.9(2001년)를 기록한 것도 코리아 디스카운트의 실상을 극명하게 보여주는 예라고 설명한 장하성(2001)의 견해는 오류를 내포한다.

한편 한국기업 저평가 현상은 코리아 디스카운트로 인한 것이 아니라 한국 주식시장의 투자자 특성에서 기인한다는 주장도 설득력을 지닌다. 서정원, 심수연(2007)은 주가변동성과 매매회전률이 높은 한국 주식시장은 기업실적·주식가치 간 관련성도 낮다는 점에 주목한다. 한국 주식시장 투자자들은 투자 결정에 있어서 기업 펀더멘털에 관한 지표들을 사용하는 장기투자를 선호하기보다는 높은 매매회전을 예에서 알 수 있듯이 단기투자 성향이 강하다. 서정원, 심수연(2007)은 기업지배구조와 같은 기업특성보다 이러한 한국 주식시장의 투자자 특성이 한국기업 저평가 원인으로 작용한다고 주장한다.

과거에 비해 낮은 주가 수준도 코리아 디스카운트를 의미하지 않는다. 최근 종합주가지수가 1986~1988년 수준보다 낮다는 것이 코리아 디스카운트를 의미한다는 주장도 근거가 빈약하다. 이 현상은 주로 최근 국내 상장기업들의 주당순이익(EPS)이 15년 전보다 낮기 때문이다. 이론적으로 주가는 주당순이익에 비례한다. 1999~2001년의 주당순이익(397원) 및 2002~2003년의 주당순이익(969원)은 외환위기 이전인 1994~1995년의 평균 주당순이익(1,274원)보다 낮은 수준이다. 주당순이익(EPS)은 (당기순이익 - 우선주 배당금)/보통주 수로 계산된다. 따라서 당기순이익 증가에도 불구하고 주당순이익이 오히려 감소한 것은 과도한 유상증자에 따른 EPS 희석에 기인한다. 한국의 1986년부터 2003년까지 상장주식수 증가율은 연 20.3%로서 기업의 순이익증가율(연 18.4%)을 초과하였다. 이는 한국 기업들이 수익증가율보다도 과도한 증자(기업공개)를 했거나, 증자수준에 비해 수익성 개선이 미흡했다는 것을 시사한다. 외환위기 이후 금융당국이 1998년 2월, 유상증자 요건<sup>23)</sup>을 폐지하여 증자를 자유화한 것도 EPS 희석을 가속화하였다.

20) 동아일보 2010-02-17. “삼성전자, 시장지배력 한계비해 ‘저평가’” < <http://news.donga.com/3/all/20100216/26218242/1> >

21) 2009년을 기점으로 반도체와 액정표시장치(LCD)가 주력 사업부문이었던 삼성전자의 수익구조가 정보통신(휴대전화), 디지털미디어로 확장되었다. 앞선 두 부문은 수익의 대부분을 투자해야 하는 반면 두 후자는 설비투자비 비중이 적다.

22) 출처: KisValue 데이터.

23) 이전에는 최근 3년간 주당배당금이 400원 이상, 1개 회사의 증자는 1년에 1회에 한해 1천억원 미만, 증자비용은 자기 자본의 50% 이내, 5대 대기업그룹의 경우 시가총액의 40% 미만 및 그룹계열사 총 유상증자액은 5천억원 미만 등으로 제한.

## 신흥국 디스카운트

신흥국 디스카운트의 잠재적 요인으로서는 거시경제지표를 들 수 있으며 이는 다시 경기급락과 인플레이션으로 인한 실물경제 리스크, 외환 및 금융시장 변동성과 재정위기로 인한 금융리스크, 정책 및 정치제도 변화에 따른 정치 리스크, 무역 및 투자환경 변화에서 나타나는 기업경영 리스크<sup>24)</sup> 등으로 나눌 수 있다(구분관 외 2013). 이들 리스크 요인은 신흥시장에서 선진국에 비해 전반적으로 큰 변동성을 야기하여 투자자의 투자결정에 지대한 영향을 미쳐 해당 신흥경제 기업 가치평가에 대한 디스카운트 요인으로 작용하기가 쉽다.

신흥국은 선진국에 비해 수출의존도(평균 40%)<sup>25)</sup>가 높고, 글로벌 경제위기와 같은 대외적 쇼크로 인한 경제성장률 감소폭(평균 -6.0%)<sup>26)</sup>이 크고 재정긴축에의 압박이 큰 민감도를 보여준다. 또한 고물가(선진국 2.0%, 신흥국 5.8%)<sup>27)</sup>와 높은 물가변동성(선진국 2.3%, 신흥국 3.7%)으로 인한 인플레이션 위험도 내포하고 있다. 신흥시장은 또한 거시경제의 불균형(국내신용 규모가 GDP를 초과하는 5개국 중 4개국이 아시아 신흥국, 2010기준)과 금융시장의 안정성이 낮아(1980~2007년 중 발생한 금융위기의 89%가 신흥국에서 발생, 해외자본 유출입의 변동성이 크고) 금융리스크 노출이 크다. 또한 신흥국(45개국)의 절반에 가까운 23개국이 GDP 대비 재정적자가 3%를 초과(2010기준)하고 있다.

신흥국은 또 다른 요인으로부터 저평가될 가능성이 잠재되어 있다. 2009년 실시된 MIGA(Multilateral Investment Guarantee Agency, World Bank)-EIU 설문조사에서도 정치리스크가 신흥국 투자의 가장 큰 장애물로 지목되었다. 2013년 삼성경제연구소가 조사(45개 신흥국 대상)한 바에 따르면 인종/종교/지역갈등(IPD), 민주제도의 불안정성 및 정치사회적 분열 정도(BTI), 국가의 정당성 결여(FSI), 비민주성의 정도(DMI)등의 지표에서 20여개국이 고위험국, 15개국이 잠재적 위험군에 포함되었다. 마지막으로, 신흥국은 법치주의 미비 등으로 인한 재산권 리스크(GCR), 무역마찰 및 수출입 규제에 의한 관세/비관세 리스크(GCR; IMF Doing Business Index)로부터 발생하는 기업경영 리스크에 노출되기 쉽다. WTO 기술규제 통보건수가 선진국이 391(2000년)건에서 440건(2010년)인데 반해 신흥국은 220건(2000년)에서 980건(2010년)으로 대폭 증가한 사실은 그 좋은 예이다.

## 2. 결론

지금껏 우리는 실증분석을 통해 기업의 가치평가에 있어서 코리아 디스카운트와 신흥국 디스카운트의 존재 유무를 확인하였다. 그 결과 우리는 한국기업의 가치할인이 아니라 신흥국기업으로서의 가치할인이 존재한다는 사실을 알게 되었다.

한편 본 연구에서 도출된 결과는 분석모델의 결함이나 수집된 데이터의 결함에서 비롯된 오류를 내포하고 있을 수 있음을 명심해야 한다. 이 글은 코리아 디스카운트를 검증한 기존 개별연구의 방법론

24) 재산권, 노사문제, 행정부패, 관세 및 비관세 리스크 등

25) GDP대비 수출비중으로 계산. 2006~2008년 가중평균(구분관 외 2013).

26) 2006년~2008년.

27) CPI로 측정. 2004~2011년 자료.

적 한계를 극복하고자 다양한 분석수준을 종합적으로 검토하였다. 그럼에도 불구하고 잠재적인 요인들을 모두 아우르는 일반화의 고수준을 실현하지는 못했다. 또한 본 연구는 우리에게 코리아 디스카운트의 존재와 결정요인에 대한 완전한 이야기를 들려주지 못한다. 이는 다음과 같이 이 글이 다루지 못한 미래연구 주제들이 남아 있기 때문이다.

첫째, 투명성 부족, tunneling,<sup>28)</sup> propping<sup>29)</sup> 등 기업지배구조의 후진성이 코리아 디스카운트의 원인임을 강조하는 견해(이코노미스트 2003.4, 2012.2; 장하성 2001; 공정거래위원회 2003.7)에 따라 이들 간 관계에 대한 재규명이 필요하다. 영국 경제일간지 파이낸셜타임즈(FT)의 한국 담당인 크리스천 올리버는 북한 리스크외에도 기업의 책임성 부재가 코리아 디스카운트의 또 다른 요인이라고 강조한 바 있다.<sup>30)</sup> 영국 경제주간지 이코노미스트지(2012)도 재벌의 기업지배구조를 문제로 지적한 바 있다.<sup>31)</sup>

둘째, 낮은 브랜드 인지도 및 제품 신뢰도에서 비롯되는 우리나라 수출상품의 디스카운트 현상을 고려하는 것도 흥미롭다. 2010년 11월 한국 수출기업 275개사를 대상으로 한국무역협회가 실시한 수출상품 디스카운트 실태조사에서 기계, 철강, 화학공업과 같은 자본재보다는 화장품, 섬유제품 등과 같은 소비재가 디스카운트 현상이 더 큰 것으로 나타났다.

셋째, 우리나라 채권시장에서 나타나는 디스카운트 현상에 대한 고찰도 필요하다. 우리나라 채권시장은 주식시장과 달리 리스크 요인이 상대적으로 수용되는 모습을 보이고 국채시장의 경우 실질적으로 외국인 투자자에게 선진시장으로 분류(김영도, 임형준 2011)되는 등 선진시장에 가깝다고 말할 수 있다. 가산금리가 낮아지고 있다는 사실이 이에 대한 증거이다. 이와 달리 회사채-주식 간 수익률 격차(Yield Gap)<sup>32)</sup>로 살펴본 우리나라 채권시장은 그 폭은 축소되었으나 주식시장에 비해 최근까지 상대적으로 저평가되어 있는 것으로 나타났다(이한득 2013, 9).

이러한 일련의 관점에 대한 고려는 우리나라 금융시장 및 기업 가치평가에서 나타나는 코리아 디스카운트 및 신흥국 디스카운트의 존재 여부 확인과 디스카운트를 결정하는 구조적 요인과 행위자적 요인들이 상호작용하는 동태적 분석틀을 구성한다. 코리아 디스카운트 및 신흥국 디스카운트에 관한 맥락적 이해는 이들 관점을 포괄할 때 비로소 완전할 수 있다. 이 글이 이러한 일련의 연구노력을 자극하는 마중물이 되기를 바란다.

28) 기업 소유주가 자식 이름으로 자회사를 세워 일감을 몰아주는 편법증여의 일종.

29) 자회사를 동원해 부실 계열사에 자금을 지원하는 방식.

30) 국민일보. 2010.09.03. "FT 한국 담당, "기업들의 책임성 부재도 코리아 디스카운트 원인""

< <http://news.kukinews.com/article/view.asp?page=1&gCode=kmi&arcid=0004080779&cp=nv> >

31) 이코노미스트. 2012.2.11. "코리아 디스카운트: 소수의견"

32) 주식과 위험도가 유사한 BBB- 등급 회사채 수익률과 주식수익률과 유사한 PER의 역수(주당순이익/주가)를 비교(이한득 2013).

## References

- 강원. 2004. "소유·지배 괴리도와 기업성과에 관한 연구", 삼성경제연구소
- 공정거래위원회. 2003. "성장잠재력과 경쟁정책", 고려경영포럼 강연
- 김경민. 2006. PER변동의 영향요인에 관한 실증적 연구. 국제회계연구 제14집: 187-205.
- 김성신, 손판도. 2010. 애널리스트의 이익예측에 대한 의견불일치와 주가수익률간의 관계. 재무관리연구 제27권 제3호: 1-27.
- 김재철 외. 2004.6. "외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토", 한국증권연구원
- 김치욱. 2011. "남북관계와 코리아 디스카운트(Korea Discount) 상관성 분석: 외국인 증권거래형태를 중심으로" 통일과 평화 3집 1호: 219-252.
- 박경서, 조명현. 2002.10. "한국의 기업지배구조와 경영투명성", 한국지배구조개선지원센터.
- 박영석. 2002.10. "기업투명성과 기업가치", 한국기업지배구조개선지원센터.
- 안남기. 2005.1.5. "각국의 외국인 주식보유 비중 최근 2년간 증가", 국제금융센터.
- 양준선, 김기범. 2012. 가결산 공시 및 정정이 재량적발생액과 주가수익률의 상관관계에 미치는 영향. 경영학연구 제41권 제1호: 111-138.
- 이정진. 2004. 인플레이션, 실물경제활동과 주가수익률: 통화의 역할. 경영논총 제15-2집. 295-314.
- 장국현. 2005. 변동성, 위험프리미엄과 코리아 디스카운트. 재무관리연구 제22권 제2호: 165-187.
- 장하성. 2001. "Korea Discount와 기업지배구조", 기업지배구조연구 Vol. 1, 좋은기업지배구조연구소.
- 조용현. 2003.12. "코리아 디스카운트에 대한 견해", 하나증권.
- 한국개발연구원. 2003.9. "시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정", 공정거래위원회
- 한국상장회사협의회. 2004. "2003년도 상장회사 배당현황 종합분석", 상장 2004년 7월호.
- 황선웅, 김현석. 2004. "기업가치평가와 코리아 디스카운트", 증권학회지 33.
- 황선웅. 2003. "상장기업의 가치평가 적정화에 관한 연구", 상장연구보고서 2003-2, 한국상장회사협의회.
- Black, B. S., Jang, H. S., and Kim, W. C., "Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea", 기업지배구조 개선을 위한 세미나(2003.4.28) 발표자료, 2003
- Arun, T. G., and Turner, J.D., 2004. Corporate Governance of Banks in Developing Economies: concepts and issues. Corporate Governance 12, 371-377.
- Baek, Jae-Seung, Kang, Jun-Koo, and Park, Kyung Suh, 2002. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. Journal of Financial Economics 71, 265-313.
- Beaver, William and Morse, Dale. 1978. What Determines Price-Earnings Ratios? Financial Analysts Journal 34(4): 65-76.
- Bell, Frederick W. 1974. The Relation of the Structure of Common Stock Prices to Historical, Expectational and Industrial Variables. Journal of Finance 29: 187-197.

- Black, B. S., Jang, H. S., and Kim, W. C., "Does corporate governance matter? Evidence from the Korean market", 2002
- Black, B., H. Jang, and W. Kim, 2002. Does Corporate Governance Affect Firm Value?. Working paper 237, Stanford Law School.
- Black, Bernard S., Jang, Hasung, and Kim, Woonchan, 2006. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, & Organization* 22, 366-413.
- Caprio, G., Laeven, L. and Levine, R., 2007, Governance and Bank valuation, *Journal of Financial Intermediation* 16, 584-617.
- Choe, H., Kho, B. C., and Stulz, R. M., "Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997", *Journal of Financial Economics* 54, 1999, pp. 227~264
- Copeland, T., Koller, T. and Murrin, J. 1994. Ch 13 valuation Outside of the United States. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2<sup>nd</sup> ed, John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. 2002. *Investment Valuation*, 2<sup>nd</sup> ed. John Wiley & Sons.
- Drobetz, W., Andreas Schillhofer, and Heinz Zimmermann, 2004. Corporate Governance and Expected Stock Return: Evidence from Germany. *European Financial Management* 10, 267-293.
- Durnev, A. and Kim. 2005. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of finance* 60, 1461-1493.
- Fama, E. F., and French, K. R., "Value versus Growth: The international evidence", *Journal of Finance* 53, 1998, pp.1975~1999
- Fama, Eugene F., Harvey Babiak, 1968. Dividend Policy of individual firms: An empirical Analysis. *Journal of the American Statistics Association* 63, 1132-1161.
- French, K. R. and Poterba, J. M. 1991. Were Japanese stock prices too high? *The Journal of Financial Economics* 29(2): 337-363.
- Gompers, P. A., J. L. Ishii and A. Metrick, 2003. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-155.
- Griffiths, W. E., Hill, R. C. & Judge, G. G. 1993. *Learning and Practicing Econometrics*. John Wiley & Sons, New York.
- Hahm, Joonho, 2005. The Korean Model of Corporate Governance: Issues and Lessons in Reform of Bank Governance. HGCY Working Paper Series No. 05-01.
- Hair, J. F. Jr., Anderson, R. E., Tatham, R. L. & Black, W. C. 1998. *Multivariate Data Analysis* (5th edn.). Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Hansen, B. E., 1992. The Likelihood Ratio Test Under Nonstandard Condition: Testing The Markov Switching Model of GNP. *Journal of Applied Econometrics* 7, 61-82.
- Hausman, J. A. and W.E., Taylor, 1981. Panel Data and unobservable individual effect. *Econometrica* 49,

1377-1398.

- Holmbeck, G. N., 1997. Toward terminological, conceptual, and statistical clarity in the study of mediators and moderators: Examples from the child-clinical and pediatric psychology literatures. *Journal of Consulting & Clinical Psychology* 65, 599-610.
- Joh, S. W., 2003. Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before economic crisis. *Journal of Financial Economics* 68, 287-322.
- Judge, G., Griffiths, G., Hill, W. E., Lutkepohl, H. & Lee, T. S. 1985. *The Theory and Practice of Econometrics*. John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Kang, Chul Kyu, Lee, Jae Hyung and Choi, Eun Young, 2009. The Effect of Corporate Governance on Firm Valuation: A Comparative Study of Korean Chaebols. *Journal of Industrial Economics and Business* 22, 995-1016.
- Kang, J. K., and Stulz, R. M., “Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan”, *Journal of Financial Economics* 32, 1997, pp. 23-43
- Kennedy, P. 1992. *A Guide to Econometrics*. The MIT Press, Cambridge, USA.
- Kim, Kyung Soo, Kim, Woo Tack, Park, Sang Soo and Jaang, Dae Hong, 1996. Estimation of Tobin’s Q for Korean Listed Firms. *Panel for Korean Economic Analysis* 2, 147-169.
- Kumar, Shashi and Hyodo, Kumi. 2001. Price-Earnings Ratios in Japan: Recent Evidence and Further Results. *Journal of International Financial Management and Accounting* 12: 24-49.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- Lee, Bong-Soo, Rui, Oliver and Wu, Wenfeng. 2008. Market Segmentation and Stock Prices Discount in the Chinese Stock Market: Revisiting B-share Discounts in the Chinese Stock Market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. 37(1): 1-40.
- Lee, Ho-Gap, Son, Young-Gun, 2009. The Effect of Corporate Governance on Financial Performance and Firm Value. *Journal of Accounting & Finance* 14, 317-339.
- Lemmon, M. L. and K. Lins, 2003. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *Journal of Finance* 58, 1445-1468.
- Mitton, T., 2002. A cross-firm Analysis of the impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics* 64, 215-241.
- Morck, R., Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Ramanathan, R. 1992. *Introductory Econometrics*, The Dryden Press, San Diego.
- Rubach, J. M. and T. C. Sebor, 1998. Comparative Corporate Governance: Competitive Implications of an Emerging Convergence. *Journal of World Business* 33, 167-184.

- Salter, Stephen B., and Niswander, Frederick, 1995. Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally: A Test of Gray's (1988) Theory. *Journal of International Business Studies* 26, 379-397.
- Shin, Yong Joon, An, Sang Bong, 2011. The Relevance of Corporate Governance and Firm Values. *Journal of Accounting & Finance* 29, 329-350.
- Spieler, "Price to earnings ratio of the S&P 500 well above historical average", *Systems & Forecasts*(www.systemsandforecasts.com), 2002
- The Economist. 2010.2.11. Debt sustainability, Not so risk free: Which countries have the biggest problems? <<http://www.economist.com/node/15498265>>
- The Economist. 2012.2.11. The Korea discount, Minority report: Corporate governance explains South Korea's low stockmarket ratings. < <http://www.economist.com/node/21547255>>
- Yermack, D., 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.
- Yoon, Bong Han, Oh, Jae Young, 2005. Korean Case Studies on Corporate Governance & Firm's Performance, Value and Market Returns. *Korean Journal of Financial Studies* 34, 227-263.

## Appendix

각국 표본기업 평균 토빈의 q 비율과 한국 기업의 상대적 평가를

	1995년		2003년	
	평균	평가율	평균	평가율
한국	1.0872	-	1.3581	-
대만	1.6544	-34.3% **	1.7333	-21.6% ***
태국	1.9865	-45.3% ***	2.2405	-39.4%
말레이시아	2.3292	-53.3% ***	1.6476	-17.6%
인도네시아	1.8502	-41.2% ***	1.7257	-21.3%
일본	1.2927	-15.9%	1.2579	8.0%
영국	2.2721	-52.1% ***	1.6536	-17.9%
독일	1.7485	-37.8% ***	1.6459	-17.5%
프랑스	1.5705	-30.8% **	1.6820	-19.3% ***
미국	2.3570	-53.9% ***	2.8410	-52.2% ***
평균	1.8148	-40.5%	1.7786	-22.1%

주 1) 평가율은 한국 표본기업의 상대적 평가도로서 『(한국 표본기업의 평균 비율 - 상대국 표본기업의 평균 비율) ÷ 상대국 표본기업의 평균 비율』로 계산  
 2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의적

선진국과 신흥시장국의 토빈 q 비율 비교

	1995년		2003년	
	평균	평가율	평균	평가율
표본 국가 전체				
선진국	1.8482	-	1.8161	-
신흥시장국	1.7815	-3.6%	1.7411	-4.1%
한국을 제외한 신흥시장국과 선진국의 비교				
선진국	1.8482	-	1.8161	-
신흥시장국	1.9551	5.8%	1.8368	1.1%
한국을 제외한 신흥시장국과 일본을 제외한 선진국의 비교				
선진국	1.9870	-	1.9556	-
신흥시장국	1.9551	-1.6%	1.8368	-6.1%

주 1) 평가율은 신흥시장국 표본기업의 상대적 평가도로서 『(신흥시장국 표본기업 비율 - 선진국 표본기업 비율) ÷ 선진국 표본기업 비율』로 계산  
 2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의적

기업변수와 신흥시장국 저평가를 고려한 한국 저평가 추정결과

	상수항	자산	ROA	매출액 증가율	부채비율	이자율	신흥시장 더미	한국 더미
1995	1.7930 ***	-0.1042 ***	0.1542 ***	0.0007	0.0001	0.0048	-0.5969 ***	0.2119
2003	2.4395 ***	-0.1198 ***	0.1061 ***	0.0009 ***	0.0000	-0.0402 *	-0.7504 ***	-0.0781
	2.3208 ***	-0.1117 ***	0.1067 ***	0.0009 ***	0.0000	-0.0180	-0.7523 ***	-0.1045

주 1) 2003년 추정결과 중 위는 이자율로 단기시장금리를, 아래는 국제수익률을 사용

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의적

주요 국가 PER 추이

순위	국가	2012년	국가	2011년	국가	2010년
1	Peru	40	Peru	33.9	Peru	57.3
2	Cyprys	36.5	Philippines	22.4	Denmark	29.8
3	Mexico	20	Sri Lanka	21.7	Sri Lanka	25.3
4	Philippines	20	Ireland	17.7	New Zealand	24.8
5	Chile	19.7	Chile	15.8	India	23.5
6	Switzerland	19	Belgium	15.7	Chile	22.5
7	Taiwan	18.8	Indonesia	15.6	Ireland	21.8
8	India	17.8	Malaysia	15.5	Colombia	21.6
9	Portugal	17.7	India	15.3	Philippines	20.3
10	Indonesia	16.7	Colombia	15	Indonesia	20.2
11	Denmark	16.6	South Africa	15	Poland	20.1
12	<b>South Korea</b>	<b>16.5</b>	New Zealand	14.9	Canada	19.6
13	Colombia	16.4	Denmark	14.6	South Africa	18.7
14	South Africa	16.4	Switzerland	14.6	Austria	18
15	Australia	16.3	Mexico	14.3	S&P/TSX	18
16	Malta	15.9	USA	14	Luxemburg	18
17	Finland	15.8	Canada	13.6	Greece	17.7
18	Japan	15.6	Japan	13.6	USA	17.3
19	USA	15.6	Czech Rep.	13.5	Finland	16.8
20	Thailand	15.5	Taiwan	13	Mexico	16.3
21	Canada	15.4	S&P/TSX	12.9	<b>South Korea</b>	<b>15.9</b>
22	Belgium	15.3	Luxemburg	12.7	Malaysia	15.8
23	Austria	14.8	Malta	12.3	France	15.7
24	Greece	14.8	Australia	12.1	UK	15.6
25	Malaysia	14.8	Thailand	12.1	Sweden	15.4

26	France	14.5	Netherland	11.6	Taiwan	15.4
27	Brazil	14.4	<b>South Korea</b>	<b>11.5</b>	Germany	15.3
28	S&P/TSX	14.3	Finland	11.4	Japan	15.3
29	Netherland	14.2	Sweden	11.1	Slovenia	15.2
30	Italy	13.9	Italy	10.9	Singapore	15.1
31	Hungary	13.8	Brazil	10.7	Australia	15
32	Sri Lanka	13.8	Israel	10.6	Netherland	14.9
33	Israel	13.7	UK	10.6	Thailand	14.9
34	Ibex 35	13.6	Slovenia	10.3	Hong Kong	14.5
35	New Zealand	13.4	Hungary	10	Brazil	14.3
36	Hong Kong	13	Portugal	10	DAX 30	13.8
37	Sweden	12.6	Turkey	10	Hang Seng	13.8
38	UK	12.6	France	9.9	Norway	13.7
39	Spain	12.5	Greece	9.7	Israel	13.6
40	Slovenia	12.2	Romania	9.7	Argentina	13.3
41	Germany	12.1	Germany	9.4	Italy	13.3
42	Turkey	11.9	DAX 30	9.3	Romania	13.3
43	DAX 30	11.8	Hong Kong	9.2	Hungary	13.2
44	Singapore	11.8	Poland	9.1	China	13
45	Hang Seng	11.7	Austria	8.8	Switzerland	13
46	Bulgaria	10.8	Norway	8.8	Belgium	12.8
47	Ireland	10.4	Argentina	8.7	Turkey	12.7
48	Romania	10.4	Spain	8.5	Pakistan	11.3
49	AEX	10.3	Hang Seng	8.4	Czech Rep.	10.4
50	Poland	10.2	Pakistan	8.4	AEX	9.9
51	Czech Rep.	9.8	Ibex 35	8.4	Russia	9.6
52	Norway	9.5	AEX	8.1	Spain	9.5
53	Venezuela	9.5	China	7.8	Ibex 35	8.8
54	Luxemburg	9.3	Singapore	7.4	Bulgaria	7.6
55	Pakistan	8.8	Bulgaria	6.5	Cypriys	6.6
56	China	8.2	Russia	5.9	Portugal	5.8
57	Argentina	7.7	Venezuela	5	Malta	5.1
58	Russia	6.2	Cypriys	3.3	Venezuela	2.9
전체 평균		14.55		11.96		15.85
전체 중앙값		14.05		11.40		15.10
공통 선진국(평균)		14.23		11.66		16.12
MSCI선진국(평균)		14.21		11.61		16.01
FTSE선진국(평균)		14.30		11.61		16.01

출처: Financial Times MarketsData.



## 국제재무 연구의 최근 동향\*

강 신 애

서울과학기술대학교 글로벌경영학과 조교수

sakang@seoultech.ac.kr

최 향 미

상명대학교 국제통상학과 조교수

hmchoi@smu.ac.kr

### 요 약

본 연구에서는 1997년에서 2012년까지 국제경영리뷰에 수록된 논문 중 국제재무분야 논문에 대한 메타연구 결과를 보고하고 있다. 메타연구에 이용된 방법은 첫째, 발간관련 특성으로 저자, 연도, 소속기관, 저자수 등을 사용하였으며, 둘째, 논문의 세부분야와 방법론을 사용하였다. 이러한 연구를 통해, 국제재무분야 논문의 발행편수가 점점 증가하고 있으며, 다양한 대학과 기관이 논문발행에 참여하고 있다. 또한 12편의 논문이 연구비를 수주하여 국제재무분야 논문 56편대비 21.4%에 이르렀다.

국제재무 각 분야별 발표논문은 외국인투자자의 영향력과 지배구조 관련 논문이 15편(26.5%), 동조성 및 변동성 관련논문이 9편(16%), 선물환 및 헤징관련 논문이 8편(14.3%), 기업재무관련 논문이 7편(12.5%), 자본시장통합관련논문이 5편(9%), 해외증권발행과 그 영향에 관한 논문이 4편(7%), 금융기관 활동과 관련된 논문이 3편(5%), 수출 등 국제경영활동 관련 논문이 3편(5%), 국제조세와 도덕적 해이 관련논문이 2편(3.5%)으로 총 56편을 구성하고 있다.

**주제어:** 국제재무, 메타분석, 발간특성, 방법론

---

\* 아직 작성중인 논문으로, 인용은 삼가바랍니다.

## I. 서론

1980년대 자본자유화와 함께 진행된 전세계적 자금의 이동은 1990년대 헤지펀드와 투자은행을 중심으로 폭발적 성장을 이루었고 개발도상국들의 경제성장과 함께 자본의 이동은 더욱 증가하였다. 우리나라도 1992년 해외자금조달에 대한 규제가 점점 완화되고, 1997년 아시아금융위기 이후 국내 주식시장의 외국인 소유한도 제한이 폐지되면서 외국인투자자의 지분이 높아져 2004년에는 주식시장 시가총액의 44%를 차지하는 등 큰 영향력을 행사하고 있다. 외국인 주식소유한도 전면개방 이후 주식시장에서 지속적으로 지분을 늘려왔던 외국인들이 전세계적 신용 경색 등의 이유로 투자회수에 나서고 있지만 여전히 국내에서 외국인투자자들은 지속적으로 시가총액의 30%대 지분을 보유하고 있다. 이와 함께 미국의 서브프라임 모기지 사태 및 전세계적 금융위기로 촉발된 외국인투자자들의 안전자산 선호와 엔캐리 트레이드 청산 가능성 등으로 인해 외국인투자자의 영향력은 더욱 커지고 우리나라 자본시장의 변동성은 더욱 높아지게 되었다. 1997년 주식소유 제한이 폐지된 이후 2008년 서브프라임 사태 이후 신용경색으로 인한 투자자금 회수 등을 거치며 약 16년동안 우리나라 주식시장과 경영환경은 국제경영환경과 불가분의 관계에 있었으며 그간 우리나라 주식시장과 기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향력에 대해 지속적으로 이루어진 선행연구들이 제시하는 결과와 함의들을 포괄적으로 리뷰해볼 필요가 있을 것이다.

이에 국제경영리뷰에서도 총 56편 중 외국인투자자의 영향력과 지배구조 관련 논문이 15편(26.5%), 동조성 및 변동성 관련논문이 9편(16%), 선물환 및 헤징관련 논문이 8편(14.3%), 기업재무관련 논문이 7편(12.5%), 자본시장통합관련논문이 5편(9%), 해외증권발행과 그 영향에 관한 논문이 4편(7%), 금융기관활동과 관련된 논문이 3편(5%), 수출 등 국제경영활동 관련 논문이 3편(5%), 국제조세와 도덕적 해이 관련논문이 2편(3.5%)등이 발표되어, 국제재무활동에 관한 다양한 연구가 활발히 이루어져왔다. 연도별로는 1997년에서 2002년까지 발표된 논문은 총 6편의 논문이 발표되어 국제재무 분야 발표논문 56편 중 그 비중이 10.7%에 불과하였으나, 2002년에서 2006년까지는 총 16편으로, 그 비중이 28.6%이었다. 또한 2007년에서 2012년까지는 34편으로 그 비중이 60.7%에 달하였다. 이러한 증가요인은 환위험, 변동성 이전효과, 해외증권 발행 등 지속적으로 연구가 되어왔던 분야와 더불어 외국인투자자의 영향력에 대한 관심이 높아져 총 10편의 논문이 발표되었다. 1998년 외국인투자자에 대한 투자규제가 전면적으로 완화되면서, 국내기업에 대한 영향력을 늘려가고 있으며, 이에대한 연구의 필요성에 의한 결과로 보인다. 또한 기존 국제재무 연구에서 실증분석이 주를 이루었다면 이 기간 동안 사례논문도 4편이 발표되었다.

[표 1] 국제경영리뷰 내 국제재무관련 게재논문 수 연도별 추이(제1권~제16권)

연도	권	호	논문 수	연도	권	호	논문 수
1997	1	1	1	2008	12	1	1
1998	2	1	1			2	0
1999	3	1	2			3	1
2000	4	1	1			4	1
2001	5	1	1	2009	13	1	2
		2	0			2	1
2002	6	1	1			3	1
		2	2			4	1
2003	7	1	1	2010	14	1	2
		2	3			2	0
2004	8	1	2			3	3
		2	1			4	1
2005	9	1	1	2011	15	1	0
		2	1			2	3
2006	10	1	1			3	4
		2	2			4	2
		3	1	2012	16	1	1
2007	11	1	1			2	1
		2	0			3	1
		3	2			4	2
		4	3	계		37	56

주: 2012년 12월(제16권)까지의 게재논문 기준임

본 연구는 1997년에서 2012년까지 국제경영리뷰에 수록된 논문 중 국제재무분야 논문에 대한 메타연구 결과를 보고하고 있다. 메타연구에 이용된 방법은 첫째, 발간관련 특성으로 저자, 연도, 소속기관, 저자수 등을 사용하였으며, 둘째, 논문의 세부분야와 방법론을 사용하였다. 각 논문의 세부분야와 관련하여 국제재무분야의 각 개념을 분류하고, 각 분류별로 연구결과를 리뷰하고 앞으로의 연구방향을 제시하고자 한다.

## II. 연구내용 및 방법

### 2.1 연구내용

본 연구는 국제경영리뷰에 게재된 논문 중 국제재무 분야의 논문과 이 분야 주요 변수로 한 이 분야 논문을 참조한다. 구체적인 내용으로는 첫째, 국제재무 분야 논문에 대하여 주제(분야), 저자, 소속대학,

연구방법, 연구비 수주여부 등을 토대로 발간관련 특성을 분석한다. 둘째, 세부 연구주제, 연구방법 등에 대해 심층적으로 분석하며, 실증연구의 경우 표본추출 등을 포함한다. 셋째, 이러한 분석을 토대로 1997년에서 2012년까지 국제재무 분야 논문의 흐름을 정리하고 향후 연구방향에 대한 시사점을 제시한다. 연구결과가 혼재되어 있는 분야의 경우 연구방법을 분석하고 향후 심도깊은 연구가 이루어져야 할 부분을 파악함으로써 국제재무 분야의 연구동향을 조망하는 리뷰 페이퍼의 방법과 형식을 따른다.

## 2.2 연구방법

주요 연구방법으로는 기술적 분석과 더불어, 통계분석 등을 활용하여 내용에 대한 분석을 하고자 한다. 이러한 분석방법은 기본적으로 메타분석과 연관관계가 있다. 특정 주제에 대해 지금까지 행해져 온 기존 연구들을 검토하고 평가하는 작업은 매우 필요하며(성옥제, 2012), 메타분석<sup>34)</sup>은 이러한 연구들의 방법론으로 매우 유용하게 사용되어 왔다. 메타분석에서는 기존 연구하나하나를 개별 케이스로 사용하여, 각각의 연구들을 나름의 기준에 맞추어 구분하고 각각의 특성을 비교하여 연구가 이루어진다.

# III 연구결과

## 3.1 발간관련특성

### 3.1.1 저자

연구방법론에서 밝힌 바와 같이 국제경영리뷰 1호에서 15호(1997년에서 2012년)에 게재된 논문을 분석대상으로 추출된 국제재무 및 국제금융 분야와 관련된 논문은 모두 56편이었으며, 이들 논문은 모두 72명의 연구자에 의해 작성되었다. 이 중 두 편의 논문을 발표한 연구자는 17명, 세 편 이상의 논문을 발표한 연구자는 3명이었다. 또한 연구소 소속 연구원 7명, 박사과정이하 6명, 회사원 1명 등 다양한 구성원들이 논문작성에 참여하였다.

[표 2] 저자수

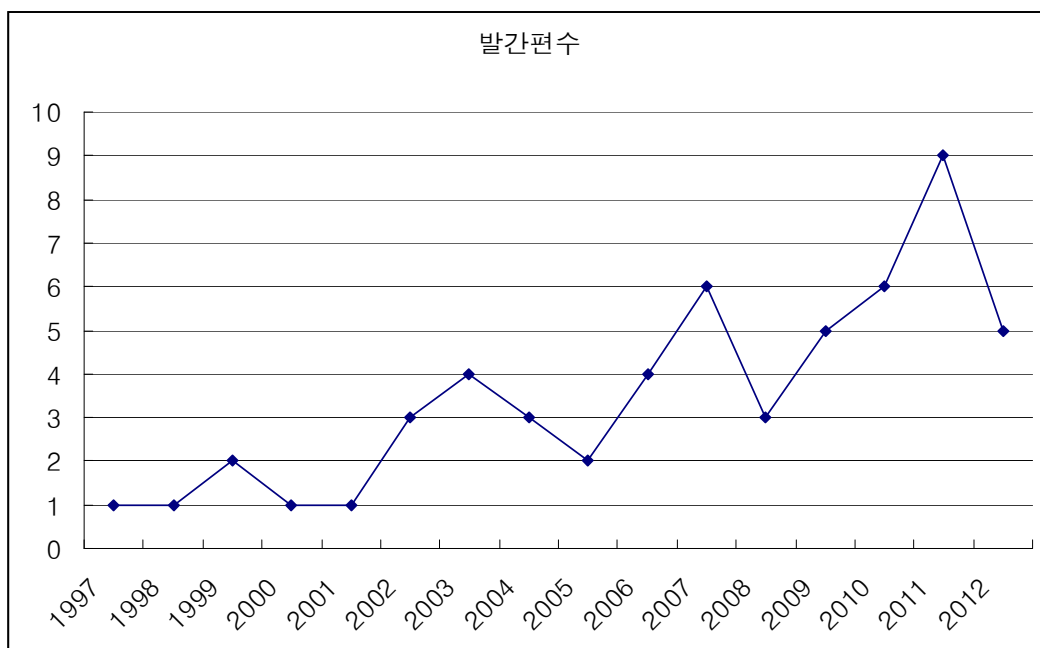
저자수	1	2	3	4
편수	20	29	6	1

34) 메타분석에 대한 설명은 성옥제(2012)를 주로 참고하였습니다.

### 3.1.2 발간연도별 편수

국제경영리뷰의 국제재무 분야 중 최초로 발표된 논문은 박세운, 최상태(1997)의 논문이다. 이 논문은 1998년 10월경 우리나라에 선물거래소가 설립되기전 원·달러통화선물의 성공적 상장을 위한 성공조건을 원·달러현물환시장규모, 우리나라 외환시장의 효율성, 원·달러현물환율의 변동성, 원·달러통화선물의 대체적 수요의 크기, 자본이동의 자유화 정도를 기준으로 실증분석하였다. 이후 국제재무 분야 논문은 매년 지속적으로 발간되고 있으며, 연도별 편차가 존재하지만 그 수가 증가하고 있다. <표 3> 연도별 국제재무 발간 편수를 참조하면 1997년에서 2002년까지 발표된 논문은 총 6편의 논문이 발표되어 국제재무 분야 발표논문 56편 중 그 비중이 10.7%에 불과하였으나, 2002년에서 2006년까지는 총 16편으로, 그 비중이 28.6%이었다. 또한 2007년에서 2012년까지는 34편으로 그 비중이 60.7%에 달하였다. 이러한 증가요인은 환위험, 변동성 이전효과, 해외증권 발행 등 지속적으로 연구가 되어왔던 분야와 더불어 외국인투자자의 영향력에 대한 관심이 높아져 총 10편의 논문이 발표되었다. 1998년 외국인투자자에 대한 투자규제가 전면적으로 완화되면서, 국내기업에 대한 영향력을 늘려가고 있으며, 이에대한 연구의 필요성에 의한 결과로 보인다. 또한 기존 국제재무 연구에서 실증분석이 주를 이루었다면 이기간 동안 사례논문도 4편이 발표되었다. 사례논문은 금융기관의 운영 위험을 줄일 수 있는 방법에 대한 연구(안중석, 이준행, 2010), 기업의 국제경영활동과 관련한 최적의 재무구조설계(최향미, 설원식, 2010), CAPS 4개국 전력시장에 대한 진출전략과 수행과정의 위험관리전략(문창권, 이기성, 2011), 글로벌 에너지 위기상황에서 글로벌 에너지 시장을 선도하는 에너지 기업으로 거듭나기 위한 에너지 전략(최향미, 2012)이 발표되었다.

[그림 1] 연도별 국제재무 발간 편수



### 3.1.3 참여 대학 및 기관

국제재무 분야 논문을 발표한 대학과 기관은 다양한 구성을 보이고 있다. <표 3> 참여대학 및 기관은 이들 구성원들의 소속 대학과 기관을 보여주고 있다. 참여대학은 1편을 발간한 대학이 총 20개 대학으로 가장 많은 수를 차지하고 있으며, 2편을 발간한 대학이 5개, 3편을 발간한 대학이 10개이다. 또한 4편이상의 논문을 발간한 대학도 3개에 이르며, 해외대학으로 나고야대학이 참여하는 등 총 39개 대학이 논문을 발표하였다. 대학과 더불어 기관참여자로는 3개의 연구소(삼성경제연구소, 한국과학기술기획평가원, 한국과학기술정보연구원(KISTI))가 총 3편의 논문발표에 참여하였으며, 기업으로 Actus Investment가 1편의 논문발표에 참여하였다.

[표 3] 참여대학 및 기관

	편수	계	목록
참여대학	1	20	단국대학교, 동국대학교, 동서대학교, 동아대학교, 부경대학교, 부산경상대학교, 부산외국어대학교, 서강대학교, 서울과학종합대학원, 서울시립대학교, 서울여자대학교, 성화대학, 오성스포츠대학원대학교, 웅지세무대학, 전남대학교, 창원대학교, 충남대학교, 충주대학교, 한성대학교, 한양대학교
	2	5	극동대학교, 목포대학교, 부경대학교, 성균관대학교, 한양대학교
	3편	10	동국대학교, 백석대학교, 부산대학교, 영남대학교, 중앙대학교, 천안대학교, 홍익대학교
	4편이상	3	인제대학교, 서울대학교, 숙명여자대학교
해외대학	1	1	나고야대학교
연구소	1	2	삼성경제연구소, 한국과학기술기획평가원
	2	1	한국과학기술정보연구원(KISTI)
회사	1	1	Auctus Investment

### 3.1.4 연구비 수주여부

연구비 수주와 관련하여 총 12편의 논문이 연구비를 수주하였으며, 이는 국제재무분야 논문 56편 대비 21.4%에 해당하며 1997년에서 2012년 사이에 발간된 이 분야 논문 5편 중 한편이 연구비를 수주하였다. 12편 중 교내연구비를 수주한 논문은 7편(총 연구비수주대비 58%)이고, 교외연구비를 수주한 논문은 5편(총 연구비수주대비 41.7%)으로 교외연구비수주기관은 학술진흥재단과 산학협동재단이었다.

### 3.2 국제재무 분야별 발표논문

국제재무 각 분야별 발표논문은 외국인투자자의 영향력과 지배구조 관련 논문이 15편(26.5%), 동조성 및 변동성 관련논문이 9편(16%), 선물환 및 헤징관련 논문이 8편(14.3%), 기업재무관련 논문이 7편(12.5%), 자본시장통합관련논문이 5편(9%), 해외증권발행과 그 영향에 관한 논문이 4편(7%), 금융기관 활동과 관련된 논문이 3편(5%), 수출 등 국제경영활동 관련 논문이 3편(5%), 국제조세와 도덕적 해이 관련논문이 2편(3.5%)으로 총 56편을 구성하고 있다.

[표 5] 국제재무 분야별 발표논문

외국인투자자 및 지배구조	15
동조성 및 변동성	9
선물환 및 헤징	8
재무	7
자본시장통합	5
해외증권	4
금융기관	4
수출 등 국제경영활동	3
국제조세	1
계	56

#### 3.2.1 자본시장통합

자본시장통합과 관련된 세부연구주제로는 국제자본시장의 통합정도를 살펴본 이상근, 김창완(1999), 박영규(2004), 정현철(2007)의 연구와, 국제자산가격결정요인을 살펴본 이상근, 김창완(2000), 해외투자 펀드 투자를 통한 국제분산투자의 효과를 살펴본 오광희, 이문희, 장호윤, 설원식(2009)의 연구가 있다.

#### 3.2.2 선물환 및 헤징

선물환 및 헤징과 관련된 세부연구주제로는 선도환율의 불편이성(정상국, 1999), 원달러선물환시장 가능성(박세운, 최상태, 1997), 헤징관련(정상국, 2009; 민상기, 김태중, 2011), 환노출 및 환위험(정상국, 강한균, 2006; 권택호, 정성창, 2010), 환위험프리미엄(이윤구, 고경일, 2003)의 연구가 있다.

### 3.2.3 해외증권

해외증권 발행 및 기업가치와 관련된 세부연구주제로는 한국물해외증권발행(김동순, 2003; 정태영, 예민수, 2009; 최문섭, 2011)이 기업가치에 미치는 영향, 교차상장의 효과 등을 살펴보았다.

### 3.2.4 금융기관

금융기관과 관련된 세부연구주제로는 금융기관의 운영위험관리(안중석, 이준행, 2010), 보험산업에서 차등보험료율과 공동보험제도를 도입할 경우 위험추구성향에 관한 연구(이호선, 이재현, 위 경우, 2012), 이슬람금융(사나 하산 칸, 조대우, 2012), 신흥시장 외환위기사 채권자들의 도덕적해이에 관한 연구(제정임, 민상기, 2006)이 있다.

### 3.2.5 동조성 및 변동성

동조성 및 변동성과 관련된 세부연구주제로는 동조성과 관련하여 각국주식시장변동의 국가간 전과 경로를 살펴보았으며, 특히 선진국(미국, 일본 등)에서 개발도상국으로의 변동성이전연구(모수원, 김창범, 2002; 오경희, 강석규, 2003, 유시용, 김동휘)가 활발히 이루어졌다. 또한 미달러선물시장의 도입으로 선물시장의 변동성이 증가하는지(유한수, 2005; 유한수, 2006)와 통신산업에서 미국에서 한국으로 주식시자의 변동성이 이전되는지 연구(설원식, 윤종인, 2006)하였다. 이러한 연구들과 연계하여 통화선물 시장을 대상으로 정보의 이전효과를 살펴본 연구(이병근, 2002)가 있다.

### 3.2.6 기업재무, 수출 및 국제경영활동과 기업가치

관련된 세부연구주제로는 수출 및 국제경영활동이 기업가치에 미치는 영향(설원식, 정혜순, 유선희, 2003; 유승훈, 홍혜정, 2008; 문창권, 이기성, 2011)과 기업재무와 관련하여 중국투자를 위한 프로젝트파 이낸싱(최향미, 설원식, 2010), 수출과 일본기업의 자본구조연구(정태영, 조두섭, 2002), 글로벌 에너지 위기대응전략(최향미, 2012)가 있다.

### 3.2.7 외국인투자자 및 기업지배구조

외국인투자자에 대한 연구는 외국인의 경영참가와 기업가치와 관련한 연구(설원식, 김주현, 2007; 안영규, 2007; 김동순, 엄승섭, 2008; 이현철, 서민교, 2011; 조영곤, 설원식, 2009; 조정일, 변조국, 이정우, 2011, 최향미, 조영곤, 2011), 외국인투자자와 설비투자 및 연구개발투자간 관계에 관한 연구(설원식, 2005; 강신애, 2012), 애널리스트 시장신뢰도에 외국인애널리스트와 국내애널리스트의 차이가 있는지를

살펴본 김동순(2007)의 연구와 유동성 및 기업가치를 다룬 강신애(2010)의 연구 및 제도변화로 인한 내부노동시장의 변화가 있는지를 살펴본 장호원, 서정일(2010)의 연구가 있다. 또한 중국내 외국인투자적격제도를 연구한 변중국, 강명혜, 조정일(2009)의 연구가 있다.

기업지배구조와 관련하여 스톡옵션도입과 기업가치에 관한 연구(설원식, 김수정, 2004), 공기업민영화와 경영자지분율관계(강중원, 1998)

### 3.2.9 국제조세

국제조세와 관련되어 오준석(2007)은 국제이전가격과세협상에서 다국적기업과 각국 정부가 마주하게 되는 현상을 게임이론을 이용하여 풀이하고 있다.

## IV 결과

본 연구는 국제경영리뷰 창간 이후인 1997년에서 2012년까지 국제경영리뷰에 수록된 논문 중 국제재무분야 논문에 대한 메타연구 결과를 보고하고 있다. 메타연구에 이용된 방법은 첫째, 발간관련 특성으로 저자, 연도, 소속기관, 저자수 등을 사용하였으며, 둘째, 논문의 세부분야와 방법론을 사용하였다. 각 논문의 세부분야와 관련하여 국제재무분야의 각 개념을 분류하고, 각 분류별로 연구결과를 리뷰하고 앞으로의 연구방향을 제시하고자 한다.

## 참고문헌

- 강신애(2010), "대량지분투자자는 유동성이 높은 주식에 투자하는가?" **국제경영리뷰** 14(4): 97-117
- (2012), "외국인대량지분투자자와 정보비대칭이 연구개발투자에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 16(4): 127-147
- 강준원(1998), "독점공기업 민영화에 있어서 사회후생을 극대화하기 위한 경영자 지분을 결정." **국제경영리뷰**, 2(1): 25-44
- 강한균 · 배국향(2005), "화인자본의 활용과 한국경제의 글로벌화." **국제경영리뷰**, 9(1): 27-52
- 권택호(2011), "한국 기업의 해외 현지법인과의 내부거래와 기업가치." **국제경영리뷰**, 15(2): 151-177
- 권택호정성창(2010), "기업의 선물환거래와 통화선물거래가 비대칭적 환노출에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 14(3): 93-117
- 김경애 · 김재범(2010), "투자자국의 차이가 외국인투자기업의 수익성에 미치는 효과에 관한 연구." **국제경영리뷰**, 14(3): 1-25
- 김광수, John E. Prescott, · Ravi Madhavan(2009), "한국기업과 미국기업의 경쟁정보활동에 관한 실증적 비교연구." **국제경영리뷰**, 13(1): 1-21
- 김동순(2007), "국내 및 외국계 증권사 애널리스트의 시장신뢰도 비교." **국제경영리뷰**, 11(4): 131-157
- (2007), "국내 및 외국계 증권사 애널리스트의 시장신뢰도 비교." **국제경영리뷰**, 11(4): 131-157
- 김동순 · 엄승섭(2008), "국내기업의 지배구조가 외국인투자 및 기업가치에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 12(4): 155-172
- 김진 · 강호상(2012), "주요 글로벌 반도체기업의 수익성과 시장성 분석." **국제경영리뷰**, 16(3): 51-80
- 모수원 · 김창범(2002), "주식시장변동의 국가간 전파경로." **국제경영리뷰**, 6(1): 91-102
- 모수원, 임준형, · 김창범(2001), "뉴스충격이 주가변동성에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 5(1): 77-92
- 문창권 · 이기성(2011), "Caps 전력시장의 ppp/pfi 진출전략." **국제경영리뷰**, 15(2): 27-45
- 민상기 · 김태중(2011), "제조기업의 파생상품 거래와 헤징, 자금조달 그리고 투자 의사결정." **국제경영리뷰**, 15(3): 153-174
- 박경인 · 이가연(2011), "계속투자전략과 주가잔류현상의 국제시장간 비교분석." **국제경영리뷰**, 15(4): 49-69
- 박봉규 · 김용덕(2004), "외환위기 이후 한국의 외국인투자 정책에 관한 연구." **국제경영리뷰**, 8(1): 121-143
- 박순식 · 안영규(2007), "한국주식시장에서의 투자성향효과 분석." **국제경영리뷰**, 11(1): 91-114
- 서민교(2009), "한국기업의 중국진출은 기업의 가치를 증가시키는가?" **국제경영리뷰**, 13(4): 173-195
- 서민교 · 이가연(2008), "한국기업의 해외투자는 주주 부를 증가시키는가?" **국제경영리뷰**, 12(4): 173-193
- 서민교 · 이현철(2005), "한국기업의 해외투자 철수가 주주부에 미치는 영향에 관한 연구." **국제경영리뷰**, 9(1): 151-172

- 설원식(2005), "외국인투자자가 국내기업의 설비투자에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 9(1): 53-68
- 설원식·김수정(2004), "스톡옵션제도 도입이 경영자의 의사결정 성향과 기업의 장기성과에 미친 영향." **국제경영리뷰**, 8(1): 61-84
- 설원식·김주현(2007), "외국인투자자의 경영참가 공시가 주주의 부에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 11(4): 105-130
- (2007), "외국인투자자의 경영참가 공시가 주주의 부에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 11(4): 105-130
- 설원식·윤종인(2006), "통신 산업에서 미국 주식시장으로부터 한국 주식시장으로의 변동성 이전 효과에 관한 연구." **국제경영리뷰**, 10(1): 23-42
- 설원식, 정혜순, 유선희(2003), "해외시장 참여 정도가 기업의 연구개발(r&d) 투자에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 7(2): 13-35
- 심현진, 윤우진, 송재용(2010), "한국기업의 해외인수합병 공시와 기업가치의 변화." **국제경영리뷰**, 14(1): 1-18
- 안영규(2007), "외국인직접투자기업의 성장률정책에 관한 연구." **국제경영리뷰**, 11(4): 53-76
- 안중석·이준행. 2010. "Basel II 하에서의 금융기관 운영위험관리 전략에 관한 연구1)." **국제경영리뷰**, 14(1): 55-76
- 양오석(2012), "은행의 해외시장 진입모드를 결정하는 요인 연구." **국제경영리뷰**, 16(1): 49-93
- 오경희·강석규(2003), "미국과 일본시장의 주가변동에 대한 신흥아시아 시장의 주가반응." **국제경영리뷰**, 7(2): 83-99
- 오광희, 이문희, 장호윤, 설원식(2009), "해외투자펀드를 통한 국제분산투자의 효과." **국제경영리뷰**, 13(1): 149-178
- 오준석(2007), "다국적기업의 국제이전가격과세협상에 관한 연구." **국제경영리뷰**, 11(3): 171-196
- 유승훈·홍혜정(2008), "기업규모와 수출비중이 추가수익률과 환율변동율사이의 관계에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 12(1): 75-92
- 유시용·김동휘(2011), "중국 주식시장의 동태적 조건부 상관관계 연구." **국제경영리뷰**, 15(4): 25-48
- 유한수(2006), "미국달러선물 거래금액과 현물환율의 일시적 변동성." **국제경영리뷰**, 10(2): 95-106
- (2005), "미국달러선물시장 도입이 현물시장 변동성에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 9(2): 369-380
- (2005), "미국달러선물시장 도입이 현물시장 변동성에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 9(2): 369-380
- 윤종인·고경일(2008), "아시아 주요 주가지수 수익률의 극치분포분석." **국제경영리뷰**, 12(3): 47-66
- 이상근·김창완(1999) "資本市場 統合性에 對한 實證分析." **국제경영리뷰**, 3(1): 1-16
- 이윤구·고경일(2003), "원화표시 환위험프리미엄 결정요인에 관한 연구." **국제경영리뷰**, 7(1): 25-49
- 이지석(2004), "개정 외국인투자촉진법(Fipa 2003)에 대한 비판적 분석." **국제경영리뷰**, 8(2): 91-114
- 이태희(2012), "기업 규모에 따른 공급사슬지향성과 공급사슬관리가 수출성과에 미치는 영향." **국제경영리뷰**, 16(1): 243-273
- 이현철·서민교(2011), "외국인 투자와 기업의 가치." **국제경영리뷰**, 15(3): 45-67
- 정상국·강한균(2006), "환율위험이 무역에 미치는 비선형효과." **국제경영리뷰**, 10(2): 41-67

- 정태영 · 예민수(2009), "국내기업의 주식예탁증서(Dr) 발행공시 효과에 관한 연구." **국제경영리뷰**, 13(1): 123-148
- 정태영 · 조두섭(2002), "일본기업의 자본구조에 관한 연구." **국제경영리뷰**, 6(2): 75-90
- 정현철(2007), "국내자본시장의 국제자본시장과의 통합화 정도에 관한 연구." **국제경영리뷰**, 11(3): 85-102
- (2004), "이머징마켓 주식시장개방이 주가변동성에 미치는 영향연구." **국제경영리뷰**, 8(1): 85-104
- 제정임 · 민상기(2006), "신흥시장의 외환위기와 채권자의 도덕적 해이." **국제경영리뷰**, 10(3): 75-102
- 조정일, 변종국, · 이정우(2011), "외국기업에 의한 국내 인수대상기업의 주주 부의 변화." **국제경영리뷰**, 15(3): 109-129
- 최문섭(2011), "교차상장주식의 가격탐색과 임계오차수정모형." **국제경영리뷰**, 15(2): 109-132
- 최향미(2012), "글로벌 에너지 위기 대응을 위한 한국전력의 스마트 에너지 전략." **국제경영리뷰**, 16(1): 275-293
- 최향미 · 설원식(2010), "거명국제에너지유한공사 합작투자를 위한 한국전력의 파이낸싱 전략." **국제경영리뷰**, 14(3): 181-210
- 최향미 · 조영곤(2011), "소유-지배 괴리도와 기업가치." **국제경영리뷰**, 15(3): 93-108
- Jin-Han Kim, Chun-Ik Park & Kyong-Tae Jon(2006), "The Relationship between Profitability and the Size of Firms in Two Different Industries." **국제경영리뷰**, 10(3): 291-306
- Jong-Cook Byun, Ming-Hui Kang & Jeong-Il Jo(2009), "An Analysis of Investment Characteristics of QFIIs in the Chinese Security Markets." **국제경영리뷰**, 13(3): 173-195
- Sae-Woon Park & Sang-Tae Choi(1997), "Possibility Analysis of Successful Listing of Won/Dollar Currency Futures." **국제경영리뷰**, 1(1): 17-40
- Sana Hasan Khan & Dae-Woo Cho(2012), "Islamic and Conventional Banking Efficiency." **국제경영리뷰**, 16(2): 91-113
- Sang-Kuck Chung(1999), "The Speed of Adjustment and Forward Rate Unbiasedness." **국제경영리뷰**, 3(1): 111-127
- (2009), "Time Varying Correlation Mixed Normal Garch Model and Currency Futures Hedge Performances." **국제경영리뷰**, 13(2): 151-176
- Young-Gon Cho & Wonsik Sul(2009), "Block Sales of Foreign Investors and Firm Value : The Case of Korean Stock Market." **국제경영리뷰**, 13(4): 197-223
- Young-Kyu Moh(2012), "Reexamining Yen Real Exchange Rate Dynamics by Recursive Mean Adjustment." **국제경영리뷰**, 16(3): 163-176
- Young-Kyu Park(2004), "Degree of Capital Market Integration and Impact of Equity Linked Bonds Issuance." **국제경영리뷰**, 8(2): 1-20

## Recent Trends in International Finance

**Shin Ae Kang**

Assistant Professor, Business Administration, Seoul National University of Science and Technology

**Hyang Mi Choi**

Assistant Professor, College of Business, Sangmyung University

### Abstract

The purpose of this paper is to examine how scholarly research on international finance has evolved and been shaped using bibliometrics analysis of 60 journal articles published in International Business Review between 1997 and 2012 on that topic. The literature has been dominated by the fields of volatility spillover, market integration issues and foreign exchange risk management which together accounted for 50% of all publications. About 30% of the journals are related to foreign investors' impact on Korean firms' decision making and stock market and the rest include international taxation and stock price issues.

**Key Words:** International Finance, Meta Analysis, Characteristics, Methodology



# Value Investing Based on Intrinsic Value

## (BV/MV, E/P, C/P, D/P)

An, Chongsoo\*

### I. Introduction

There are many investors who believe that stocks with specific characteristics, some quantitative and some qualitative outperform other stocks, and that the key to investment success is to identify what these characteristics are. Ben Graham, converted these factors into screens that could be used to find promising investments.

In Security analysis, Ben Graham put his mind to converting his view on markets to specific screens that could be used to find under valued stocks. While the numbers in the screens did change slightly from edition to edition, they are summarized in 4 ratios: book value of assets to market value, earnings to price, cash flow to price, and dividend yield.

Graham's value investing approach is simple: invest on those companies with strong balance sheets, above-average earning, ample cash flow, and high dividend yield. It apparently works very well as is discussed in the Literature Review section. Despite the impressive results, however, his approach is relatively unknown to individual investors. That's probably because finding stocks meeting Graham's requirements requires some digging. It should also be noted that following many ideas and techniques as presented in his books are not easy to the ordinary investors.

The main objective of this paper is to empirically test Graham's value investing approach, using B/M, E/P, D/P, C/P ratios. We examine two questions:

- (1) Does value investing is a good strategy to generate excess returns to investors in the U.S. equity market?
- (2) If so, its excess returns are pervasive regardless of market conditions?

This study will be different from the previous studies (e.g., Oppenheimer, 1986; Bildersee et al., 1993) in that Greham's value investing works and produces excess returns in a study period, but also offer a conceptual investment framework within which ordinary investors can design and construct a comfortable investment strategy for an investment horizon under different market conditions.

This study is important because, as more traditional defined benefit plans in pension systems are being converted to defined contribution plans or hybrid plans in the United States in recent years, the investors' general understanding of how the U.S. stock market works has become increasingly important. Thus, our goal

---

\* professor of Dept. of International Trade in Gangneung-Wonju National University

of this paper and future research is not to advocate a particular investment method that will work all the time, but to present empirical findings supporting certain investment approaches which will bring positive results to the investors. The solid understanding of these findings will enable the investors to choose funds in their retirement assets with a long-term perspective and manage them prudently.

Our results are summarized in the following way. The excess returns are pervasive in the U.S. stock market. Section II and III introduce previous research and explain the research design. Section IV shows that firms on high B/M, E/P, D/P, C/P produce large value premiums for the 1999 to 2012 period. However, excess returns exist only during the up markets, not during the down markets. It also shows that traditional CAPM does not seem to capture all the excess returns in the U.S. stock market. Other factor is needed to explain the existence of excess returns. Section V suggests that it is a good investment strategy to use B/M, E/P, D/P, C/P ratios and generate excess returns.

## II. Previous Research

Henry Oppenheimer(1984) studied the portfolios obtained from these screens from 1974 to 1981 and concluded that you could have made an annual return well in excess of the market. Academics have tested individuals screens- low EP ratios and high dividend yields to name two- and have found that they indeed yield portfolios that deliver higher returns.

Rosenberg, Reid and Lanstein(1985) looked at stock returns with high book/price ratios would have yielded an excess return of about 4.5% a year. Fama and French(1992) showed that firms in the highest book-to-price class earned an average annual return of 24.31% for the 1963-90 period.

Lakonishok et al. (1994) and Haugen(1995) argued that the value premium average returns arises because the market undervalues distressed stocks and overvalue growth stocks. When these pricing errors are corrected, distressed(value) stocks have high returns and growth stocks have low returns. Fama and French(1993, 1995, 1996, 1998) argue that the value premium is compensaion for risk missed by the capital asset pricing model.

Fama and French(1996, 1998) showed that for U.S. stocks there is a strong value premium in average returns. They used two-factor MMV (multifactor- minimum- variance) portfolio to explain the existence of excess returns. Two-factor MMV portfolios have the smallest possible return variances, given their expected returns and loadings on the state variable whose pricing is not captured by the CAPM). They showed that the market return and the difference between the returns on high and low book-to-market portfolios, HB/M and LB/M can be the second explanatory return in CAPM.

The best support for Graham's views on value investing don't come from academic studies, but from the

success of many of his students at Columbia. One of the most famous students is Warren Buffett. He provide ample evidence that Graham's approach has brought abundant wealth to the practitioners of this idea in stock investing.

### III. Research Design

To construct a investment strategy based on intrinsic value, ratios of B/M, E/P, D/P, C/P were employed in this study as the criterion in selecting stocks. We classified firms that have high ratios of book-to-market equity(B/M), earning to price(E/P), Dividend to price(D/P), or cash flow to price(C/P) as value stocks. Firms that have low ratios of B/M, E/P, D/P, C/P are defined as growth stocks.

The results were compared to the performance of S&P 500 as the market index. A high B/M, E/P, D/P, C/P ratios indicate that the firm's stock is currently undervalued and therefore a large return is expected when the market is recovered and the firm's assets are fairly valued by the investors. As the initial sample, we used all stocks in Portfolio123 (about 6,000 firms) which are supplied by Compustat, Standard & Poors, CapitallQ, and Reuters. The study period was from January 2, 1999 to December 31, 2012 because (1) the stock data are provided by Portfolio 123 only during this period and (2) previous studies tested the stock performance prior to this period, mainly for 1970s through 1990s.

The analysis of stock performance was conducted in two stages. First, all securities that satisfied the following condition were selected. The value portfolio for a ratio(indicated with a leading H, for high) includes firms whose B/M, E/P, D/P, C/P is among the highest 30 percent for U.S.. The growth portfolio (indicated with a leading L, for low) includes firms in the bottom 30 percent.

The selected securities were then pooled into four different portfolios using ratios of B/M, E/P, D/P, C/P as follows:

for value portfolios,

Portfolio 1: Frank("HB/M") >= 70

Portfolio 2: Frank("HE/P") >= 70

Portfolio 3: Frank("HD/P") >= 70

Portfolio 4: Frank("HC/P") >= 70

for growth portfolios,

Portfolio 1: Frank("LB/M") <= 30

Portfolio 2: Frank("LE/P") <= 30

Portfolio 3: Frank("LD/P") <= 30

Portfolio 4: Frank("LC/P") <= 30

Frank(" ")  $\geq 70$  indicates value portfolios. It includes firms whose B/M, E/P, D/P, C/P is among the highest 30 percent for U.S. stocks.

Frank(" ")  $\leq 30$  indicates the growth portfolios. It includes firms in the bottom 30 percent. For example, HB/M is the high book-to-market(value) portfolios and LB/M is the low book-to-market(growth portfolios).

The sample size for portfolio 1, through portfolio 4 was 1278 firms, 1606 firms, 1502 firms and 1590 firms, respectively.

Secondly, the return performance of each portfolio was computed using 3-months rebalancing frequency data which were available at the backtesting application form of Portfolio123.com. and compared the results to the performance of the S&P 500 in different market conditions.

It was expected that the average returns of the value portfolios would be much greater than the returns of the growth portfolios. Finally, the returns of different holding periods were tested: six months and one year.

## IV. Empirical Results

### 1. the return behavior of portfolios

The annualized returns of value and growth portfolios and S&P 500 during the study period are presented in Table 1. Annualized returns are the returns that should have been realized every year to earn total returns during the study period.

The annualized returns on the value portfolios in Table 1 are 12.06 percent to 14.22 percent during the testing period, higher than the annualized returns on the S&P500. The annualized returns on the growth portfolios are 2.46 percent to 9.63 percent, are lower than returns on the corresponding value portfolios.

Returns on value portfolios are greater than those of growth portfolios. When portfolios are formed on B/M, E/P, C/P and D/P, value-growth premiums are positive, and most are more than 5 percent.

The results of Table 1 suggest that there are strong evidence of a consistent value premium in the portfolios's returns.

Table 1: Annualized Returns of Value and Growth Portfolios

portfolios and S&P500	Value portfolios		Growth portfolios	
	Annualized returns	Std. dev.	Annualized returns	Std. dev.
Portfolio 1	14.22	21.87	9.63	33.78
Portfolio 2	12.87	24.90	2.46	20.82

Portfolio 3	12.35	22.25	2.70	23.20
Portfolio 4	12.06	24.00	6.50	19.69
S&P500	0.95	22.96	0.95	22.96

Table 2 summarizes the results using the risk premium version of the CAPM. The statistics are generated by taking the series of portfolio returns generated for each 3-months holding period, after adjustment by the holding period specific risk-free rate(3-months Treasury bill) and regressing the resulting series against the series of market returns, also adjusted for the risk-free rate(3-months treasury bill).

Suppose that the expected return on any portfolio is fully explained by its regression slope on the market return. Then, in the regression of any portfolio's excess return(its return,  $R$ , minus the return on a U.S. Treasury bill,  $F$ ) on the excess market return,

$$R - F = \alpha + \beta(M - F) + e,$$

the intercept should be statistically indistinguishable from zero.

It turns out that beta of value portfolios are greater than one. The intercepts for the value portfolios(B/M, E/P, D/P, C/P) are at least 3.74 above zero. All the intercepts for the value portfolios are more than 3.6 standard errors from zero. The intercepts for the four growth portfolios are 0.52 above zero. However, the intercepts for growth portfolios are less than 2 standard errors from zero except B/M and thus, they are insignificant at confidence level over 95%. These results suggest that investors with value stocks can generate excess returns.

Table 2: CAPM results for value and growth portfolios

R-F	$\alpha$	$\beta$	$t(a)$	$t(b=1)$	$R^2$
value portfolios					
portfolio1(B/M)	5.03	1.58	3.66	10.49	0.66
portfolio2(E/P)	3.85	1.34	4.18	13.31	0.76
portfolio3(C/P)	3.93	1.42	4.07	13.47	0.76
portfolio4(D/P)	3.74	1.34	4.09	13.39	0.76
growth portfolios					
portfolio1(B/M)	2.72	1.12	2.21	8.31	0.55
portfolio2(E/P)	0.52	0.96	0.56	9.39	0.61
portfolio3(C/P)	1.33	1.19	0.96	7.91	0.53
portfolio4(D/P)	1.17	0.83	1.20	7.80	0.52

The return pattern of portfolios is very volatile, depending on market conditions. In order to compare the performance of each portfolio in both up and down markets, the average returns of each portfolio and S&P 500 during the study period are examined. Average returns are the simple averages of all rebalancing returns realized in backtesting using Portfolio 123 with 3-months holding period.

Exhibit 1 through 4 shows the results of Table 3 and Table 4, demonstrating that the portfolio return beat the market with a significant margin even during the 2009 down market. Rather than being unusual, the higher returns on value stock in the U.S. are phenomenal, especially in up markets.

Comparing the results of value and growth portfolios, there is no much difference in the pattern of returns during the up market. Excess returns on value portfolios are 7 to 8 percent above S&P500 bench mark while growth portfolios are above 1 to 2 percent. However, the rates during the down market become below zero for all portfolios, producing fairly significant negative excess returns.

From this results, it seems that the value stocks generate high returns during up market, but hardly during down market. We can say that excess returns are related to market conditions.

Table 3: Returns behavior of value portfolios during Up and Down Markets

Value portfolios	Average returns	Up market	Down market
Portfolio 1	4.66%	13.61%	-6.78%
Portfolio 2	3.88%	11.77%	-6.20%
Portfolio 3	3.77%	11.48%	-6.09%
Portfolio 4	3.82%	12.34%	-7.08%
S&P500	0.62%	6.30%	-6.67%

Table 4: Returns behavior of growth portfolios during Up and Down Markets

Growth portfolios	Average returns	Up market	Down market
Portfolio 1	3.13%	9.94%	-5.59%
Portfolio 2	1.20%	6.21%	-5.21%
Portfolio 3	1.61%	8.08%	-6.06%
Portfolio 4	2.07%	6.01%	-2.97%
S&P500	0.62%	6.30%	-6.67%

Table 5: CAPM results of portfolios during the down markets

R-F	R-F = $\alpha + \beta (M-F) + e$		t(a)	t(b=1)	R <sup>2</sup>
	$\alpha$	$\beta$			
value portfolios					
portfolio1(B/M)	1.61	1.19	0.66	5.59	0.57
portfolio2(E/P)	0.86	0.87	1.5	22.4	0.95
portfolio3(C/P)	-0.72	0.94	-0.52	7.29	0.66
portfolio4(D/P)	-1.10	0.99	-0.81	7.73	0.68

Table 5 summarized the CAPM results of portfolios during down markets. Betas are less than 1 except portfolios 1(B/M). This is contrary to the results of table 3, where 4 value portfolios have betas greater than one. The intercepts for the value portfolios(B/M, E/P, D/P, C/P) are less than 1.61 and two intercepts are zero. All the intercepts for the value are less than 1.5 standard errors from zero. In CAPM, the hypothesis, intercepts are all zero, is accepted. Thus, we cannot say that excess returns on value portfolios exist during down markets.

Exhibit 1 displays the return behavior of value portfolios. In the Exhibit, Screen is the result of backtesting portfolio every 3 months and presented along with the performance result of S&P 500. It can be seen that the performance of all portfolios are better than that of S&P 500, but are much more volatile due to its higher standard deviation. Turnover is defined as the rate of trading activity in a fund's portfolio of investments, equal to the lesser of purchases or sales, for a period, divided by average total assets. Number of Positions is the number of stocks in the portfolio during a particular period.

Exhibit 1: Return Behavior of Portfolio1 (B/M)

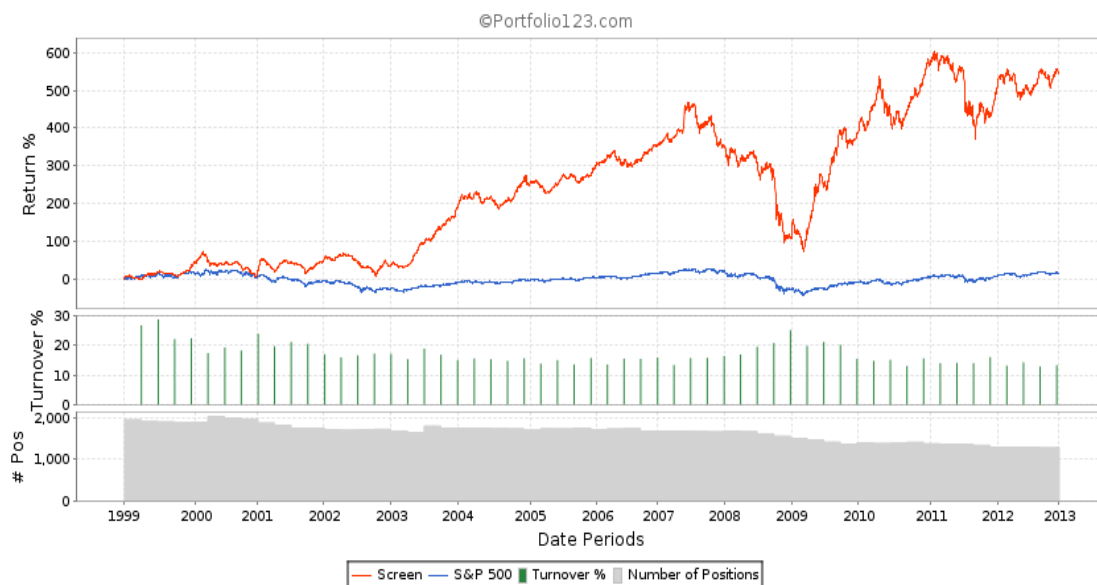


Exhibit 2: Return Behavior of Portfolio 2 (E/P)

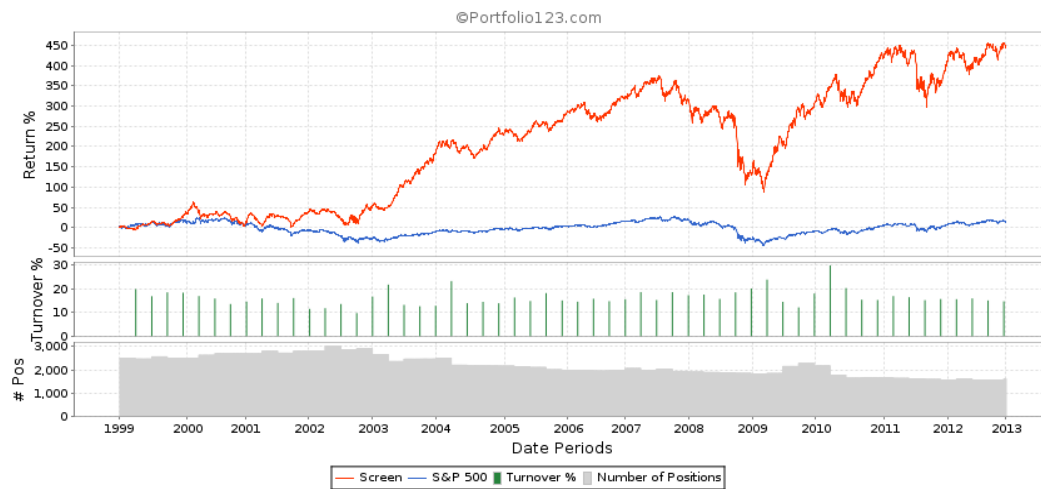


Exhibit 3: Return Behavior of Portfolio 3 (C/P)

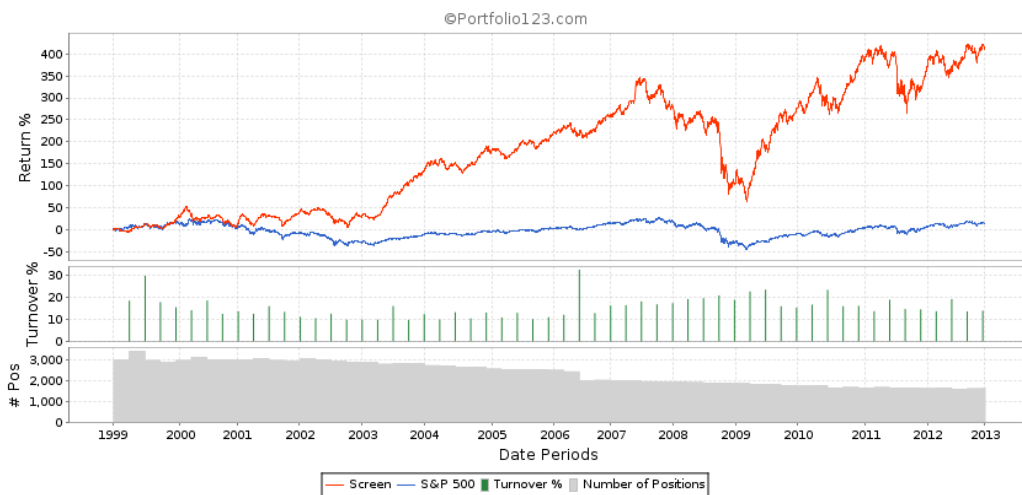
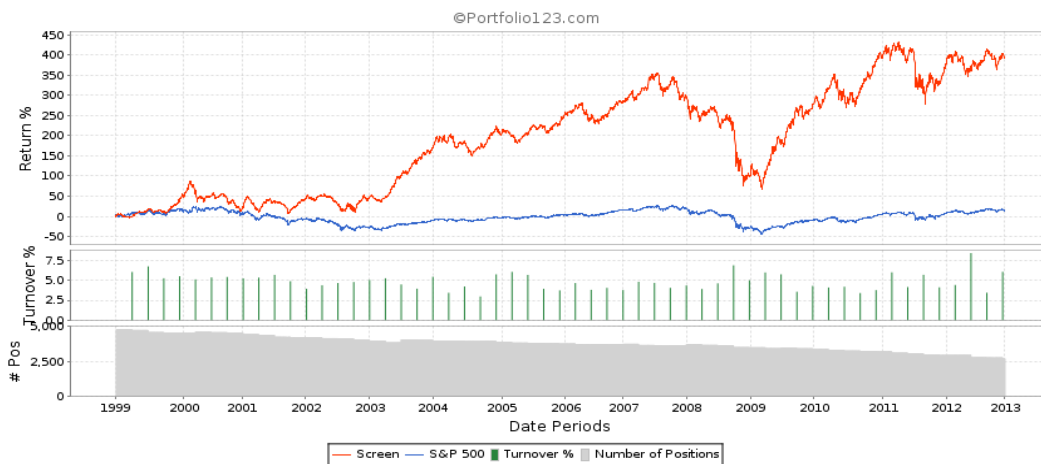


Exhibit 4: Return Behavior of Portfolio 4 (D/P)



## 2. Returns for Different Holding Periods

The stock market has been highly volatile since 2003. It is important for any investor to decide the investment holding period in order to generate high return from his portfolio.

To examine the effect of using different holding periods, each portfolio was rebalanced again with the holding period of six months and one year, and the results are shown in Table 6 along with the results of 3-months rebalancing results: Part A for Portfolio 1, Part 2 for Portfolio 2, and Part C for Portfolio 3, and Part D for Portfolio 4.

As the holding period is getting longer, the performance of the portfolios is improved around one percent rate. There is no much difference in performance of value portfolios with longer holding period. It seems that the different holding period assumptions have little impact on the performance of the value portfolios.

The results of growth portfolios are mixed. The performances of portfolio 1 (B/M) and portfolio 4 (D/P) with longer holding period become worse while the performances of portfolio 2 (E/P) and portfolio 3 (C/P) E/P and C/P are improved by above 3 annualized rate.

Table 6: Performance under Different Holding Periods (%)

### Part A: Portfolio 1 (B/M)

Holding periods	Value portfolio		Growth portfolio	
	Returns	Std. dev.	Returns	Std. dev.
3 months	14.22	21.87	9.63	33.78
6 months	13.38	21.28	6.34	39.86
1 year	15.63	20.43	7.91	23.27

### Part B: Portfolio 2 (E/P)

Holding periods	Value portfolio		Growth portfolio	
	Returns	Std. dev.	Returns	Std. dev.
3 months	12.87	24.90	2.46	20.82
6 months	12.01	27.05	3.39	20.30
1 year	12.82	21.84	5.80	20.37

### Part C: Portfolio 3 (C/P)

Holding periods	Value portfolio		Growth portfolio	
	Returns	Std. dev.	Returns	Std. dev.
3 months	12.35	22.25	2.70	23.20
6 months	12.51	21.96	3.59	23.62
1 year	13.06	21.31	9.77	22.51

Part C: Portfolio 4 (D/P)

Holding periods	Value portfolio		Growth portfolio	
	Returns	Std. dev.	Returns	Std. dev.
3 months	12.06	24.00	6.50	19.69
6 months	11.03	25.01	6.45	19.57
1 year	12.02	21.92	11.80	21.46

## V. Conclusions and Implications

The main objective of this paper was to test the value investing performance approach using the data provided by Portfolio123.com. The overall results of this study give empirical evidence that value stocks outperform growth stocks. The value premium is pervasive in the U.S. stock market. The value premium is strong especially during up market. It can be argued that the firms with value portfolios(B/M, E/P, D/P, C/P) are likely to move toward the fundamental value and generate high excess return because their stock prices are now undervalued. The implications of the study are:

- i) ratios of B/M, E/P, D/P, C/P may be a good indicator of the underpriced security.
- ii) Investing in the growth period and avoiding the downturn period lead investors to earn much higher returns from the firms with a low ratios of B/M, E/P, D/P, C/P ratio.
- iii) The value investing strategy requires at least 3-months holding period of the portfolio in order to generate excess returns.

Further research will be needed to draw definite conclusions on the value investing. For example, extending the study period and adding more sample firms will definitely improve the relevance of the study. Also, some data about B/M, E/P, D/P, C/P have accounting numbers. To the extent that these accounting numbers are inflated, the investment choices that follow will reflect these biases so that the adjustments about numbers should be considered if necessary. Using different definitions of the market condition may also provide more insights on the value investing method.

## References

- Banz, Rolf W., 1981, The relationship between return and market value of common stock *Journal of Financial Economics* 9, 3-18.
- Black, Fischer, 1993, Beta and return, *Journal of Portfolio Management* 20, 8-18.
- Chan, Louis K. C., Yasuahi Hamao, and Josef Lakonishok, 1991, Fundamentals and stock returns in Japan, *Journal of Finance* 46, 1739-1789.
- Cho, D., C. S. Eun, and Lemma W. Senbet, 1986, International arbitrage pricing theory: An empirical investigation, *Journal of Finance* 41, 313-329.
- Claessens, Stijn, Susmita Dasgupta and Jack Glen, 1996, The cross-section of stock return: Evidence from the emerging markets, Working paper, International Finance Corporation.
- Davis, James, 1994, The cross-section of realized stock returns: The pre-COMPUSTAT evidence *Journal of Finance* 49, 1579-1593.
- Dumas, Bernard, and Bruno Solnik, 1995, The world price of foreign exchange risk, *Journal of Finance* 50, 445-479.
- Fama, Eugene F., 1996, Multifactor portfolio efficiency and multifactor asset pricing, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 441-465.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1992, The cross-section of expected stock returns *Journal of Finance* 47, 427-465.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1993, Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1995, Size and book-to-market factors in earnings and returns, *Journal of Finance* 50, 131-155.
- Ferson, Wayne E., and Campbell R. Harvey, 1993, The risk and predictability of international equity returns, *Review of Financial Studies* 6, 527-566.
- Graham, Benjamin. 1973. *The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel*. (4<sup>th</sup> Revised Edition). New York: Harper & Row.
- Graham, Benjamin, and David L. Dodd. 1934. *Security Analysis*. McGraw-Hill.
- Harvey, Campbell R., 1995, Predictable risk and returns in emerging markets, *Review of Financial Studies* 8, 773-816.
- Haugen, Robert, 1995, *The New Finance: The Case against Efficient Markets* (Prentice Hall Englewood Cliffs, N. J.).
- Heston, Steven L., K. Geert Rouwenhorst, and Roberto E. Wessels, 1995, The structure of international stock returns and the integration of capital markets, *Journal of Finance* 50, 173-197.

- Korajczyk, Robert A., and Claude J. Viallet, 1989, An empirical investigation of international asset pricing, *Review of Financial Studies* 2, 553-585.
- Mackinlay, A. Craig, 1995, Multifactor models do not explain deviations from the CAPM, *Journal of Financial Economics* 38, 3-28.
- Merton, Robert C., 1973, An intertemporal capital model, *Econometrica* 41,
- Oppenheimer, Henry. 1986. *Ben Graham's Net Current Asset Values: A Performance Update*. *Financial Analysts Journal*: 40-47.
- Sharpe, William F., 1964, capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance* 19, 425-42.

## 논문발표 Session 4

Session 4: Global Session(English Session)(Grand ballroom 1)

Chairperson: Shin, Geon Cheol (Kyunghee University)

- 1. Strategic Alliance: Its Behavior and Performance ..... 267
  - Presenter: Shin, Geon Cheol(Kyunghee University)
  - Discussant: Lee, Hyung Oh(Sookmyung Women's University)
  
- 2. Different Motives and Different Market Reactions to Convertible Bonds and Bonds with Warrants Issuance in Korea ..... 273
  - Presenter: Oh, Se Kyung, Kim, Seong Woo(Konkuk University)
  - Discussant: An, Chong Soo(Gangneung Wonju National University)
  
- 3. Price Discovery and Volatility Transmissions in the Asian Major Currencies
  - Applications of Multivariate Rotated ARCH Model- ..... 305
  - Presenter: Park, Young K(Sungkyunkwan University), Binh, Ki Beom(Myongji University)
  - Discussant: Oh, Joon Seok(Sookmyung Women's University)



# Strategic Alliance: Its Behavior and Performance

Geon-Cheol Shin

Kyung Hee University

## Abstract

The study will propose a strategic alliance behavior framework by effectively reflecting the alliance characteristics to generalize the process of alliance partners' behaviors influencing the alliance performance. Then, the framework will be validated by a typical alliance.

## I. INTRODUCTION

Although all strategic alliances incur benefits and risks to the alliance partners, no study has emphasized the relationship between benefit/risk perception, behavioral direction, and relational outcomes in alliances in high-technology domain. To address these issues, the current study examined the influence of benefit and risk perception on four different types of behavioral direction and the subsequent effect on relational outcomes in alliances among IT companies.

## II. LITERATURE REVIEW

Rapid globalization has accelerated competition among firms, which has caused them to compete not only with local rivals but also with global competitors. (Das, 2012; Ring and Van de Ven, 1992; Yoshino and Rangan, 1995). In this situation, firms possessing resources and capabilities have a better chance to survive in the competition, and one of the ways to secure resources and capabilities is through forming a strategic alliance with others (Saxton, 1997). Through alliances firms can leverage the resources and competencies of each firm for the development of innovative and sustainable performances (Robertson and Gatignon, 1998). Not all alliances are successful and the failure rate of strategic alliance is reported to reach about 50 to 60 percent (Sadowski, Duysters, and Sadowski-Rasters, 2005), which is much higher than the rate of internal venturing or corporate buyouts (Porter, 1987). When alliances fail, they lead to involuntary loss of potential

revenues, uncompensated transfers of information and technology, operational difficulties and problems, disagreements, anxieties over the loss of proprietary information, loss of reputation, and much more (Hamel, Doz, and Prahalad, 1989; Park and Ungson, 2001).

Because the results of strategic alliance can be either successful or unsuccessful, and because alliance failure sometimes generates devastating results for the participating firms, understanding process of alliance and predicting its outcomes become highly important for parctitioners in firms participating in or considering forming a strategic alliance. Therefore, scholars have approached strategic alliance from various perspectives to understand the factors that affect firms' performance in alliance (e.g., Chan, Kensinger, Keown, and Martin, 1997; Murray and Kotabe, 2005; Saxton, 1997; Stuart, 1998, 2000; Vyas, Shelburn, and Rogers 1995), or the development and evolutionary process of alliance over time (Dan and Teng, 2002; Doz, 1996).

In forming any strategic alliance, firms should expect benefits from the alliance because it is not wise for a firm to form the alliance if no advantage is expected from an alliance. In resource-based and transaction-cost views, firms engage in alliance for resource acquisition and cost reduction that are otherwise unavailable (Saxton, 1997; Yasuda, 2005). Each firm considering or involved in an alliance expects to get strength from the alliance such as resource acquisition or improved innovativeness. However, forming strategic alliances also bears risks to the collaborating firms. This is because firms are not sure whether the partners in alliance will behave cooperatively or opportunistically in the partnership, or because firms are not sure whether they will achieve planned objectives from the alliance or not. In sum, like any other business transaction, all strategic alliances bear both benefits and risks (Parkhe, 1993).

If both benefits and risks exist in all strategic alliances, then what are the causes of the benefit and risk perception? For the perception of the benefits in strategic alliance, studies have suggested that good reputation of the partner firms (Arend, 2009) and high-technology possessed by the partner firm (Podolny and Stuart, 1995) motivate alliance because these factors are considered to provide benefits to the participating firm. Also, the resources other firms possess can be considered as the source of the benefit perception in alliance because from alliance it is expected that firms exchange or have access to resources that are otherwise unavailable (Saxton, 1997).

In contrast, for the perception of the risks in alliance, factors like control (Das and Teng, 2001), type of the partner firm (Alvarez and Barney, 2001), and trustworthiness of the partner (Becerra, Lunnan, & Huemer, 2008) are reported to affect risk perception. For example, Das and Teng (2001) suggest that control increases risk in alliance. Alvarez and Barney (2001) found that when alliance is formed between entrepreneurial and large established firms, entrepreneurial firms tend to be concerned about the risk of appropriation by the large firm and large firms tend to be concerned about the risk of not achieving the objective of the alliance due to the incapability of the entrepreneurial firm. Becerra, Lunnan, and Huemer (2008) discovered that partner trustworthiness increases the willingness to take risks.

Regarding the types of benefits and risks, studies have provided several categorizations. For the benefits perceived in alliance, studies suggest a number of different typologies based on the resource acquisition or access from the alliance. For example, Grant (1991) simply differentiates between tangible and intangible benefits while Barney (1991) categorizes benefits into physical capital benefits, human capital benefits, and organizational capital benefits. Das and Teng (1998b) propose a four-element typology such as financial, technological, physical, and managerial benefits, and Hofer and Schendel (1978) suggest that a firm's resource profile includes financial, physical, managerial, human, organizational, and technological benefits. In addition to these typologies, Lavie (2006) states that network benefit should be included in strategic alliance. Among the above typologies, this study focuses on *financial*, *technological*, *managerial*, and *network* benefits. According to Das and Teng (1998b), financial benefit refers to the availability of capital, technological benefit means the "secret know-how or superior research and development (R&D) capability," and managerial benefit is defined as the skills necessary for effectively running a business organization. Also, Lavie (2006) defines network benefit as "external [benefit] embedded in the firm's alliance network that provide strategic opportunities and affect firm behavior and value (p. 638)."

As for the perceived risks in alliance, traditionally, the risks are explained from the transaction cost approach (Williamson, 1975, 1985). According to this approach, while forming an alliance provides access to assets that have important value-creation properties, it also incurs transaction cost by generating the possibilities of opportunistic behaviors by the partner firm (Riordan & Williamson, 1985). Although this approach has been widely accepted and applied, there are limitations of the transaction cost approach since it only emphasizes cost minimization from a single-firm perspective, thus neglecting the interactive dynamics and value-creation in alliance formation (Zajac & Olsen, 1993). Also, because the same risk can be perceived differently by different firms, scholars suggested that objective risks associated with the specific performance outcome of the alliance and subjective risks related to non-specific relational and emotional outcomes need to be considered together (Das and Teng, 1996).

As an alternative to the transaction cost approach, Das and Teng (1996) categorized two types of risks, *relational risk* and *performance risk*, in strategic alliance. While relational risk is more subjective and is concerned with effective cooperation among partners, performance risk is more objective and is related with the achievement of alliance objective, given full cooperation by all partners (Das and Teng, 1996). In addition to these two types of risk, *technological risk* is emphasized in another line of research studies (Podolny and Stuart, 1995; Stuart, 1998, 2000). In the high-technology industry, strategic alliances appear to have become a routine strategic initiative (Stuart, 1998) because high-technology firms obtain prestige by building up new technological avenues and opening up possibilities for follow-on inventions (Podolny and Stuart, 1995). Therefore, to hold the prestigious status, it is critical for firms to gain or have access to new technology from alliance while not accidentally providing their own technology. Therefore, we consider *relational risk*,

*performance risk*, and *technological risk* in the study.

If the perception of benefits and risks exists in all alliance, what are the likely outcomes in alliance? In studies that measure the outcome of strategic alliance, most studies have focused on either performance outcomes such as redundancy reduction and value creation (Vanhaverbeke, Gilsing, Beerkens, and Duysters, 2009; Das, 2012), or relational outcomes like commitment and dissolution of the alliance partnership (Hocutt, 1998; O'Regan & Ghobadian, 2004). In consideration of the relationship between benefit/risk perception and outcomes, however, it seems that there is a logical leap in the measurement of such relationships in alliance. While it is plausible to consider alliance outcomes as the result of benefit/risk perception, perception itself does not lead to outcomes directly. Rather, *behaviors based on the perception* produce outcomes that lead to either success or failure of the alliance. Therefore, examination of the behavioral directions that follows benefit and risk perception will be required to predict specific alliance performance.

After firms in alliance set behavioral directions based on benefit and risk perception, they will behave accordingly and these behaviors will result in alliance outcomes. For the measurement of the outcomes, as described earlier, outcomes in alliance are usually categorized into performance outcomes (Vanhaverbeke et al., 2009; Das, 2012) and relational outcomes (Hocutt, 1998; O'Regan and Ghobadian, 2004), both of which decide the success and failure of the alliance. In terms of performance outcomes, because each study on strategic alliance covers a specific alliance environment and condition, various types of performance outcome measures like reduced fixed costs (Nooteboom et al., 1997), efficient knowledge management (Zhang, 2009), or expanded market access (Kim & Park, 2010), are measured in previous studies. Yet, because of the lack of consensus regarding a measure for performance, the interpretation and comparison of studies becomes difficult and complicated (Geringer and Hebert, 1991; Parkhe, 1993b).

In contrast, relational outcomes are more generalizable because they are applicable to any alliance regardless of the specific conditions of each alliance. Relational outcomes such as the length of the alliance, contractual changes and survival of the alliance relationship (Ariño, 2003) are applicable to most types of alliance. When firms achieve alliance goals, it is expected that they will continue their relationship. In contrast, when the relationship fails, it is predicted that firms will not engage in further partnership. When the alliance partnership continues further, firms in the alliance are likely to be *committed* to the relationship. In contrast, when the partnership discontinues after an alliance ends, the partnership is considered as *dissolved* (Hocutt, 1998).

However, commitment and dissolution in alliance are not only dependent on the achievement of the recently terminated alliance. When an alliance was successful but the alliance bore a number of high-risk factors that did not happen, it may be wise for firms not to continue the high-risk alliance but dissolve the relationship. In contrast, although an alliance did not achieve all of its objectives, it may be better not to dissolve but to have commitment to the relationship when forming a new alliance with another partner incurs

a huge amount of initial costs that are non-recoverable.

Considering the relationship between the behavioral direction and the relational outcome in alliance, the orientation of the behavior is considered to influence the intention of commitment or dissolution of the relationship more than the intensity of the behavior. While commitment is expected under the active behavioral direction, dissolution is expected under protective behavioral direction. However, once the intention is formed, it is the intensity of the behavioral direction that confirms the commitment/dissolution prediction. For example, commitment will be considered more under the strongly active involvement than under weakly active involvement. Also, dissolution will be considered more under the strongly protective participation than under weakly protective participation.

## REFERENCE

- Das, T.K., and Kumar, R.(2011), "Regulatory focus and opportunism in the alliance development process", *Journal of Management*, 37(3), 682-708.
- Das, T.K., and Rahman, N.(2010), "Determinants of partner opportunism in strategic alliances: a conceptual framework", *Journal of Business and Psychology*, 25, 55-74.
- Das, T.K., and Teng, B.(1998), "Between trust and control: Developing confidence inter-partner cooperation in alliances", *Academy of Management Review*, 23, 491-512.
- Das, T.K., and Teng, B.(2000), "Instabilities of strategic alliances: An internal tensions perspective", *Organization Science*, 11, 77-101.
- Das, T.K., and Teng, B.(2001), "Relational risk and its personal correlates in strategic alliances," *Journal of Business and Psychology*, 15, 445-461.
- Desarbo, W.S., Benedetto, C.A., Song, M., and Shina, I.(2005), "Revisiting the Miles and Snow strategic framework: Uncovering interrelationships between strategic types capabilities, environmental uncertainty, and firm performance", *Strategic Management Journal*, 26, 47-74.
- Diestre, L., and Rajagopalan, N. (2012). "Are all 'sharks' dangerous? New biotechnology ventures and partner selection in R&D alliances", *Strategic Management Journal*, Early view (Online version of record published before inclusion in an issue.
- Fahy, J. and Smithee, A. (1999), "Strategic marketing and the resource based view of the firm", *Academy of Marketing Science Review*,
- Fornell, C. and Larcker, D.F. (1981), "Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error", *Journal of Marketing Research*, 18(1), 39-50.
- Gils, A.V. and Zwart, P. (2004), "Knowledge Acquisition and Learning in Dutch and Belgian SMEs:: The

- Role of Strategic Alliances”, *European Management Journal*, 22(6), 685-692.
- Grant, R.M. (1996), “Toward a knowledge-based theory of the firm”, *Strategic Management Journal*, 17, 109-123.
- Hocutt, M.A. (1998), “Relationship dissolution model: antecedents of relationship commitment and the likelihood of dissolving a relationship”, *International Journal of Service Industry Management*, 9(2), 189-200.
- Inkpen, A.C. and Beamish, P.W. (1997), “Knowledge, Bargaining Power, and the Instability of International Joint Ventures”, *The Academy of Management Review*, 22(1), 177-202
- Jarvenpaa, S.L., and Majchrzak, A. (2010), “Vigilant interaction in knowledge collaboration: challenges of online user participation under ambivalence”, *Information Systems Research*, 21, 773-784.
- Lewicki, R.J., McAllister, D.J., and Bies, R.J.(1998), “Trust and Distrust: New relationship and realities,” *Academy of Management Review*, 23(3), pp.438-458.
- Nakosa, G., and Brouthersb, K.D. (2008), “International alliance commitment and performance of small and medium-size enterprises: The mediating role of process control”, *Journal of International Management*, 14(2), 124 - 137.
- Nooteboom, B., Berger, H. and Noorderhaven, N.G.(1997), “Effects of Trust and Governance on Relational Risk”, *The Academy of Management Journal*, 40(2), 308-338.
- O'Regan, N. and Ghobadian, A (2004) “The importance of capabilities for strategic direction and performance”, *Management Decision*, 42(2), 292 - 313.
- Park, S.H. and Ungson, G.R. (2001), “Interfirm Rivalry and Managerial Complexity: A Conceptual Framework of Alliance Failure,” *Organization Science*, 12(1), 37-53.
- Parkhe, A.(1993), “Strategic Alliance Structuring: A Game Theoretic and Transaction Cost Examination of Interfirm Cooperation,” *The Academy of Management Journal*, 36(4), 794-829
- Schroeder, R.G., Bates, K.A., and Junttila, M.A. (2002), “A resource-based view of manufacturing strategy and the relationship to manufacturing performance”, *Strategic Management Journal*, 23(2), 105-117
- Shapira, Z., (1995). Risk Taking: A Managerial Perspective. Russell, Sage Foundation, New York.
- Silverman, B.S., and Baum, J.A.C. (2001). “Alliance-based competitive dynamics”, *Academy of Management Journal*, 45(4), 791-806.
- Sivadas, E and Dwyer, F.R. (2000), “An Examination of Organizational Factors Influencing New Product Success in Internal and Alliance-Based Processes”, *Journal of Marketing*, 64(1), 31-49.
- Song, L.Z. and Song, M. (2010), “The Role of Information Technologies in Enhancing R&D - Marketing Integration: An Empirical Investigation”, *Journal of product innovation management*, 27, 382-401.
- Srivastava, R.K., Fahey, L., and Christensen, K. (2001), “The resource-based view and marketing: The role of market-based assets in gaining competitive advantage”, *Journal of Management*, 27, 777-802
- Stafford, E.R.(1994), Using Co-operative strategies of make alliance work, *Long Range Planning*, 27(3), 64-72.

## **Different Motives and Different Market Reactions to Convertible Bonds and Bonds with Warrants Issuance in Korea**

**Sekyung Oh\***

**Woo Sung Kim\***

### **Abstract**

We examine why firms issue hybrid securities including both Convertible Bonds (CBs) and Bonds with Warrants (BW)s, what characteristics of issuing firms affect the choice between CBs and BWs and why market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings are different in Korea. Our study is based on the sample of CBs and BWs that were issued in Korea between 2000 and 2011. Our empirical results are as follows. First, we find that the characteristics of hybrid security issuers are quite different from those of non-hybrid security issuers. Second, we find that difference in motives and characteristics of issuing firms choosing between CBs and BWs largely exist, even though these securities have very similar characteristics. Lastly, we find that the announcement effects of both CBs and BWs are positive and statistically significant in Korea, which is different from the studies for other countries.

**Key Words :** hybrid securities, convertible bonds, bonds with warrant, motives, market reactions

---

\* Corresponding author, Department of Business Administration, College of Business Administration, Konkuk University, 263 Ahasan-ro Gwangjin-gu, 143-701, Seoul, Korea

# 1. Introduction

Firms generally use straight debt and/or equity when they need to raise capital externally. However, firms sometimes issue hybrid securities such as convertible bonds (from now on CBs) and bonds with warrants (from now on BWs).

Why do firms issue hybrid securities<sup>1)</sup>? In other words, what characteristics do the firms have that issue hybrid securities? According to Long and Sefcik(1990), the equity components of hybrid securities are described as “sweeteners” that allow firms to issue debt with lower coupon rates and fewer direct covenants. Likewise, many practitioners put forward notions such as delayed equity, lower coupon rate and sweetening of deals that are otherwise hard to sell for the reasons that these securities are issued by firms.

However, few academicians give explanations on this issue. Prior studies mainly examined why firms are issuing CBs instead. For example, Green (1984) argues that CBs can alleviate the agency cost of debt since CBs can be converted to equity at the discretion of bondholders. Mayers (1998) suggests that CBs can reduce issuance costs and resolve the overinvestment problems claimed by Jensen (1986) simultaneously. Brennan and Schwartz (1988) claim that CBs can mitigate firm’s risk since CBs are relatively insensitive to the risk of the issuing firm. Stein (1992) argues that when firms face significant debt constraints, they intend to issue CBs as a delayed equity since equity financing can be very costly for them. Lewis et al. (2003) predict that issuers characterized by significant adverse selection and financial distress costs offer CBs to minimize these aggregate financing costs.

As we saw above, in spite of abundant studies for the issuer’s motives of issuing CBs, it is interesting that there is no study on the issuer’s motives of issuing BWs particularly or hybrid securities including both CBs and BWs more broadly. We notice that the issuance of BWs is dominating that of CBs recently in Korea and that BWs are as much as important as CBs as a hybrid financing vehicle for firms.

Also, even though the characteristics of CBs and BWs are similar, prior empirical studies show that they have different wealth effects in response to the announcements of these securities. Billingsley et al. (1990) and Long and Sefcik (1990) reveal negative abnormal returns for both CBs and BWs on the announcement date in the US. However, Billingsley et al. (1990) indicate that BWs generate less negative abnormal returns whereas Long and Sefcik (1990) indicate more negative abnormal returns as compared to CBs. Kang et al. (1995) find insignificant negative abnormal returns on the announcement of CBs, but significant positive abnormal returns for BWs in Japan. However, on the contrary, Kang and Stulz (1996) find significant positive abnormal returns on the announcement of CBs but insignificant negative abnormal returns for BWs in Japan. Rahim et al. (2010) summarize many empirical studies that show different wealth effects of CBs and

---

1) Hybrid securities mean convertible bonds or bonds with warrants in the paper.

BWs across many countries and for various periods.

It is puzzling that CBs and BWs which are similar in characteristics yet have very different market reactions across different countries and for different periods. Moreover, Doosan construction company case of Korea also makes the puzzle even bigger. In 2011, Doosan construction company issued publicly both CBs and BWs at the amount of 100 billion won each. The coupon rate for CB was 7.5%, 2.0% point higher than that for BWs with the same maturity (3 years) and the same conversion price (exercise price for BWs) of 5,270 won. Nonetheless, the subscription amount for CBs was just 38 billion won but 1.427 trillion won subscribed for BWs. It is puzzling that investors preferred Doosan BWs to Doosan CBs with a striking difference even though Doosan CBs was more beneficial to them in the respect of coupon rate. However, we cannot find papers which explain the reasons why CBs and BWs show different wealth effect of announcement in Korea market

So we think that we must pay attention to not only the reasons why firms issue hybrid securities but also the reasons why firms prefer BWs to CBs in Korea. This is the first question that the paper attempts to answer. Also, the paper tries to explain why market reactions to the issues of CBs and BWs are different by looking at what characteristics of CBs and BWs can create different motives for investors in Korea.

The paper is organized as follows. In Section 2, financial characteristics of firms that issue CBs and/or BWs are examined, based on which we derive hypotheses to be tested. In Section 3, data description and methodologies are presented. Section 4 presents the empirical results on the reasons why firms issue hybrid securities and the different motives of firms that choose between CBs and BWs. Section 5 presents the different market reactions to the announcement of CBs and BWs issuance and explains why BWs are preferred to CBs by Korean investors. Section 6 summarizes and concludes the paper.

## 2. Motives and Financial Characteristics of Firms that issue CBs and/or BWs

Basically, both CBs and BWs are hybrid securities that combine characteristics of bonds and equities. Convertible bondholders receive income from bonds in the form of coupons and also have the right to convert the bonds into a specific number of common stocks within a specific period. Warrant bondholders also receive income from bonds in the form of coupons and also have the right to exercise warrants to buy a specific number of common stocks within a specific period.

Hence, we may think that the same arguments as in Green (1984), Mayers (1998), Brennan and Schwartz (1988), Stein (1992) and Lewis et al. (2003) can be applied to BWs as well. Since warrants embedded in

BWs can be exercised at the discretion of bondholders, BWs can alleviate the agency cost of debt. Warrant provision of BWs like call provision of CBs can also force investors to exercise their warrants and generate equity when investment option is valuable. The value of BWs is also relatively insensitive to the risk of the issuing company. If firms issue BWs, exercising warrants results in the delayed issue of common stocks at higher price.

However, the following differences between CBs and BWs may affect firms' choice between CBs and BWs when they are considering the issue of hybrid securities. Since the warrants in BWs can be detached from the bonds after the issuance but the conversion rights in CBs cannot, investors may prefer BWs to CBs, which may also affect firms' choice between CBs and BWs. Additionally, since when investors exercise the warrants in BWs there are cash transactions involved whereas no cash transactions in CBs and additional capital inflows will be provided, firms may prefer BWs to CBs. On the contrary, since when investors exercise their conversion rights, bonds will be converted to equity, improving firm's capital structure, firms may prefer CBs to BWs.

Therefore, in the following we first specify firms' financial characteristics that can affect not only their choice of hybrid securities rather than genuine securities but also the preference between CBs and BWs and then establish hypotheses to be tested based on the characteristics.

## 2.1 Growth Opportunities and Short-term Growth

Since the asymmetric information between bondholders and shareholders is more severe when firms have more future growth opportunities, these firms will prefer to issue hybrid securities to reduce the agency costs of debt (Green, 1984; Mayers, 1998). Also, firms with high market-to-book ratios are likely to face significant asymmetric information problems, especially regarding the profitability of their future investment opportunities and firms with many growth opportunities may optimally choose convertible debt financing (Lewis et al., 2003). So we test the following hypothesis:

*H1.1: Firms with more future growth opportunities will prefer to issue hybrid securities than firms with less future growth opportunities.*

We also expect that firms which show higher short term growth rate will prefer BWs to CBs because they need more external financing and BWs will provide additional equity when warrants are exercised by BW investors, while CBs won't when conversions of CBs take place. So we test the following hypothesis:

*H1.a: Firms which show higher short term growth rate will prefer BWs to CBs than firms with lower short term growth rate.<sup>2)</sup>*

## 2.2 Firm Size and Age

Rahim (2010) claims that firm size is a measurement of asymmetric information and small firms tend to have higher asymmetric information compared to big firms. However, larger firms are typically better diversified and have a lower probability of being in distress (Rajan and Zingales, 1995). Also, both debt-related costs (e.g. risk uncertainty and financial distress costs) and equity-related adverse selection costs should be lower for larger companies (Loncarski et al., 2008). So we test the following hypothesis:

*H2.1: Smaller firms will prefer to issue hybrid securities than larger firms.*

Based on the observations that the average issue amount of CBs was 2.6 times bigger than the average issue amount of BWs and CBs issuing firms were larger than BWs issuers, we hypothesize that larger firms will prefer CBs to BWs.

*H2.a: Larger firms will prefer CBs to BWs than smaller firms.*

We also expect that younger firms have more asymmetric information problems so that they will issue more hybrid securities than older firms. So we test the following hypothesis:

*H2.2: Younger firms will prefer to issue hybrid securities than older firms.*

## 2.3 Financial Leverage, Profitability, Credit Rating and Fund Deficit

Brennan and Schwartz (1988: p59) conclude that "...convertibles are most likely to be used by companies which the market perceives as risky, whose risk is hard to assess and whose payment policy is hard to predict." They claim that firms with high operating and financial risk are likely to face high costs of issuing standard securities like straight debt or equity.

The costs of equity become more severe for high risky firms when they issue equity since investors may guess that this is the only way they can raise money due to their low debt capacity. Especially, firms with high financial leverage, low profitability, bad credit rating, or large lack of funds may prefer to issue hybrid securities because they cannot issue straight debts either although they want to issue due to high debt costs. For these firms, hybrid securities may mitigate their risk. So we test the following several hypotheses related to this:

- 
- 2) We use notations H1.1, H1.2, etc. to denote the hypotheses regarding which firms issue hybrid securities and H1.a, H1.b, etc. to denote the hypotheses regarding why firms prefer BWs to CBs.

*H3.1: High levered firms will prefer to issue hybrid securities than low levered firms.*

*H3.2: Low profitable firms will prefer to issue hybrid securities than high profitable firms.*

Based on the observation that the profitability (actually loss) of CBs issuing firms was worse than that of BWs issuing firms, we propose additional hypothesis that low profitable firms will prefer CBs to BWs.

*H3.a: Low profitable firms will prefer CBs to BWs than high profitable firms.*

*H3.3: Firms with bad credit ratings will prefer to issue hybrid securities than firms with good credit ratings.*

*H3.4: Firms with large lack of funds will prefer to issue hybrid securities than firms with small lack of funds.*

We expect that high levered firms will prefer CBs to BWs because CBs has a stronger effect in improving financial structure than BWs. Higher debt asset ratio increases the incentives of CBs issuance as a sequential financing device, because potential savings from reducing debt when CBs are converted to equity become larger when current leverage is higher (Mayers, 1998; Chen and Cao, 2008). This leads to hypothesis 3.b.

*H3.b: High levered firms will prefer CBs to BWs than low levered firms.*

We also expect that firms with large lack of funds will prefer to issue BWs to CBs because BWs will provide additional fund when warrants are exercised by BW investors. This leads to hypothesis 3.c.

*H3.c: Firms with large lack of funds will prefer BWs to CBs than firms with small lack of funds.*

## 2.4 Agency costs of equity

As argued in Stein (1992), due to high agency costs of equity, firms hesitate to issue common stocks. This view is consistent with Myers and Majluf (1984) adverse selection model, where conventional equity issues are unattractive due to high issuance costs and dilution. So firms issue hybrid securities to reduce the agency costs of equity especially when the stock price of issuing firm has risen substantially more than the overall market. So we test the following hypothesis:

*H4.1: Firms whose stock prices have risen more than the overall market will prefer to issue hybrid securities than firms whose stock prices have risen less than the overall market.*

## 2.5 Corporate Governance Structure

The ownership structure of issuing firms can affect the issuance of hybrid securities and the choice between CBs and BWs. Large shareholders whose ownership is not big enough are more worry about their ownership dilution than large shareholders whose ownership is secure. But we observe that the less the ownership of large shareholders the less profitable (even negative) their firms are and the harder they issue ordinary securities. So we predict that firms whose large shareholder's ownership is small will prefer to issue hybrid securities.

*H5.1: Firms whose large shareholder's ownership is smaller will prefer to issue hybrid securities than firms whose large shareholder's ownership is bigger.*

We also expect that firms whose large shareholder's ownership is small will prefer BWs to CBs when they issue hybrid securities because large shareholders or their firms can buy back the warrants of their firms which are detached and traded in the warrant market to avoid the ownership dilution. This leads to hypothesis 5.a.

*H5.a: Firms whose large shareholder's ownership is smaller will prefer BWs to CBs than firms whose large shareholder's ownership is bigger.*

## 3. Data and Methodology

### 3.1. Data description

Empirical results of the paper are based on the sample of listed Korean non-financial firms<sup>3)</sup> that have announced offerings of CBs or BWs or both during the period from January 2000 to December 2011. Total number of CB and BW offerings used in the sample is 1,014 and 1,179, respectively. Both public and private offerings and domestic and overseas offerings are all included. The announcement data have been collected from Data Analysis, Retrieval and Transfer (DART) System supplied by Financial Supervisory

---

3) Total number of firms is 1,481 on average per year.

Service and the financial data have been obtained from KISVALUE supplied by National Information and Credit Evaluation (NICE). We exclude the issues offered by financial companies from our sample, since the capital structure policy of such firms is often driven by regulatory aspects. Hybrid securities mean CBs or BWs in the paper. Thus, issuing firms of hybrid securities are those that issue CBs or BWs or both.

We examine both KOSPI and KOSDAQ firms. In general, KOSDAQ firms are much smaller in size, riskier and have more growth opportunities than KOSPI firms. We predict that KOSDAQ firms behave differently from KOSPI firms when they issue hybrid securities. We also compare Chaebol firms to non-Chaebol firms because it is known that Chaebol firms show different behaviors in corporate decision makings from non-Chaebol firms. Chaebols are a unique corporate structure of Korea, which are large business conglomerates with a number of affiliated firms

## 3.2. Methodology

### 3.2.1 panel logit regression model

We use a panel logit regression model to compare the characteristics of issuing firms of hybrid securities and non-issuing firms. The reason why we use panel logit regression model is that the model is most useful when controlling for time-invariant unobserved features of firms which we think might be correlated with the explanatory variables in our model. Furthermore, by pooling samples at different points in time, we can get more precise estimators and test statistics with more power.

We estimate the models separately for the full sample of issuers of hybrid securities which issue CBs or BWs or both and for the subsamples of only CBs issuers and only BWs issuers. We estimate the following panel logit regression model for each sample of issuers:

$$\begin{aligned} \text{Ln}\left(\frac{p}{1-p}\right)_{it} = & \beta_1 + \beta_2 \text{Market - to - Book}_{it} + \beta_3 \text{AssetGr}_{it} + \beta_4 \text{LnSale}_{it} \\ & + \beta_5 \text{Age}_{it} + \beta_6 \text{DebtAsset}_{it} + \beta_7 \text{Profit}_{it} + \beta_8 \text{Deficit}_{it} + \beta_9 \text{CR}_{it} \\ & + \beta_{10} \text{PRUN}_{it} + \beta_{11} \text{MRUN}_{it} + \beta_{12} \text{Bigshare}_{it} + u_i + e_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

, where  $p$  is the probability that  $y$  is equal to one. Here,  $y$  is equal to one if the firm issues hybrid securities, only CBs, or only BWs and a value of zero for  $y$  is assigned to the company that did not issue any hybrid securities at all during the sample period. Let  $i$  denote the cross-sectional unit and  $t$  the time period. The variable  $u_i$  captures all unobserved, time-invariant factors that affect  $y_{it}$ .

In our analysis, we include firm-specific variables measuring agency problem, asymmetric information,

financial distress costs and practitioners' point of view. And we also include variables that will affect firms' choice between CBs and BWs.

We measure future growth opportunities by *market to book ratio* of each firm. *Market to book ratio (Market-to-Book)* is defined as the book value of total assets minus the book value of equity plus the market value of equity divided by the book value of total assets (Rajan and Zingales, 1995; Frank and Goyal, 2003; Chang and Liu, 2004). *Firm size (LnSale)* is measured as the natural logarithm of the book value of total sales (Krishnaswami and Yaman, 2008; Eisdorf, 2011). *Firm age (Age)* is measured by natural logarithm of the difference between year 2011 and the year when the firm had first been established.

In addition to *market to book ratio*, we consider *asset growth rate* as a proxy variable for short term growth. The reason why we include asset growth rate as an explanatory variable is that firms which show higher short term growth rate will be expected to prefer BWs to CBs because BWs will provide additional equity when warrants are exercised by BW investors. *Asset growth rate (AssetGR)* is measured by subtracting total assets in year t-1 from total assets in year t divided by total assets in year t-1[(total assets in year t - total assets in year t-1)/ total assets in year t-1]. This measure captures the rate of change of investment during the short term period (Lewis et al., 2003).

We use *debt ratio* as a proxy variable to analyze the impact of issuance of hybrid securities on financial distress costs. *Debt ratio (DebtAsset)* is measured by total debt divided by total assets. Higher debt asset ratio increases financial distress costs. Specifically, high debt ratio increases the incentives of hybrid securities as a sequential financing device, because potential savings from reducing debt by calling the convertible and exercising the warrant should be larger when current leverage is higher (Mayers, 1998 ; Chen and Cao, 2008)

We measure *profitability (Profit)* by EBIT (Earnings before interest and tax) divided by total assets which is the profitability of assets-in-place (Lewis et al., 2003). Low profitability increases debt-related costs of external finance so that low profitable firms will choose hybrid securities as an external financing source.

We measure *lack of funds (Deficit)* by subtracting the summation of cash dividend payouts, net capital expenditure, change in net working capital and current portion of long-term debts from after-tax EBIT and then dividing by total assets. Large lack of funds also increases costs of debt financing so the chances are bigger that large lack of funds firms will issue hybrid securities

We also expect that firms whose credit ratings are low cannot issue corporate bonds although they want to. For such firms hybrid securities can be the only viable external financing source. To denote *credit ratings* we use a dummy variable *CR* such as *CR=1* when firm's credit rating is above and equal to BBB and *CR=0* when firm's credit rating is below BBB.

We use *preissue runup in the issuer's stock price (PRUN)* as a proxy variable to see the effect of the agency costs of equity on hybrid security issues. *PRUN* is measured by the issuer's stock return over 75 days preceding the announcement date as in Lewis et al. (2003). We include *preissue runup in the market*

(*MRUN*) as a control variable to measure overall market and economic conditions during the period before the hybrid security offers. *MRUN* is measured by the stock market return over the 75 days preceding the announcement date.

We use a proxy variable of *Bigshare* to measure the ownership structure of large shareholders. *Bigshare* is measured by adding the ownership percentage of the first large shareholder to that of its relatives and affiliated companies.

### 3.2.2. Calculation of CAR

We follow standard event study methodology to test stock price reactions to the announcement of CBs and BWs. We measure abnormal returns (AR) and cumulative abnormal returns (CAR) around the announcement dates over three, five, ten, twenty, thirty day period using the market model as the pricing benchmark.

We define:

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (2)$$

, where  $R_{it}$  and  $R_{mt}$  are the daily returns of the firm  $i$  at time  $t$  and the corresponding daily returns of KOSPI or KOSDAQ index at time  $t$ , respectively. The coefficients  $\hat{\alpha}_i$  and  $\hat{\beta}_i$  are the ordinary least squares estimates of the intercept and slope, respectively, of the market model regression.

The daily abnormal returns are accumulated to obtain the cumulative abnormal returns (CAR) from day  $-t$  before the announcement date to day  $+t$  after the announcement date. We define cumulative abnormal returns (CAR) as follows:

$$CAR_{it} = \sum_{j=-t}^{+t} AR_{ij} \quad (3)$$

We use  $t$ -statistics to test the hypothesis that the average CAR is equal to zero.

## 4. Empirical Results on Different Motives and Characteristics of Firms that issue Hybrid Securities, CBs or BWs

### 4.1 Issue and issuer characteristics

#### 4.1.1 Issue characteristics

Table 1 presents an overview of the Korean markets for CBs and BWs offerings. Total number of CB offerings is 838 and total number of BW offerings is 925 during the sample period. Whereas the annual amount of CBs offerings shows a downward trend, BWs show an upward trend. BWs are issued more than CBs after 2009. The total issue amount of BWs (about 9 trillion won) is much smaller than that of CBs (about 21 trillion won) during the sample period.

We also find that the average coupon rate of CBs (1.47%) is lower than that of BWs (2.40%). However, before 2005 (except 2000) the average coupon rate of CBs was higher than that of BWs. The average YTM of CBs (5.08%) is higher than that of BWs (5.03%), whereas after 2009 the average YTM of BWs becomes higher than that of CBs. The average maturity of CBs (3.04 year) is shorter than that of BWs (3.72 year).

Furthermore, our study examines the announcement data to investigate the purposes for CBs and BWs offerings. We find that the main purpose of issuing CBs and BWs is to finance the operations of companies (CBs 66.59% and BWs 73.62%). Firms use BWs as a financing source for operation more frequently than CBs.

#### 4.1.2. Issue firm characteristics

Table 2 reports descriptive statistics for the issuers of hybrid securities, only CBs and only BWs. Here, issuers of hybrid securities mean those firms that sometimes issued CBs and issued BWs at other times. We perform the t-tests to see if there are differences in mean values of comparing samples.

In Panel A of Table 2, we compare financial characteristics of hybrid issuers to those of non-hybrid issuer s<sup>4</sup>). We find that there are significant differences in mean values between the two groups for all the variables except *Deficit* at 1% significance level. The mean values of *Market-to-book*, *AssetGr*, and *DebtAsset* are significantly higher for hybrid issuers than those for non-hybrid issuers whereas the mean values of *LnSale*, *Age*, *Profit*, *CR* and *Bigshare* are significantly lower for hybrid issuers than that of non-hybrid issuers.

In Panel B of Table 2, we compare financial characteristics of CBs issuers to those of non-CBs issuers.

---

4) Hybrid issuers are the companies that issued hybrid securities more than once. Non-hybrid issuers are the companies that never issued hybrid securities.

We find the same results as in Panel A except for *Deficit*. In Panel C of Table 2, we compare financial characteristics of BWs issuers to those of non-BWs issuers. We find the same results as in Panel A.

In Panel D of Table 2, we compare financial characteristics of CBs issuers to those of BWs issuers. Whereas the mean values of *LnSale*, *DebtAsset*, and *Bigshare* are significantly higher for CBs issuers than BWs issuers, the mean value of *Profit* (actually loss) is significantly lower for CBs issuers than BWs issuers. From this, we find that firms that issue CBs have bigger sales amount, higher debt ratio, bigger large shareholder ownership, and bigger loss than firms that issue BWs. *PRUN* is less than *MRUN* for CBs issuers but the opposite is found for BWs issuers. From this, we guess that BWs issuers choose the announcement date after their stock prices have performed better than the overall market but CBs issuers do not so.

In Panel E of Table 2, we compare financial characteristics of CBs issuers to those of BWs issuers before and after 2008 when the global financial crisis was affecting Korean financial markets negatively and widely. Before 2008, the mean values of *LnSale*, *Age*, *DebtAsset*, *PRUN* and *Bigshare* are significantly higher for CBs issuers than BWs issuers. However, after 2008, the mean values of *Profit* and *MRUN* are significantly lower for CBs issuers than BWs issuers. We find that the difference in financial characteristics of CBs issuers and BWs issuers has changed notably and that profitability of firms affects their choice between CBs and BWs after 2008.

In Panel F of Table 2, we compare financial characteristics of CBs issuers to those of BWs issuers between public offerings and private placements. For public offerings, the mean value of *Profit* is significantly lower and *Bigshare* is significantly higher for CBs issuers than BWs issuers. For private placements, the mean values of *LnSale*, *DebtAsset*, *MRUN* and *Bigshare* are significantly higher for CBs issuers than BWs issuers. We find that there are more differences in financial characteristics of CBs issuers and BWs issuers for private placements and that the ownership percentage of large shareholders is the only variable that differs significantly between CBs issuers and BWs issuers for both public offerings and private placements.

In Panel G of Table 2, we compare financial characteristics of CBs issuers to those of BWs issuers between domestic offerings and overseas offerings. For domestic offerings, the mean value of *Profit* is significantly lower and the mean values of *DebtAsset* and *Bigshare* are significantly higher for CBs issuers than BWs issuers. For overseas offerings, the mean values of *LnSale*, *Profit*, *PRUN* and *Bigshare* are significantly higher for CBs issuers than BWs issuers. We find that profitability and ownership percentage of CBs issuers are markedly different from those of BWs issuers regardless of domestic offerings and overseas offerings.

## 4.2. Panel logit regression results

We perform logistic regressions when the binary variables in the regressions equal one if the firm issues

hybrid securities, only CBs or only BWs and zero otherwise to see the different motives of issuing firms. Panel A of Table 3 reports the results of panel logit regression when we compare hybrid security issuing firms to non-hybrid security issuing firms and panel B of Table 3 reports the results when we compare CBs issuers to BWs issuers directly.

In panel A of Table 3, column (1) reports the results when we compare hybrid security issuers to non-hybrid security issuers. The coefficient on *Market-to-Book* is positive and statistically significant at 1% level, indicating that firms with more future growth opportunities increase the likelihood of issuing hybrid securities. This result strongly supports H1.1. However, the coefficient on *AssetGR* is positive but statistically insignificant at 1% level. So H1.2 is not strongly supported. The coefficient on *LnSale* is significantly positive which is not supporting H2.1. The coefficient on *Age* is negative and statistically significant at 1% level, indicating younger firms prefer to issue hybrid securities than older firms, supporting H2.2.

The coefficient on *DebtAsset* is positive and statistically significant at 5% level, indicating that high levered firms are inclined to issue hybrid securities as expected in H3.1. The coefficient on *Profit* is negative and statistically significant at 1% level, indicating that low profitable firms prefer to issue hybrid securities as we hypothesized in H3.2. The coefficient on *CR* is negative and statistically significant at 1% level, supporting H3.3. The coefficient on *Deficit* is negative and statistically insignificant, indicating that H3.4 is not supported. The coefficient on *Bigshare* is negative and statistically significant at 1% level, indicating that firms whose large shareholder's ownership is small prefer to issue hybrid securities as we hypothesized in H5.1. Summarizing, H1.1, H2.2, H3.1, H3.2, H3.3 and H5.1 are strongly supported by the panel logit regression results.

In panel A of Table 3, columns (2) and (3) present the results of panel logit regressions in which the binary variables equal one if the firm issues either only CBs or only BWs and zero otherwise. In other words, column (2) presents the results when we compare CBs issuing firms to non-CBs issuing firms and column (3) presents the results when we compare BWs issuing firms to non-BWs issuing firms. The results are almost the same as for hybrid issuers except for *DebtAsset* variable. The coefficient on *DebtAsset* is significantly positive for hybrid issuers compared to non-hybrid issuers but insignificantly negative for CBs issuers or BWs issuers compared to non-issuers, respectively.

Panel B of table 3 presents the regression results when we compare CBs issuers to BWs issuers directly. The results show that *Market-to-Book*, *LnSale* and *Bigshare* have significantly positive coefficients at 1% level (10% level for *Market-to-Book*) and *Profit* has significantly negative coefficient at 1% level. We can interpret these results as indicating that firms who have more future growth opportunities, whose firm size is bigger (H2.a), whose large shareholder's ownership is bigger (H5.a), and whose profitability is lower (H3.a) prefer to issue CBs to BWs.

To see the difference in choosing CBs and BWs between public offering and private offering, *PUBLIC*

dummy (1 when public offering and 0 when private offering) is added. The coefficient of *PUBLIC* is significantly positive at 1%, which means that for public offerings CBs are preferred to BWs. To see the difference in choosing CBs and BWs between domestic offering and overseas offering, *DOMESTIC* dummy (1 when domestic offering and 0 when overseas offering) is added. The coefficient of *DOMESTIC* is positive (for domestic offerings CBs are preferred) but statistically insignificant. To see the difference in choosing CBs and BWs according to issue purpose, *PURPOSE* dummy (1 when facility investment purpose and 0 when operational investment purpose) is added. The coefficient of *PURPOSE* is negative but statistically insignificant.

We summarize our findings here as follows. First, Korean firms who have more future growth opportunities, bigger firm size, higher debt ratio, whose age is younger, whose profitability is lower, whose credit rating is bad, and whose ownership percentage of large shareholder is low are likely to issue more hybrid securities than straight debts or equity. Second, Korean firms who have more future growth opportunities, whose firm size is bigger, whose profitability is lower, and whose large shareholder's ownership is bigger and when they use public offerings prefer to issue CBs rather than BWs.

### 4.3. Comparison between KOSPI firms and KOSDAQ firms

Korean stock markets consist of two distinct markets with different features: KOSPI (Korea Composite Stock Price Index) market and KOSDAQ (Korea Securities Dealers Automated Quotation) market. In general, KOSDAQ market provides opportunities for information-based, high value creating, high-tech start-ups and small enterprises to raise funds, and for investors seeking high risk - high return investment opportunities, compared to KOSPI market. We divide the sample into two groups of firms to capture any different hybrid security issuance patterns between KOSPI firms and KOSDAQ firms.

Table 4 shows the comparison results of KOSPI and KOSDAQ Firms. Columns (1) and (2) of Table 4 compare hybrid security issuers to non-hybrid security issuers for KOSPI market and KOSDAQ market, respectively. For hybrid security issuers, both markets show the same significantly positive sign in the coefficients of *Market-to-Book*. This means that firms with more future growth opportunity prefer to issue hybrid securities regardless of whether they are KOSPI firms or KOSDAQ firms. However, are significantly negative for hybrid issuers of KOSPI market but significantly positive for hybrid issuers of KOSDAQ market. This result means that relatively smaller firms prefer to issue hybrid securities for KOSPI firms but relatively bigger firms prefer to issue hybrid securities for KOSDAQ firms. This result can explain why we obtain the contradictory result for H2.1. The positive sign of *LnSale* coefficient in Table 2 is driven by relatively bigger hybrid issuers in KOSDAQ market. But considering that bigger firms in KOSDAQ market is relatively smaller when compared to KOSPI firms, we cannot say that H2.1 is rejected by the test results.

It is also interesting that *Age* has a negative coefficient for hybrid issuers of KOSPI market but a positive coefficient for hybrid issuers of KOSDAQ market. This can be interpreted as younger firms issue hybrid securities overall as in KOSPI market but relatively older firms can issue hybrid securities in KOSDAQ market. *DebtAsset* has a negative coefficient for hybrid issuers of KOSPI market but a positive coefficient for hybrid issuers of KOSDAQ market. This means that firms who have higher debt ratio prefer to issue hybrid securities but that KOSPI firms with higher debt ratio do not issue hybrid securities on the contrary. *Profit* and *Bigshare* have the same negative coefficients which are statistically significant at 1% level as in Table 2 for both markets.

The results of Table 4 imply that different characteristics of issuing firms affect the decisions to choose between hybrid securities and non-hybrid securities and between CBs and BWs, depending on whether they belong to KOSPI or KOSDAQ market.

#### 4.4. Comparison between Chaebol firms and Non-chaebol firms

We know that Korean Chaebol firms which are similar to Japanese keiretsu show unique financing patterns different from those of non-Chaebol firms. Chaebol firms are typically much larger than Non-Chaebol firms (Kim and Lee, 2003) and their corporate governance structure is very different from that of non-Chaebols. So we compare Chaebol firms to non-Chaebol firms to see if these two groups have different motives of issuance when they consider hybrid securities.

Columns (1) and (2) of Table 5 compare hybrid security issuers to non-hybrid security issuers for Chaebol group and non-Chaebol group, respectively. For hybrid security issuers, both groups show the same significant signs in the coefficients of *Market-to-Book* (+), *Profit* (-) and *Bigshare* (-). This means that firms with more future growth opportunity, low profitability, and low ownership percentage of large shareholder prefer to issue hybrid securities regardless of whether they are Chaebol firms or non-Chaebol firms. However, *DebtAsset* has a statistically significant positive sign only for Chaebol firms and *Age* has a statistically significant negative sign only for non-Chaebol firms. This result indicates that among Chaebol firms, firms with higher debt ratio prefer to issue hybrid securities and among non-Chaebol firms, younger firms prefer to issue hybrid securities. Interestingly, *Bigshare* is a much more significant variable for non-Chaebol firms than for Chaebol firms when they choose between hybrid securities and non-hybrid securities.

## 5. Market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings

### 5.1. Analysis for the whole sample

We use cumulative abnormal returns (CARs) surrounding the announcement dates to capture the market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings. We adopt CARs for announcement window of (-30, 30), (-20, 20), (-10, 10), (-5, 5) and (-1, 1).

The results of the event study are presented in Table 6. Panel A of Table 6 reports that the CARs (1.87% and 1.86%) for CBs and BWs issuances, respectively) from day -1 to day +1 are positive that are statistically significant at 1%. For CBs issuance the -5 to +5 window also shows positive CAR (3.4%) which is statistically significant at 1% level. Although the sample size is very small ( $N=8$ ), non-detachable BWs show a negative CAR for (-1, 1) window in contrast with a positive CAR for detachable BWs. Panel B of Table 6 shows that for both CBs and BWs issues the significantly positive reactions of market last longer even for (-20, +20) window after 2008.

The results are different from countries to countries. US studies report significantly larger negative abnormal returns for both CBs and BWs than those issued in other countries. Kang et al. (1995) report insignificantly negative abnormal return for CBs and significantly positive abnormal return for BWs for Japan. Roon and Veld (1998) report positive abnormal returns for both CBs and BWs although only BWs case is statistically significant for the Netherlands.

Why do CBs and BWs show different wealth effect of announcement from countries and countries? Rahim et al. (2010) claim that hybrid debt that is issued as a right issue is associated with lower returns but that hybrid debt that is issued to pay for capital expenditure is associated with higher returns. Kang et al. (1995) provide an explanation for the difference on stock price reactions between US and Japanese issues that is based on the greater influence on managers' security issue decisions of long-term investors and banks in Japan than in the US. Roon and Veld (1998) claim that the differences in the corporate governance structures in the Netherlands and the US cannot explain the different wealth effect of announcement but that the positive abnormal returns for BWs are caused by the packaging of the announcements with other good news of issuing firms.

### 5.2. Comparison of market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings between KOSPI firms and KOSDAQ firms

Table 7 shows that the CARs for CBs issues of KOSPI firms are positive and not statistically significant

for (-1, 1) and (-5, 5) windows. They become significantly positive for (-10, 10) and (-30, 30) windows, which is a little bit strange. However, the CARs for CBs issues of KOSDAQ firms and the CARs for BWs issues of both KOSPI and KOSDAQ markets are significantly positive for (-1, 1) and (-5, 5) windows. We find that the wealth effects of CBs and BWs issues are not markedly different between KOSPI and KOSDAQ firms.

### *5.3. Comparison of market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings between Chaebol firms and non-Chaebol firms*

Table 8 shows that the CARs for CBs issues are insignificantly positive but the CARs for BWs issues are significantly negative for Chaebol firms. The negative reactions of market to the announcement of BWs issues of Chaebol firms may be because Chaebol firms abuse BWs as an inheritance vehicle. However, the CARs for both CBs and BWs issues of non-Chaebol firms are significantly positive for (-1, 1) and (-5, 5) windows for CBs and (-1,1) window for BWs.

### *5.4. Comparison of market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings between high and low growth opportunity firms*

Table 9 shows that the CARs for both CBs and BWs issues of high growth firms are significantly positive for (-1, 1) and (-5, 5) windows. However, the CARs for CBs issues are significantly positive for (-5,5), (-10, 10) and (-20, 20) windows but the CARs for BWs issues are insignificant for low growth firms.

### *5.5. Comparison of market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings between public offering and private placement and between domestic offering and overseas offering*

Panel A of Table 10 shows that the CARs for both CBs and BWs issues of public offerings are significantly positive but the significantly positive reactions of market last longer for CBs public offerings. On the contrary, for BWs issues the significantly positive reactions of market last longer for private placements but the CAR is significantly positive only for (-1, 1) window for public offerings.

Panel B of Table 10 shows that the CARs for both CBs and BWs issues of domestic offerings are significantly positive and the significantly positive reactions of market last long. However, the CARs for CBs issues are not significant and the CARs for BWs issues are significantly positive for (-1, 1) window but significantly negative for (-20, 20) and (-30, 30) windows for overseas offerings.

## 6. Summary and Conclusion

An interesting question that has received a great attention in the finance literature is why firms issue CBs in particular. But we are interested in why firms issue hybrid securities such as CBs and BWs. The other interesting question that deserves our attention is why BWs are preferred to CBs by investors and/or issuing firms. Also, it is puzzling to have hybrid securities that are quite similar in characteristics yet have very different market reactions. This paper analyzes the different characteristics of firms that issue CBs and/or BWs and tests the hypotheses that are explaining different motives and characteristics of firms that issue CBs and BWs. We also present the reasons why market reactions on the announcement date to CBs and BWs offerings are different.

Our empirical results are as follows. First, we find that the motives and characteristics of hybrid security issuers are quite different from those of non-hybrid security issuers. Firms who have more future growth opportunities, bigger firm size, higher debt ratio, whose age is younger, whose profitability is lower, whose credit rating is bad, and whose ownership percentage of large shareholder is low are likely to issue more hybrid securities than straight debts or equity.

Secondly, we find that the motives and characteristics of CBs issuers are also quite different from those of BWs issuers. Firms who have more future growth opportunities, whose firm size is bigger, whose profitability is lower and whose large shareholder's ownership is bigger, and when they use public offerings prefer to issue CBs rather than BWs.

Thirdly, we find that different characteristics of issuing firms affect the decisions to choose between hybrid securities and non-hybrid securities and between CBs and BWs, depending on whether they belong to KOSPI or KOSDAQ market, or whether they are Chaebol firms or non-Chaebols firms.

Lastly, we find that the announcement effects of both CBs and BWs issues are positive and statistically significant in Korea. The CARs for CBs and BWs issuances from day -1 to day +1 are 1.87% and 1.86%, respectively. For CBs issuance the -5 to +5 window also shows positive CAR (3.4%) which is statistically significant at 1% level. For both CBs and BWs issues the significantly positive reactions of market last longer even for (-20, +20) window after 2008.

We admit that more studies need to be done to fully understand firms' motives to issue hybrid securities such as CBs and BWs. Furthermore, we admit that there were limitations on data gathering such as credit rating, debt retirement, conversion condition of CBs, etc. Future research should examine the issues more deeply by acquiring more relevant data.

## Reference

- Billingsley, R.S., Lamy, R.E. and Smith, D.M., 1990. Units of debt with warrants : evidence of the “Penalty Free” issuance of an equity-like security. *The Journal of Financial Research* 13, pp.187-199.
- Brennan, M. and Schwartz, E., 1988, The case for convertibles, *Journal of Applied Corporate Finance* 1, pp. 55-64.
- Chang, S. C., Chen, S. S. and Liu, Y., 2004, Why firms use convertibles: a further test of the sequential-financing hypothesis, *Journal of Banking and Finance* 28, pp. 1163-83.
- Chen, N., Cao, C., 2008, Empirical Study on Why Listed Companies in China Issue Convertibles Bonds, *International Conference on Information Management*.
- Eisdorf, A., 2011, Why is Convertible Debt Subordinated? An Investment-Based Agency Theory, *The Financial Review* 46, pp. 43 - 65.
- Frank, M.Z. and V.K. Goyal, 2003, Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics* 67, pp. 217-248.
- Green, R. C., 1984, Investment incentives, debt, and warrants, *Journal of Financial Economics* 13, pp. 115-136.
- Jensen, M. C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers , *The American Economic Review* 76, pp. 323-329.
- Kang, J.K., Kim, Y.C., Park, K.J and Stulz, R.M., 1995, An Analysis of the Wealth Effects of Japanese Offshore Dollar-Denominated Convertible and Warrant Bond Issues, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30, pp. 257-270.
- Kang, J.-K. and Stulz, R.M., 1996. How different is Japanese corporate finance? An investigation of the information content of new security issues. *Review of Financial Studies* 9, pp.109-139.
- Kim, B.M., and Lee, I.M., 2003, Agency problems and performance of Korean companies during the Asian financial crisis: Chaebol vs. non-chaebol firms, *Pacific-Basin Finance Journal* 11, pp. 327 - 348.
- Krishnaswami, S. and Yaman, D., 2008, The role of convertible bonds in alleviating contracting costs, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 48, pp. 792 - 816.
- Rajan, R., Zingales, L., 1995, What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance* 50, pp. 1421 - 1460.
- Lewis, C.M., Rogalski, R. J. and Seward, J. K., 1999, Is convertible debt a substitute for straight debt or for common equity?, *Financial Management* 28, pp. 5-27.
- Lewis, C.M., Rogalski, R.J. and Seward, J.K., 2003, Industry conditions, growth opportunities and market reactions to convertible debt financing decisions, *Journal of Banking and Finance* 27, pp. 153-181.
- Long, M.S. and Sefcik, S.E., 1990, Participation financing: A comparison of the characteristics of convertible

- debt and straight bonds issued in conjunction with warrant. *Financial Management*, pp.23-34.
- Loncarski, I., Horst, J. and Veld, C., 2008, Why do companies issue convertible bond loans? An empirical analysis for the Canadian market, *Canadian Journal of Administrative Sciences* 25, pp. 214 - 236.
- Mayers, D., 1998, Why firms issue convertible bonds: the matching of financial and real investment options, *Journal of Financial Economics* 47, pp. 83-102.
- Rahim, N. A., Goodacre, A., Veld, C., 2010, Wealth Effects Of Convertible Bond Loans Versus Warrants-Bond Loans ; A Meta Analysis, Working Paper
- Roon, C., and Veld, C., 1998, "Announcement effects of convertible bond loans and warrant-bond loans : An empirical analysis for the Dutch Market", *Journal of Banking & Finance* 22, 1481-1506.
- Stein, J.C., 1992, Convertible bonds as backdoor equity financing, *Journal of Financial Economics* 32, 3-21.

〈Table 1〉 Characteristics of CBs and BWs Offerings

Panel A. CBs

Year	Number		Amount (Unit:KRW million)	Coupon rate (%)	YTM (%)	Maturity (year)	Issue Purpose(%)			
							Facility	Operation	Facility & Operation	etc
2000	43	5.13%	836,532	2.17	5.17	3.28	4.65%	37.21%	13.95%	44.19%
2001	72	8.59%	2,444,333	1.92	4.48	3.04	5.56%	44.44%	18.06%	31.94%
2002	52	6.21%	4,987,799	1.83	5.52	2.85	5.77%	36.54%	5.77%	51.92%
2003	39	4.65%	2,108,951	2.31	4.94	3.18	2.56%	51.28%	7.69%	38.46%
2004	39	4.65%	783,255	2.14	5.99	3.10	10.26%	66.67%	2.56%	20.51%
2005	105	12.53%	1,664,828	1.15	4.51	3.01	8.57%	72.38%	5.71%	13.33%
2006	107	12.77%	1,328,755	1.03	4.66	2.90	3.74%	75.70%	7.48%	13.08%
2007	112	13.37%	1,957,608	1.03	4.71	3.00	7.14%	71.43%	7.14%	14.29%
2008	80	9.55%	1,081,397	1.16	5.57	3.09	2.50%	70.00%	3.75%	23.75%
2009	48	5.73%	589,246	1.41	6.07	2.96	8.33%	77.08%	8.33%	6.25%
2010	69	8.23%	1,600,615	1.99	5.73	3.10	10.14%	78.26%	2.90%	8.70%
2011	72	8.59%	1,669,932	1.25	5.13	3.19	4.17%	84.72%	5.56%	5.56%
<b>Total</b>	<b>838</b>	<b>100%</b>	<b>21,053,251</b>	<b>1.47</b>	<b>5.08</b>	<b>3.04</b>	<b>6.09%</b>	<b>66.59%</b>	<b>7.28%</b>	<b>20.05%</b>

Panel B. BWs

Year	Number		Amount (Unit:KRW million)	Coupon rate (%)	YTM (%)	Maturity (year)	Issue Purpose(%)			
							Facility	Operation	Facility & Operation	etc
2000	16	1.73%	238,858	2.27	3.38	4.47	12.50%	43.75%	18.75%	25.00%
2001	47	5.08%	605,750	0.92	3.44	4.96	2.13%	63.83%	17.02%	17.02%
2002	26	2.81%	306,599	1.06	2.60	5.73	0.00%	73.08%	11.54%	15.38%
2003	15	1.62%	87,998	0.85	2.31	6.13	6.67%	80.00%	0.00%	13.33%
2004	36	3.89%	226,519	1.64	1.69	5.11	5.56%	69.44%	22.22%	2.78%
2005	59	6.38%	401,932	3.02	4.93	3.83	5.08%	74.58%	15.25%	5.08%
2006	74	8.00%	343,491	1.72	4.02	4.09	4.05%	81.08%	5.41%	9.46%
2007	83	8.97%	656,805	2.00	4.28	3.89	6.02%	71.08%	8.43%	14.46%
2008	115	12.43%	843,129	2.77	4.98	3.16	3.48%	76.52%	5.22%	14.78%
2009	101	10.92%	1,122,605	3.29	6.90	3.12	6.93%	70.30%	12.87%	9.90%
2010	171	18.49%	1,621,198	2.85	6.12	3.24	8.19%	77.78%	7.02%	7.02%
2011	182	19.68%	2,428,819	2.36	5.59	3.43	3.85%	73.08%	13.19%	9.89%
<b>Total</b>	<b>925</b>	<b>100%</b>	<b>8,883,703</b>	<b>2.40</b>	<b>5.03</b>	<b>3.72</b>	<b>5.30%</b>	<b>73.62%</b>	<b>10.49%</b>	<b>10.59%</b>

〈Table2〉 Summary statistics for the issuers of hybrid securities, only CBs issuers and only BWs issuers

All market and accounting data are for the end of the fiscal year to the issue, unless otherwise indicated. *Market-to-book* is the market-to-book ratio, defined as the book value of total assets minus the book value of equity plus the market value of equity divided by the book value of total assets. *AssetGr* is Asset growth ratio, measured by subtracting total asset in year t-1 from total asset in year t divided by total asset in year t-1[(total asset in year t - total asset in year t-1)/ total asset in year t-1]. *DebtAsset* is debt asset ratio, measured by debt divided by the book value of total assets. *LnSale* is measured as the natural logarithm of the book value of total sales. *Age* is measured by natural logarithm of the difference between year 2011 and the year when the firm had first been established. *Profit* is defined as EBIT (Earnings before interest and tax) divided by total assets. *Deficit* is measured by subtracting the summation of cash dividend payouts, net capital

expenditure, change in net working capital and current portion of long-term debts from after-tax EBIT and then dividing by total assets. *CR* is a dummy variable such as *CR*=1 when firm's credit rating is above and equal to BBB and *CR*=0 when firm's credit rating is below BBB. *PRUN* is measured by the issuer's stock return over 75 days preceding the announcement date. *MRUN* is measured by the KOSPI return over 75 days preceding the announcement date. *Bigshare* is measured by adding the ownership percentage of the first large shareholder to that of its relatives and affiliated companies. “\*\*\*”, “\*\*” and “\*” represent 1%, 5% and 10% significance levels, respectively.

Panel A Hybrid Securities

Independent variable	Hybrid issuers		Non-Hybrid issuers		Difference (Mean)	t-value
	Obsevatons	Mean	Obsevatons	Mean		
Market-to-book	1572	1.472	16201	0.997	0.475***	18.390
AssetGr	1569	0.348	16047	0.259	0.088***	2.810
LnSale	1571	24.424	16154	25.000	-0.576***	-12.310
Age	1573	20.573	16340	23.361	-2.788***	-6.790
DebtAsset	1573	0.532	16391	0.435	0.097***	9.870
Profit	1572	-0.028	16201	0.056	-0.084***	-20.330
Deficit	1572	0.138	16390	0.160	-0.020	-0.760
CR	1573	0.059	16391	0.093	-0.033***	-4.430
Bigshare	1539	20.777	16346	24.809	-4.032***	-8.870

Panel B. CBs

Independent variable	CBs issuers		Non-CBs issuers		Difference (Mean)	t-value
	Obsevatons	Mean	Obsevatons	Mean		
Market-to-book	838	1.526	16935	1.015	0.510***	14.700
AssetGr	836	0.370	16780	0.262	0.108***	2.670
LnSale	838	24.445	16887	24.974	-0.529***	-8.420
Age	838	20.888	17075	23.226	-2.337***	-4.240
DebtAsset	838	0.544	17126	0.439	0.105***	8.010
Profit	838	-0.038	16935	0.053	-0.090***	-16.210
Deficit	837	0.163	17125	0.157	0.005	0.150
CR	838	0.068	17126	0.091	-0.022**	-2.240
Bigshare	822	21.398	17063	24.610	-3.211***	-5.270

Panel C. BWs

Independent variable	BW's issuers		Non-BW's issuers		Difference (Mean)	t-value
	Obsevatons	Mean	Obsevatons	Mean		
Market-to-book	924	1.415	16849	1.018	0.396***	11.930
AssetGr	923	0.347	16693	0.263	0.084***	2.150
LnSale	923	24.325	16802	24.984	-0.658***	-10.990
Age	925	20.081	16988	23.282	-3.200***	-6.090
DebtAsset	925	0.522	17039	0.439	0.083***	6.610
Profit	924	-0.026	16849	0.053	-0.078***	-14.670
Deficit	925	0.129	17037	0.159	-0.030	-0.830
CR	925	0.052	17039	0.092	-0.039***	-4.120
Bigshare	901	19.529	16984	24.724	-5.194***	-8.910

Panel D. CBs vs. BWs

Independent variable	CBs issuers		BW's issuers		Difference (Mean)	t-value
	Obsevation	Mean	Obsevation	Mean		
Market-to-book	648	1.554	734	1.411	0.142	1.450
AssetGr	646	0.349	733	0.323	0.025	0.400
LnSale	648	24.566	733	24.400	0.166**	2.030
Age	648	21.275	735	20.214	1.061	1.530
DebtAsset	648	0.546	735	0.518	0.027*	1.900
Profit	648	-0.032	734	-0.018	-0.014*	-1.670
Deficit	647	0.151	735	0.109	0.041	1.570
CR	648	0.069	735	0.049	0.021	1.620
PRUN	621	0.151	724	0.082	0.069	1.270
MRUN	621	0.191	724	0.079	0.112**	1.960
Bigshare	638	22.538	717	20.064	2.474***	3.650

Panel E. First period(2000~2007) vs. Second period(2008~2011)

	2000–2007						2008–2011					
Independent variable	CBs issuers		BW's issuers		Difference (Mean)	t-value	CBs issuers		BW's issuers		Difference (Mean)	t-value
	Observations	Mean	Observations	Mean			Observations	Mean	Observations	Mean		
Market-to-book	470	1.505	257	1.646	-0.140	-0.940	178	1.684	478	1.284	0.400***	2.700
AssetGr	468	0.410	255	0.500	-0.080	-0.760	178	0.187	478	0.228	-0.041	-0.780
LnSale	470	24.641	256	24.126	0.515**	4.170	178	24.366	478	24.547	-0.182	-1.470
Age	470	21.028	257	17.650	3.378***	3.370	178	21.927	478	21.592	0.335	0.300
DebtAsset	470	0.564	257	0.521	0.043*	1.870	178	0.496	478	0.517	-0.021	-1.020
Profit	470	-0.018	257	-0.033	0.015	1.140	178	-0.070	478	-0.009	-0.061***	-4.660
Deficit	470	0.163	257	0.097	0.065	1.420	177	0.118	478	0.115	0.003	0.090
CR	470	0.070	257	0.051	0.0196	1.040	178	0.067	478	0.048	0.019	0.980
PRUN	447	0.165	256	0.095	0.071**	2.050	174	0.115	468	0.075	0.040	0.330
MRUN	447	0.284	256	0.270	0.014	0.120	174	-0.048	468	-0.025	-0.023**	-2.010
Bigshare	468	22.881	257	18.623	4.259***	4.390	170	21.594	460	20.869	0.725	0.650

Panel F. Public offering vs. Private placement

Panel A: Public offering vs. Private placement													
Independent variable	Public offering						t-value	Private placement					
	CBs issuers		BW's issuers		Difference (Mean)	CBs issuers		BW's issuers		Difference (Mean)	t-value		
	Observations	Mean	Observations	Mean		Observations		Mean	Observations			Mean	
Market-to-book	285	1.764	234	1.626	0.138	0.640	363	1.389	500	1.311	0.078	0.860	
AssetGr	283	0.436	234	0.406	0.030	0.220	363	0.281	499	0.284	-0.000	-0.060	
LnSale	285	24.217	233	24.057	0.161	1.170	363	24.839	500	24.560	0.279***	2.800	
Age	285	20.411	235	19.723	0.687	0.610	363	21.953	500	20.444	1.509*	1.710	
DebtAsset	285	0.532	235	0.550	-0.010	-0.580	363	0.556	500	0.503	0.052***	3.630	
Profit	285	-0.070	234	-0.052	-0.017*	-0.970	363	-0.003	500	-0.001	-0.001	-0.150	
Deficit	284	0.169	235	0.158	0.011	0.210	363	0.136	500	0.086	0.050*	1.770	
CR	285	0.074	235	0.047	0.027	1.270	363	0.066	500	0.050	0.016	1.010	
PRUN	279	0.160	233	0.125	0.035	0.290	342	0.143	491	0.062	0.082*	1.790	
MRUN	279	0.071	233	0.161	-0.089	-1.130	342	0.289	491	0.040	0.248***	3.150	
Bigshare	277	20.370	230	17.860	2.510**	2.250	361	24.202	487	21.106	3.097***	3.630	

Panel G. Domestic offering vs. Overseas offering

Independent variable	Domestic offering						Overseas offering					
	CBs issuers		BW's issuers		Difference (Mean)	t-value	CBs issuers		BW's issuers		Difference (Mean)	t-value
	Observations	Mean	Observations	Mean			Observations	Mean	Observations	Mean		
Market-to-book	497	1.524	584	1.359	0.164	1.640	151	1.652	150	1.612	0.040	0.140
AssetGr	497	0.275	584	0.309	-0.030	-0.460	149	0.593	149	0.377	0.216*	1.740
LnSale	497	24.477	584	24.462	0.014	0.160	151	24.858	149	24.155	0.704***	3.580
Age	497	21.734	585	20.865	0.869	1.100	151	19.762	150	17.673	2.088	1.500
DebtAsset	497	0.557	585	0.516	0.041**	2.390	151	0.506	150	0.526	-0.010	-0.820
Profit	497	-0.045	584	-0.015	-0.030***	-2.910	151	0.011	150	-0.027	0.038***	2.720
Deficit	496	0.152	585	0.098	0.053*	1.870	151	0.148	150	0.152	-0.000	-0.050
CR	497	0.056	585	0.046	0.010	0.760	151	0.113	150	0.060	0.053	1.630
PRUN	472	0.126	575	0.087	0.039	0.570	149	0.229	149	0.063	0.166***	3.560
MRUN	472	0.157	575	0.030	0.128**	2.320	149	0.298	149	0.270	0.027	0.160
Bigshare	488	22.045	568	20.257	1.787**	2.330	150	24.145	149	19.329	4.816***	3.290

〈Table 3〉 The results of panel logit regression of hybrid security issuers, CBs issuers and BWs issuers

All market and accounting data are for the end of the fiscal year to the issue, unless otherwise indicated. *Market-to-book* is the market-to-book ratio, defined as the book value of total assets minus the book value of equity plus the market value of equity divided by the book value of total assets. *AssetGr* is Asset growth ratio, measured by subtracting total asset in year t-1 from total asset in year t divided by total asset in year t-1[(total asset in year t - total asset in year t-1)/ total asset in year t-1]. *DebtAsset* is debt asset ratio, measured by debt divided by the book value of total assets. *LnSale* is measured as the natural logarithm of the book value of total sales. *Age* is measured by natural logarithm of the difference between year 2011 and the year when the firm had first been established. *Profit* is defined as EBIT (Earnings before interest and tax) divided by total assets. *Deficit* is measured by subtracting the summation of cash dividend payouts, net capital expenditure, change in net working capital and current portion of long-term debts from after-tax EBIT and then dividing by total assets. *CR* is a dummy variable such as *CR*=1 when firm's credit rating is above and equal to BBB and *CR*=0 when firm's credit rating is below BBB. *PRUN* is measured by the issuer's stock return over 75 days preceding the announcement date. *MRUN* is measured by the KOSPI return over 75 days preceding the announcement date. *Bigshare* is measured by adding the ownership percentage of the first large shareholder to that of its relatives and affiliated companies. *PUBLIC* dummy is 1 when public offering and 0 when private offering. *DOMESTIC* dummy is 1 when domestic offering and 0 when overseas offering. *PURPOSE* dummy is 1 when facility investment purpose and 0 when operational investment purpose. “\*\*\*\*”, “\*\*\*” and “\*\*” represent 1%, 5% and 10% significance levels, respectively

Panel A: hybrid security issuers vs non-hybrid security issuers, CBs issuers vs non-CBs issuers and BWs issuers vs non-BWs issuers

Independent variables	Hybrid issuers		CB issuers		BW issuers	
	Pooled	Random effects	Pooled	Random effects	Pooled	Random effects
<i>C</i>	-3.123*** (-12.110)	-4.936*** (-12.110)	-3.791*** (-10.880)	-4.999*** (-10.290)	-3.188*** (-11.130)	-4.745*** (-11.160)
<i>Market-to-Book</i>	0.301*** (11.790)	0.282*** (9.070)	0.209*** (7.730)	0.219*** (6.830)	0.173*** (6.640)	0.159*** (5.140)
<i>AssetGR</i>	0.021 (1.550)	0.033** (2.200)	0.021 (1.530)	0.034** (2.250)	0.011 (0.870)	0.018 (1.180)
<i>Ln Sale</i>	0.041*** (3.610)	0.095*** (5.560)	0.045*** (2.970)	0.067*** (3.310)	0.037*** (2.940)	0.072*** (4.130)
<i>Age</i>	-0.010*** (-5.190)	-0.007** (-2.370)	-0.009*** (-3.540)	-0.011*** (-2.820)	-0.011*** (-4.400)	-0.006* (-1.840)
<i>DebtAsset</i>	0.239** (2.210)	-0.137 (-1.510)	-0.046 (-0.690)	-0.157** (-2.390)	-0.054 (-0.950)	-0.115* (-1.820)
<i>Profit</i>	-3.039*** (-14.880)	-2.300*** (-10.020)	-2.405*** (-11.040)	-1.825*** (-7.500)	-1.948*** (-9.710)	-1.354*** (-6.200)
<i>Deficit</i>	-0.041 (-1.160)	-0.039 (-0.930)	0.002 (0.050)	0.009 (0.250)	-0.051 (-1.050)	-0.057 (-1.010)
<i>CR</i>	-0.417*** (-3.580)	-0.390*** (-2.670)	-0.251* (-1.700)	-0.223 (-1.260)	-0.520*** (-3.300)	-0.530*** (-2.870)
<i>BigShare</i>	-0.015*** (-8.190)	-0.015*** (-6.600)	-0.011*** (-4.780)	-0.011*** (-4.000)	-0.021*** (-8.710)	-0.020*** (-7.330)
<i>Number of observation</i>	17,964	17,964	17,964	17,964	17,964	17,964
<i>Number of groups</i>		1,497		1,497		1,497
<i>Pseudo R square</i>	0.068	0.031	0.047	0.024	0.046	0.022

Panel B: CBs issuers vs BWs issuers

<i>Independent variables</i>	<i>CBs issuers vs BWs issuers</i>	
	<i>Pooled</i>	<i>Random effects</i>
<i>C</i>	-5.514*** (-4.650)	-6.284*** (-4.270)
<i>Market-to-Book</i>	0.071* (1.920)	0.088** (2.180)
<i>AssetGR</i>	0.020 (0.410)	0.027 (0.470)
<i>Ln Sale</i>	0.176*** (3.590)	0.201*** (3.310)
<i>Age</i>	0.004 (0.920)	0.003 (0.500)
<i>DebtAsset</i>	-0.109 (-0.450)	-0.150 (-0.520)
<i>Profit</i>	-1.665*** (-3.430)	-1.934*** (-3.340)
<i>Deficit</i>	0.153 (1.230)	0.141 (0.970)
<i>CR</i>	0.114 (0.440)	0.202 (0.610)
<i>Prun</i>	0.080 (1.270)	0.101 (1.540)
<i>Mrun</i>	0.126** (2.250)	0.142** (2.170)
<i>BigShare</i>	0.021*** (4.370)	0.024*** (4.180)
<i>Public</i>	0.660*** (4.710)	0.780*** (4.580)
<i>Domestic</i>	0.1707 (1.070)	0.172 (0.910)
<i>Purpose</i>	-0.215 (-1.330)	-0.319 (-1.640)
<i>Number of observation</i>		1319
<i>Number of groups</i>		649
<i>Pseudo R square</i>	0.044	0.089

〈Table 4〉 The results of panel logit regression of KOSPI firms and KOSDAQ firms

The KOSPI firm is defined as firms listed in the Korea Composite Stock Price Index and the KOSDAQ firm is defined as firms listed in Korea Securities Dealers Automated Quotation. All market and accounting data are for the end of the fiscal year to the issue, unless otherwise indicated. *Market-to-book* is the market-to-book ratio, defined as the book value of total assets minus the book value of equity plus the market value of equity divided by the book value of total assets. *AssetGr* is Asset growth ratio, measured by subtracting total asset in year t-1 from total asset in year t divided by total asset in year t-1[(total asset in year t - total asset in year t-1)/ total asset in year t-1]. *DebtAsset* is debt asset ratio, measured by debt divided by the book value of total assets. *LnSale* is measured as the natural logarithm of the book value of total sales. *Age* is measured by natural logarithm of the difference between year 2011 and the year when the firm had first been established. *Profit* is defined as EBIT (Earnings before interest and tax) divided by total assets. *Deficit* is measured by subtracting the summation of cash dividend payouts, net capital expenditure, change in net working capital and current portion of long-term debts from after-tax EBIT and then dividing by total assets. *CR* is a dummy variable such as *CR*=1 when firm's credit rating is above and equal to BBB and *CR*=0 when firm's credit rating is below BBB. *Bigshare* is measured by adding the ownership percentage of the first large shareholder to that of its relatives and affiliated companies. “\*\*\*”, “\*\*” and “\*” represent 1%, 5% and 10% significance levels, respectively.

<i>Panel A : KOSPI Firms</i>						
<i>dependent variabl</i>	<i>Hybrid issuers</i>		<i>CB issuers</i>		<i>BW issuers</i>	
	<i>Pooled</i>	<i>Random effects</i>	<i>Pooled</i>	<i>Random effects</i>	<i>Pooled</i>	<i>Random effects</i>
<i>C</i>	1.779* (1.770)	-0.108 (-0.080)	-0.192 (-0.150)	-0.990 (-0.640)	4.828*** (3.370)	1.640 (0.910)
<i>Market-to-Book</i>	0.205*** (2.930)	0.187** (2.010)	0.109 (1.130)	0.115 (0.940)	0.243*** (3.000)	0.227** (2.110)
<i>AssetGR</i>	0.067* (1.830)	0.082* (1.770)	0.03623 (0.690)	0.056 (0.950)	0.089** (2.250)	0.098* (1.900)
<i>Ln Sale</i>	-0.157*** (-3.980)	-0.105** (-2.040)	-0.100** (-2.080)	-0.089 (-1.490)	-0.310*** (-5.450)	-0.216*** (-3.150)
<i>Age</i>	-0.007* (-1.810)	-0.009 (-1.640)	-0.009** (-1.980)	-0.017** (-2.430)	-0.001 (-0.360)	0.002 (0.310)
<i>DebtAsset</i>	-0.165* (-1.890)	-0.231** (-2.130)	-0.054 (-0.500)	-0.151 (-1.120)	-0.265*** (-2.720)	-0.303** (-2.370)
<i>Profit</i>	-3.875*** (-7.330)	-2.344*** (-4.340)	-3.346*** (-5.620)	-2.340*** (-4.020)	-2.385*** (-4.020)	-1.775*** (-3.010)
<i>Deficit</i>	-0.125 (-1.160)	-0.131 (-1.080)	-0.055 (-0.550)	-0.047 (-0.430)	-0.126 (-0.800)	-0.144 (-0.850)
<i>CR</i>	0.012 (0.080)	-0.126 (-0.640)	0.0274 (0.140)	0.0115 (0.050)	0.074 (0.310)	-0.146 (-0.520)
<i>BigShare</i>	-0.012*** (-3.540)	-0.014*** (-3.260)	-0.008** (-1.990)	-0.010** (-2.010)	-0.019*** (-3.530)	-0.019*** (-3.090)
<i>Number of observ</i>	7,143	7,143	7,143	7,143	7,143	7,143
<i>Number of groups</i>		606		606		606
<i>Pseudo R square</i>	0.052	0.035	0.033	0.034	0.065	0.038

Panel B : KOSDAO Firm

Independent variables	Hybrid issuers		CB issuers		BW issuers	
	Pooled	Random effects	Pooled	Random effects	Pooled	Random effects
<i>C</i>	-5.643*** (-8.220)	-8.606*** (-8.580)	-4.753*** (-5.250)	-6.287** (-5.220)	-6.081*** (-7.280)	-9.104*** (-7.880)
<i>Market-to-Book</i>	0.300*** (10.280)	0.292*** (8.450)	0.210*** (6.960)	0.224*** (6.460)	0.1408*** (5.250)	0.132*** (4.330)
<i>AssetGR</i>	0.024* (1.750)	0.041** (2.590)	0.024* (1.750)	0.039** (2.460)	0.0151 (1.080)	0.025 (1.600)
<i>Ln Sale</i>	0.136*** (4.540)	0.227*** (5.290)	0.075* (1.900)	0.108** (2.090)	0.149*** (4.100)	0.245*** (5.000)
<i>Age</i>	0.003* (1.130)	0.018*** (3.220)	0.002 (0.620)	0.007 (1.200)	0.005 (1.270)	0.018*** (2.960)
<i>DebtAsset</i>	0.812** (5.650)	0.823*** (4.500)	0.421** (2.520)	0.411** (2.040)	0.478*** (3.060)	0.487*** (2.640)
<i>Profit</i>	-3.605*** (-13.800)	-2.961*** (-9.570)	-2.810*** (-9.440)	-2.326*** (-6.790)	-2.455*** (-8.910)	-1.925*** (-6.000)
<i>Deficit</i>	-0.0321 (-0.750)	-0.028 (-0.560)	0.007 (0.180)	0.014 (0.300)	-0.049 (-0.800)	-0.053 (-0.750)
<i>CR</i>	0.1579 (0.780)	0.112 (0.420)	0.3284 (1.250)	0.200 (0.600)	0.168 (0.680)	0.104 (0.340)
<i>BigShare</i>	-0.019*** (-7.930)	-0.019*** (-6.420)	-0.014*** (-4.550)	-0.014*** (-3.910)	-0.024*** (-8.230)	-0.025*** (-7.170)
<i>Number of observation</i>	10,376	10,376	10,376	10,376	10,376	10,376
<i>Number of groups</i>		891		891		891
<i>Pseudo R square</i>	0.084	0.082	0.060	0.064	0.052	0.070

〈Table 5〉 The results of panel logistic regression of Chaebol firms and Non-Chaebol firms

All market and accounting data are for the end of the fiscal year to the issue, unless otherwise indicated. *Market-to-book* is the market-to-book ratio, defined as the book value of total assets minus the book value of equity plus the market value of equity divided by the book value of total assets. *AssetGr* is Asset growth ratio, measured by subtracting total asset in year t-1 from total asset in year t divided by total asset in year t-1[(total asset in year t - total asset in year t-1)/ total asset in year t-1]. *DebtAsset* is debt asset ratio, measured by debt divided by the book value of total assets. *LnSale* is measured as the natural logarithm of the book value of total sales. *Age* is measured by natural logarithm of the difference between year 2011 and the year when the firm had first been established. *Profit* is defined as EBIT (Earnings before interest and tax) divided by total assets. *Deficit* is measured by subtracting the summation of cash dividend payouts, net capital expenditure, change in net working capital and current portion of long-term debts from after-tax EBIT and then dividing by total assets. *CR* is a dummy variable such as *CR*=1 when firm's credit rating is above and equal to BBB and *CR*=0 when firm's credit rating is below BBB. *Bigshare* is measured by adding the ownership percentage of the first large shareholder to that of its relatives and affiliated companies. “\*\*\*” , “\*\*” and “\*” represent 1% ,5% and 10% significance levels, respectively

*Panel A : Chaebol Firm*

<i>Independent variables</i>	<i>Hybrid issuers</i>		<i>CB issuers</i>		<i>BW issuers</i>	
	<i>Pooled</i>	<i>Random effects</i>	<i>Pooled</i>	<i>Random effects</i>	<i>Pooled</i>	<i>Random effects</i>
<i>C</i>	-2.385 (-1.400)	-3.518 (-1.480)	-4.895* (-2.420)	-4.641* (-1.720)	-1.314 (-0.480)	-3.296 (-0.970)
<i>Market-to-Book</i>	0.275*** (2.800)	0.347*** (2.760)	0.193* (1.870)	0.218* (1.750)	0.261** (2.450)	0.340* (2.490)
<i>AssetGR</i>	0.044 (0.940)	0.064 (1.110)	0.051 (1.050)	0.075 (1.250)	0.025 (0.300)	0.027 (0.270)
<i>Ln Sale</i>	-0.042 (-0.720)	-0.040 (-0.450)	0.0398 (0.520)	-0.004 (-0.010)	-0.124 (-1.230)	-0.088 (-0.700)
<i>Age</i>	0.001 (0.220)	-0.002 (-0.290)	0.0006 (0.080)	-0.005 (-0.470)	0.00006 (0.010)	0.0002 (0.020)
<i>DebtAsset</i>	1.597*** (3.950)	2.039*** (3.840)	1.523*** (3.470)	1.889*** (3.250)	1.187** (2.230)	1.532** (2.250)
<i>Profit</i>	-3.054** (-2.460)	-2.809** (-2.010)	-2.723* (-1.910)	-2.198 (-1.360)	-3.068* (-1.830)	-3.636* (-1.870)
<i>Deficit</i>	-0.024 (-0.270)	-0.013 (-0.140)	-0.200 (-0.670)	-0.335 (-0.910)	0.011 (0.170)	0.022 (0.300)
<i>CR</i>	-0.245 (-1.000)	-0.200 (-0.670)	-0.280 (-1.000)	-0.122 (-0.360)	0.056 (0.140)	-0.138 (-0.310)
<i>BigShare</i>	-0.010* (-1.840)	-0.010 (-1.480)	-0.012* (-1.800)	-0.014* (-1.670)	-0.004 (-0.090)	-0.009 (-0.070)
<i>Number of observation</i>	2,106	2,106	2,106	2,106	2,106	2,106
<i>Number of groups</i>		279		279		279
<i>Pseudo R square</i>	0.054	0.063	0.045	0.057	0.048	0.050

*Panel A : Non-Chaebol Firm*

<i>Independent variables</i>	<i>Hybrid issuers</i>		<i>CB issuers</i>		<i>BW issuers</i>	
	<i>Pooled</i>	<i>Random effects</i>	<i>Pooled</i>	<i>Random effects</i>	<i>Pooled</i>	<i>Random effects</i>
<i>C</i>	-2.240*** (-3.970)	-5.330*** (-6.410)	-1.948*** (-2.650)	-3.652*** (-3.690)	-2.363*** (-3.440)	-4.998*** (-5.270)
<i>Market-to-Book</i>	0.286** (10.690)	0.276*** (8.490)	0.200*** (6.970)	0.216*** (6.380)	0.150*** (5.560)	0.140** (4.470)
<i>AssetGR</i>	0.017 (1.280)	0.032** (2.160)	0.015 (1.180)	0.030* (1.960)	0.010 (0.780)	0.020 (1.310)
<i>Ln Sale</i>	0.009 (0.370)	0.118*** (3.370)	-0.030 (-0.980)	0.014 (0.350)	0.005 (0.200)	0.089** (2.260)
<i>Age</i>	-0.010*** (-4.470)	-0.009** (-2.480)	-0.008*** (-2.740)	-0.010** (-2.350)	-0.010*** (-3.580)	-0.007* (-1.890)
<i>DebtAsset</i>	0.153 (1.310)	-0.182** (-2.450)	-0.085 (-1.390)	-0.183*** (-2.770)	-0.054 (-0.940)	-0.104 (-1.620)
<i>Profit</i>	-3.582*** (-15.100)	-3.062*** (-11.450)	-2.889*** (-11.250)	-2.450*** (-8.630)	-2.460*** (-10.290)	-1.987*** (-7.510)
<i>Deficit</i>	-0.057 (-1.320)	-0.062 (-1.180)	0.0006 (0.020)	0.010 (0.250)	-0.081 (-1.300)	-0.101 (-1.420)
<i>CR</i>	-0.156 (-1.060)	-0.210 (-1.160)	-0.047 (-0.240)	-0.072 (-0.310)	-0.230 (-1.190)	-0.323 (-1.430)
<i>BigShare</i>	-0.013*** (-6.860)	-0.015*** (-6.040)	-0.009*** (-3.530)	-0.010*** (-3.330)	-0.020*** (-7.730)	-0.020*** (-6.790)
<i>Number of observation</i>	15,412	15,412	15,412	15,412	15,412	15,412
<i>Number of groups</i>		1,318		1,318		1,318
<i>Pseudo R square</i>	0.0704	0.059	0.0542	0.053	0.0479	0.053

〈Table 6〉 Market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings

Table 6 reports the results of cumulative average abnormal returns(CARs) surrounding the announcement date of windows of (-30, 30), (-20, 20), (-10, +10), (-5, +5) and (-1, +1), respectively. CAR surrounding the announcements are estimated by the market model. “\*\*\*\*”, “\*\*\*” and “\*\*” represent 1%, 5% and 10% significance levels respectively.

*Panel A : Mean CARs for period relative to announcement day*

Period (relative to announcement day)	CAR(Cumulative Abnormal Return)			
	CBs (N=822)	BWs		
		All (N=923)	Detachable Warrant (N=915)	Non-Detachable Warrant (N=8)
(-1, 1)	0.0187*** (4.800)	0.0186*** (5.670)	0.0188*** (5.700)	-0.007 (-0.450)
(-5, 5)	0.034*** (4.520)	0.015 (1.310)	0.016 (1.350)	-0.046 (-0.500)
(-10, 10)	0.017 (0.940)	-0.031 (-0.630)	-0.014 (-0.630)	0.007 (0.080)
(-20, 20)	-0.012 (-0.410)	-0.044 (-1.470)	-0.044 (-1.470)	0.0004 (0.000)
(-30, 30)	-0.048 (-1.190)	0.033 (0.300)	0.034 (0.300)	-0.060 (-0.400)

*Panel B : Mean CARs for period relative to announcement day*

Period (relative to announcement day)	CAR(Cumulative Abnormal Return)			
	CBs	BWs		
	2000~2007 (N=552)	2008~2011 (N=270)	2000~2007 (N=353)	2008~2011 (N=570)
(-1, 1)	0.015*** (3.250)	0.026*** (3.720)	0.030*** (5.350)	0.012*** (2.880)
(-5, 5)	0.029** (3.140)	0.041*** (3.490)	0.006 (0.220)	0.021*** (2.770)
(-10, 10)	-0.0001 (0.000)	0.053*** (2.990)	-0.073 (-1.360)	0.023** (2.330)
(-20, 20)	-0.416 (-1.000)	0.049** (2.130)	-0.166** (-2.120)	0.031** (2.270)
(-30, 30)	-0.101* (-1.830)	0.060 (1.230)	-0.223*** (-2.700)	0.194 (1.120)

<Table 7> Market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings: KOSPI firms and KOSDAQ firms

Table 7 reports the results of cumulative average abnormal returns (CARs) surrounding the announcement date of windows of (-30, 30), (-20, 20), (-10, +10), (-5, +5) and (-1, +1), respectively. CAR surrounding the announcements are estimated by the market model. “\*\*\*\*”, “\*\*\*” and “\*\*” represent 1%, 5% and 10% significance levels respectively

<i>Mean CARs for period relative to announcement day</i>				
Period (relative to announcement day)	CAR(Cumulative Abnormal Return)			
	CBs		BWs	
	KOSPI (N=238)	KOSDAQ (N=584)	KOSPI (N=188)	KOSDAQ (N=735)
(-1, 1)	0.008 (1.160)	0.023*** (4.920)	0.015** (2.360)	0.019*** (5.160)
(-5, 5)	0.018 (1.300)	0.041*** (4.520)	0.023* (1.770)	0.013 (0.940)
(-10, 10)	0.034* (1.760)	0.010 (0.420)	0.005 (0.280)	-0.018 (-0.680)
(-20, 20)	0.052** (2.110)	-0.038 (-0.960)	0.001 (0.010)	-0.055 (-1.490)
(-30, 30)	0.041 (1.500)	-0.085 (-1.510)	0.517 (0.990)	-0.090 (-2.160)

<Table 8> Market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings of CBs and BWs: Chaebol firms and Non-Chaebol firms

Table 8 reports the results of cumulative average abnormal returns (CARs) surrounding the announcement date of windows of (-30, 30), (-20, 20), (-10, +10), (-5, +5) and (-1, +1), respectively. CAR surrounding the announcements are estimated by the market model. “\*\*\*\*”, “\*\*\*” and “\*\*” represent 1%, 5% and 10% significance levels respectively.

<i>Mean CARs for period relative to announcement day</i>				
Period (relative to announcement day)	CAR(Cumulative Abnormal Return)			
	CBs		BWs	
	Chaebol (N=76)	Non-Chaebol (N=746)	Chaebol (N=39)	Non-Chaebol (N=884)
(-1, 1)	0.008 (0.660)	0.019*** (4.830)	-0.011 (-1.000)	0.019*** (5.900)
(-5, 5)	0.027 (1.060)	0.035*** (4.410)	-0.043** (-2.180)	0.018 (1.470)
(-10, 10)	-0.048 (-0.380)	0.024 (1.520)	-0.065*** (-3.090)	-0.011 (-0.050)
(-20, 20)	-0.023 (-0.190)	-0.011 (-0.370)	-0.072*** (-3.060)	-0.043 (-1.370)
(-30, 30)	0.025 (0.190)	-0.055 (-1.300)	-0.041 (-1.100)	0.037 (0.310)

<Table 9> Comparison of market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings of CBs and BWs among different growth opportunity groups

Panel A and B of Table 9 report the results of cumulative abnormal returns (CAR) surrounding the announcement date of windows of (-30, 30), (-20, 20), (-10, +10), (-5, +5) and (-1, +1), respectively. CAR surrounding the announcements are estimated by the market model. “\*\*\*\*”, “\*\*\*” and “\*\*” represent 1%, 5% and 10% significance levels respectively.

<i>Mean CARs for period relative to announcement day</i>				
Period (relative to announcement day)	CAR(Cumulative Abnormal Return)			
	CBs		BWs	
	High-growth group (N=554)	Low-growth group (N=268)	High-growth group (N=594)	Low-growth group (N=329)
(-1, 1)	0.027*** (5.500)	0.002 (0.340)	0.026*** (5.880)	0.006 (1.240)
(-5, 5)	0.037*** (3.190)	0.028** (2.170)	0.036*** (4.540)	-0.023 (-0.770)
(-10, 10)	0.009 (0.350)	0.035** (1.980)	0.003 (0.110)	-0.042 (-1.020)
(-20, 20)	-0.041 (-0.990)	0.048** (2.140)	-0.044 (-1.090)	-0.045 (-1.040)
(-30, 30)	-0.117 (-2.120)	0.094* (1.930)	-0.068 (-1.570)	0.217 (0.720)

<Table 10> Comparison of market reactions to the announcement of CBs and BWs offerings of Public offering and Private placement, Domestic offering and Overseas offering

Panel A and B of Table 9 report the results of cumulative abnormal returns (CAR) surrounding the announcement date of windows of (-30, 30), (-20, 20), (-10, +10), (-5, +5) and (-1, +1), respectively. CAR surrounding the announcements are estimated by the market model. “\*\*\*\*”, “\*\*\*” and “\*\*” represent 1%, 5% and 10% significance levels respectively.

<i>Panel A : Mean CARs for period relative to announcement day , Public offering vs. Private placement</i>				
Period (relative to announcement day)	CAR(Cumulative Abnormal Return)			
	CBs		BWs	
	Public offering (N=397)	Private placement (N=425)	Public offering (N=306)	Private placement (N=617)
(-1, 1)	0.015*** (2.950)	0.022*** (3.790)	0.002*** (3.650)	0.018*** (4.370)
(-5, 5)	0.032*** (3.360)	0.036*** (3.120)	-0.018 (-0.550)	0.032*** (4.240)
(-10, 10)	0.034** (2.550)	0.002 (0.060)	-0.116* (-1.190)	0.037*** (3.690)
(-20, 20)	0.030* (1.680)	-0.051 (-0.960)	-0.246*** (-2.900)	0.056*** (4.000)
(-30, 30)	-0.015 (-0.480)	-0.079 (-1.090)	-0.258*** (-3.010)	0.178 (1.100)

*Panel B : Mean CARs for period relative to announcement day, Domestic offering vs. Oversea offering*

Period (relative to announcement day)	CAR(Cumulative Abnormal Return)			
	CBs		BWs	
	Domestic offering (N=638)	Oversea offering (N=184)	Domestic offering (N=722)	Oversea offering (N=201)
(-1, 1)	0.021*** (4.530)	0.012 (1.630)	0.017*** (4.390)	0.026*** (4.010)
(-5, 5)	0.040*** (4.450)	0.013 (1.050)	0.031*** (4.280)	-0.041 (-0.890)
(-10, 10)	0.032* (1.780)	-0.035 (-0.680)	0.033*** (3.420)	-0.179* (-1.960)
(-20, 20)	-0.013 (-0.380)	-0.008 (-0.160)	0.043*** (3.300)	-0.358*** (-2.820)
(-30, 30)	-0.033 (-0.730)	-0.100 (-1.110)	0.141 (1.020)	-0.354*** (-2.980)

# Price Discovery and Volatility Transmissions in the Asian Major Currencies

## - Applications of Multivariate Rotated ARCH Model -

**Young K. Park**

Graduate School of Business Administration Sungkyunkwan University

**Ki Beom Binh**

Department of Economics Myongji University

## I. Introduction

The globalization of financial market would be unavoidable phenomenon. Not only developed countries but also developing countries participate in the trends by deregulating the capital flow across their national border. This increases the cross-border capital mobility, and as a consequence, the information and volatility from each country have been conveyed into currency and financial markets in other countries.

The information about the capital flows across borders is ultimately reflected in the exchange rates in onshore as well as offshore currency markets. US dollar has been the key or base currency in the world and the payment and settlement medium in international commercial and financial trades. Thus, it is also the most important currency to influence the FX rate of the major Asian currencies. However, its position as the international key currency has been deteriorated as the US economy growth slows and their fiscal deficit widens. Although it is still the key currency in the world and in Asia, it is hard to deny that its power and influence has been significantly decreased since the global financial crisis which is triggered by US subprime mortgage problems.

Traditionally, Japanese yen has been the most influential internationalized currency after US dollar at least in the Asia region. Japan used to be the second largest economy in the world in terms of total GDP for the long time and therefore Japanese yen is considered as the second most important currency in the international commercial and capital trades. In addition, Japan used to be the number one or number two trading partner for the most of the Asian countries, and therefore, it was natural that Japanese yen had become the most important regional currency after the US dollar. The recent enormous QE policy driven by so-called Abenomics can be carried out since Japanese government has a confidence on his currency yen.

However, Chinese economy surged dramatically and replaced the Japan's position in the world economy. In

2010, China's GDP (USD 5.4742 trillion) surpassed that of Japan. Then, for the most of the Asian countries, the trading volume with China has become larger than that of Japan. Furthermore, in recent years, China government tries to internationalize Chinese yuan and encourages other Asian countries to use yuan for the payment and the settlement of the trade with China.<sup>1)</sup>

Therefore, it is our conjecture that there is a relative powers shift from Japanese yen to Chinese yuan in the Asian foreign exchange market before and after the global financial crisis. Specifically, we would compare the effect of Japanese yen (JPY) and Chinese yuan (CNY) to discover the price and to transmit the volatility on the other major Asian currencies such as Korea won (KRW), Philippine peso (PHP), Thai baht (THB), Indonesian rupiah (IDR), Malaysian ringgit (MYR), and Singapore dollar (SGD).

## II. Data

We use daily time-series data provided by Datastream to find out the FX rate denominated in the US dollar for Japanese yen, Chinese yuan, and other major Asian currencies (Korea won, Philippine peso, Thai baht, Indonesian rupiah, Malaysian ringgit, and Singapore dollar). We would like to include dollar as well but it is the numeraire for the all currencies in the sample and cannot be included due to the so-called "*n-th currency problem*". Instead we include the gold price against dollar as it indirectly reflects the relative dollar value changes. The London Bullion Market Association (LBMA) provides the gold prices against dollar as well as euro.

The sample period for our study in this paper is 1,898 trading days from August 2, 2005 to November 7, 2012. We intentionally exclude the period before August, 2005 since China used fixed FX rate that time. Moreover, China executed the pegged exchange rate system of yuan from July, 2008 to May, 2010 due to global financial crisis triggered by subprime mortgage crisis. So we separate the above entire period into before (Aug. 1, 2005-Jun. 30, 2008) and after (Jun. 1, 2010-Nov. 11, 2012) the financial crisis, since our purpose is to check the effect of Japanese yen and Chinese yuan on the other Asian currencies before and after the crisis.

---

1) For example, People's Bank of China and Bank of Korea entered into currency swap of 64 trillion Korean won and 360 billion Chinese yuan in 2011 and allowed continually payments with each local currency in trades between the two countries.

Figure 1. The USD Denominated Price of Major Asian Currencies and Gold  
The sample period is from 2005.8.1. to 2012.11.7. For normalization, USD denomination is used. The quantities for all currencies and gold corresponding to USD 100 at 2005.8.1. are measured by US dollar.

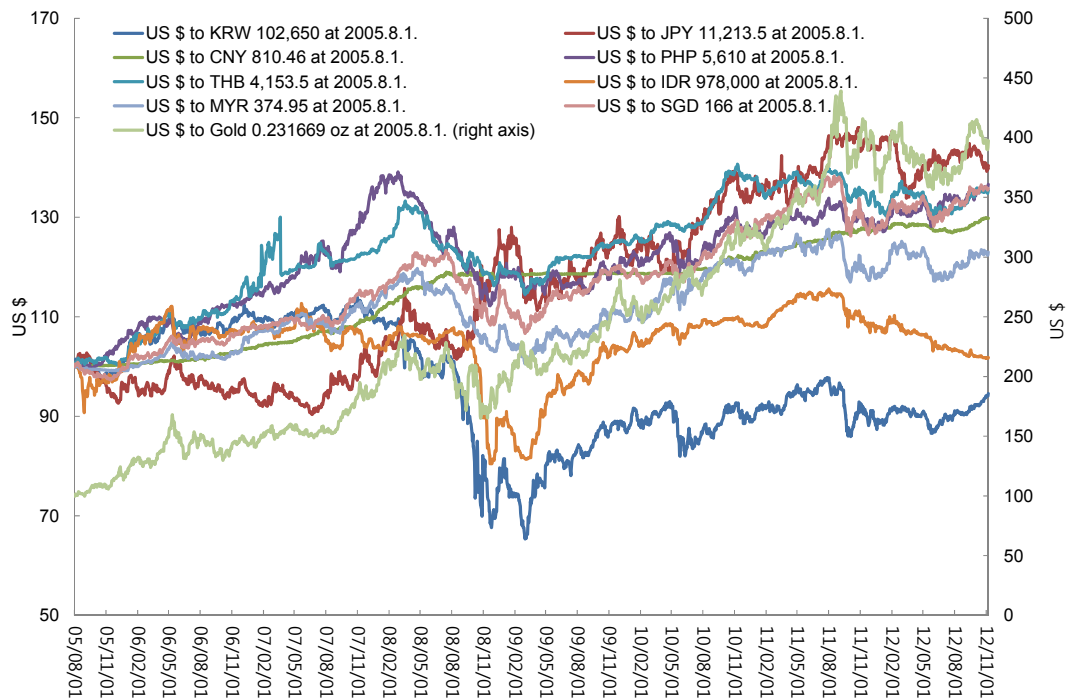
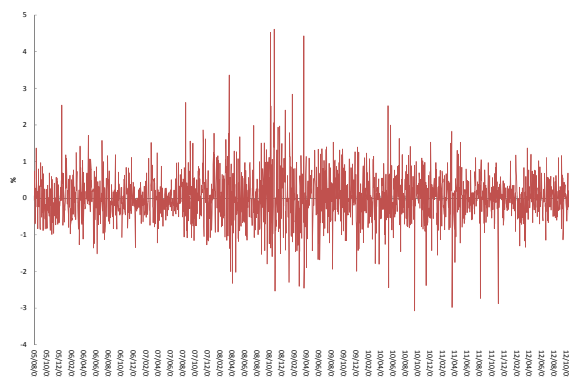
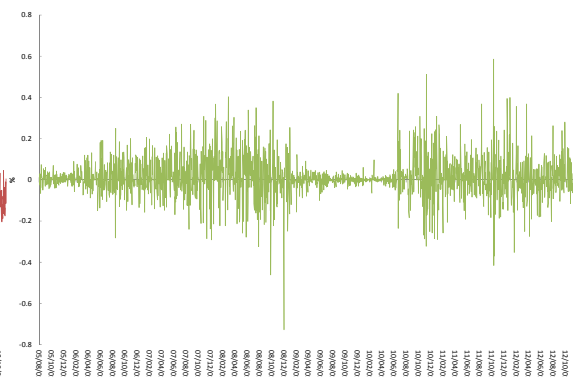


Figure 2. The Daily Growth Rate of US \$ denominated Price of Major Asian Currencies and Gold  
The sample period is from 2005.8.1. to 2012.11.7. Daily growth rate of US dollar price of each currency and gold are provided. Daily growth rate is log-difference of exchange rate multiplied by 100. So its unit is %.

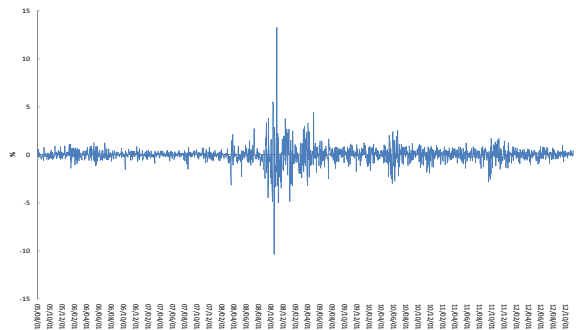
(a) Japan Yen



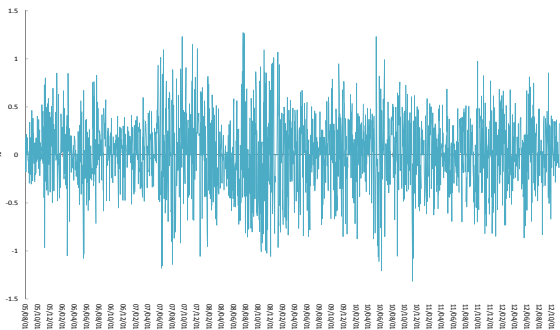
(b) China Yuan



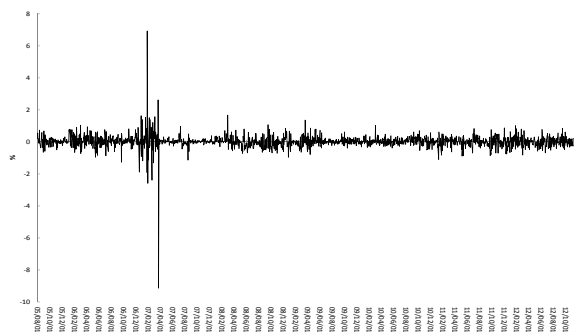
(c) Korea Won



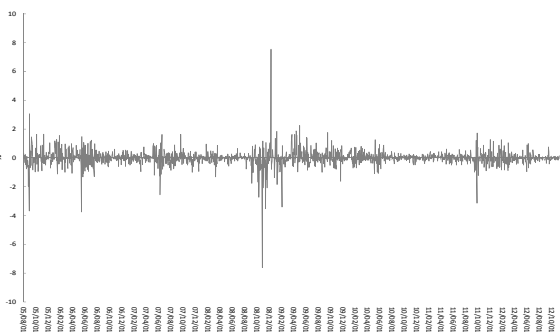
(d) Philippine peso



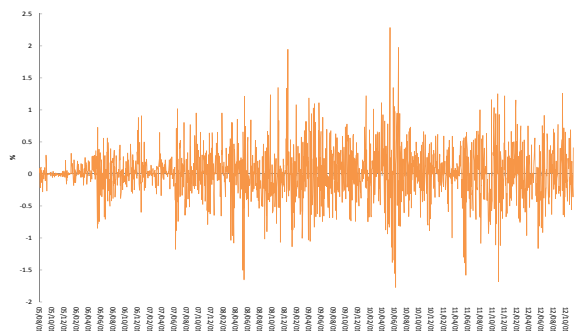
(e) Thai Baht



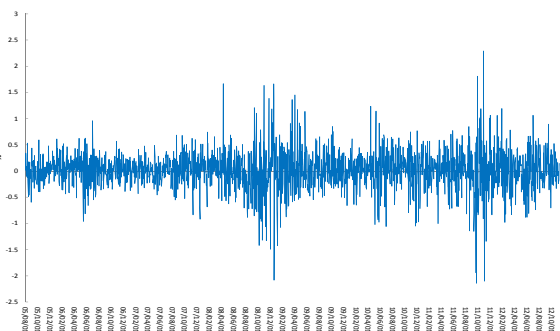
(f) Indonesian rupiah



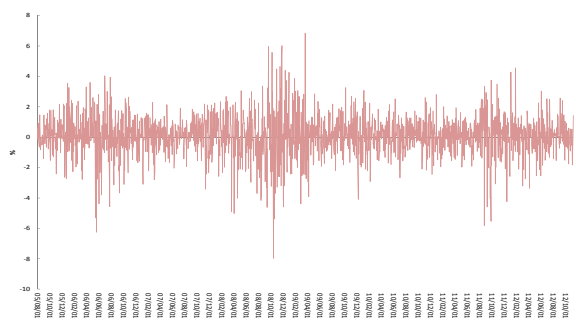
(g) Malaysian ringgit



(h) Singapore dollar



(i) Gold



### III. Empirical methodologies

#### 3.1 Information share methodology

We conduct information share analysis suggested by Hasbrouck(1995) among Gold, JPY, CNY, and other major Asian currencies including KRW, PHP, THB, IDR, MYR, and SGD. Using this methodology, we can estimate the contributions of information due to one currency into the price discovery of the other currency when their prices series are co-integrated. The estimation procedure is as follows. Assume the time-series vector

$$p_t = [\ln p_t^{Gold}, \ln p_t^{CNY}, \ln p_t^{JPY}, \ln p_t^{KRW}, \ln p_t^{PHP}, \ln p_t^{THB}, \ln p_t^{IDR}, \ln p_t^{MYR}, \ln p_t^{SGD}].$$

Here, each component  $p_t^{XYZ}$  is unit gold (ounce) or unit XYZ currency denominated by US dollar. CNY, JPY, KRW, PHP, THB, IDR, MYR and SGD denote Chinese yuan, Japanese yen, Korea won, Philippine peso, Thai baht, Indonesian rupiah, Malaysian ringgit, and Singapore dollar, respectively.

**Step 1:** estimating VAR( $q$ ) and decide the optimal lag  $q^*$

Estimate VAR model in equation (1) for  $p = 1, 2, 3, \dots$  and find out  $q^*$  with the lowest AIC and SC.

$$\begin{aligned} p_t &= \alpha + \beta_1 p_{t-1} + \beta_2 p_t, \\ \varepsilon_t &= [\varepsilon_t^{Gold}, \varepsilon_t^{CNY}, \varepsilon_t^{JPY}, \varepsilon_t^{KRW}, \varepsilon_t^{PHP}, \varepsilon_t^{THB}, \varepsilon_t^{IDR}, \varepsilon_t^{MYR}, \varepsilon_t^S] \end{aligned} \quad (1)$$

**Step 2:** Johansen's cointegration test

Equation (1) of VAR( $q^*$ ) can be converted to VECM( $q^*-1$ ) in the equation (2) in the below for Johansen cointegration test.

$$\begin{aligned} \Delta p_t &= \alpha + \kappa \delta' p_{t-1} + \xi_1 \Delta p_{t-1} + \dots + \xi_{q^*} \Delta p_{t-q^*}, \\ \varepsilon_t &= [\varepsilon_t^{Gold}, \varepsilon_t^{CNY}, \varepsilon_t^{JPY}, \varepsilon_t^{KRW}, \varepsilon_t^{PHP}, \varepsilon_t^{THB}, \varepsilon_t^{IDR}, \varepsilon_t^{MYR}, \varepsilon_t^S] \end{aligned} \quad (2)$$

**Step 3:** VECM( $q^*-1$ ) estimation

Use the equation (2) to estimate VECM( $q^*-1$ )

**Step 4:** Estimate Variance-Covariance vector  $\Omega$  and long-run impact matrix  $\Psi(1)$

$\Omega$  can be estimated with VECM estimation of the equation (2),  $\Psi(1)$  can be calculated from a numerical simulation.

**Step 5:** Computation of information shares

The information share of  $j$ -th component into  $i$ -th component in the vector  $P_t$  can be calculated with the equation (3)

$$S_{ij} = \frac{([\hat{\Psi}(1)L]_{ij})^2}{[\hat{\Psi}(1)\hat{\Omega}\hat{\Psi}(1)']_{ii}} \quad (3)$$

Here,  $L$  is the lower triangular matrix in the Cholesky decomposition. For given  $i$ , the summation  $S_{ij}$  over  $j$  will give us 100%.

**Step 6:** Permutation of ordering of variables

It is well known that the information shares are dependent on the ordering of variables due to the Cholesky decomposition. In terms of Structural VAR, Cholesky decomposition, which is often low triangular restriction, imposes that the prior the component in the multivariate vector locates, the more exogenous it is. Thus, we compute the information share for all permutations of the variable orderings. As we cannot guess the righteous ordering, we examine the average, minimum, and maximum in the information share estimates for all orderings. Since we have a vector with 9 components, the number of all permutation is 9! (factorial) more than 360,000.

### 3.2 Volatility transmission with VAR(1)-MRARCH model

We use the multivariate Rotated GARCH model (MRARCH) to capture and to measure the volatility transmission process between different currencies and gold. When there are increased numbers of parameters due to the so-called ‘curse of dimensionality’ in the multivariate GARCH, diagonal restriction has been often applied. In both VECM and BEKK model, diagonal restrictions have often been used. Such modeling would ignore the cross-effects between variances and covariances.

Above all, we choose to use BEKK model, because it guarantees the positive semi-definite in the variance-covariance matrices in maximizing the log-likelihood. In Full BEKK, no structural restrictions into parameters in coefficient matrices are imposed so the computation burden is so severe and the number of estimated parameters becomes substantially large. So it would be almost impossible that we estimate the Full-BEKK under the vector with 9 components. For example, under Full-BEKK(1,1) model, we should estimate as many as 207 parameters.<sup>2)</sup> It is computationally impossible work. However, we should identify

the transmission relationship between variances of 9 gold and Asian currencies.

So we decide to employ the MRARCH, recently proposed by Noureldin, Shephard, and Sheppard (2012). They impose the sophisticated and flexible restrictions on BEKK under space transform (rotation) based on spectral decomposition. That is, the raw return or return residual  $r_t$  can be transformed into  $e_t$  in orthogonal space by spectral decomposition. We call  $e_t$  as rotated return or return residual. Suppose that  $G_t$  is the variance-covariance matrix of  $e_t$  in the transformed orthogonal space. We make a natural and simple restrictions on the dynamics of  $e_t$ . First, we assume that the long-run unconditional variance of  $e_t$  is the  $n$ -dimensional identity  $I_n$ . This assumption can be acceptable since the rotated return  $e_t$  is located in the space of orthogonal bases.

Second, we can impose the three type restrictions into the coefficients representing the autoregressive dynamics of  $e_t$ . We choose the diagonal restriction on the BEKK for  $e_t$ . This can be estimable computationally since it is diagonal BEKK.

Eventually, we recover the original dynamics of  $r_t$  from diagonal-BEKK of the rotated return  $e_t$  based on the inverse transform. Then, we can get almost Full-BEKK. That is, no parameters in the coefficient matrices are zeros due to prior zero restrictions. The estimated BEKK, i.e., MRARCH is not Full-BEKK strictly but does not lose the major characteristics of Full-BEKK. Actually, MRARCH is the Full-BEKK with complex and sophisticated restrictions for us to recover the rich dynamics of the raw return  $r_t$ . So we can infer the cross-effects between the variances and covariances as well as autoregressive effects.

We specify the stochastic dynamics of FX rates as VAR(1)-MRARCH(1,1) as the follows:

$$\begin{aligned}
 r_t &= \alpha + \beta r_{t-1} + \epsilon_t, \epsilon_t \sim (0, H_t) \\
 \text{var}(\epsilon_t) &= \bar{H} = P \Lambda P' \\
 e_t &= \bar{H}^{-\frac{1}{2}} \epsilon_t = P \Lambda^{-\frac{1}{2}} P' \\
 \text{var}_{t-1}(e_t) &\equiv G_t = (I_4 - A A' - B B') + A e_{t-1} e_{t-1}' A' + B G_{t-1}' B' \\
 E(G_t) &= E(e_t e_t') = I_4
 \end{aligned} \tag{4}$$

---

2) In general the number of parameters in Full BEKK(p,q) for  $n \times 1$  vector is  $\frac{n(n+1)}{2} + n^2(p+q)$ .

$$\text{In (4), } r_t = \begin{pmatrix} r_t^{Gold} \\ r_t^{CNY} \\ r_t^{JPY} \\ r_t^{KRW} \\ r_t^{PHP} \\ r_t^{THB} \\ r_t^{IDR} \\ r_t^{MYR} \\ r_t^{SGD} \end{pmatrix} \text{ and } r_t^{XYZ} = 100 \cdot (\ln p_t^{XYZ} - \ln p_{t-1}^{XYZ})(\%),$$

$\epsilon_t$  is the original residual,  $e_t$  is the rotated residual in orthogonal space,  $H_t$  is the variance-covariance of  $\epsilon_t$  and  $G_t$  is the variance-covariance of  $e_t$ .  $\bar{H}$  is the unconditional variance-covariance of  $\epsilon_t$  and is decomposed into  $P\Lambda P'$ .  $\Lambda$  is the diagonal matrix with eigenvalues of  $\bar{H}$ .  $P$  is the eigenvector matrix of  $\bar{H}$ .

Moreover, we should apply tensor calculation to get the parameters representing the cross-effects of volatilities as the follows:

$$vec(H_t) = var(\bar{C}\bar{C}') + \bar{A} \otimes \bar{A} vec(\varepsilon_{t-1}\varepsilon'_{t-1}) + \bar{B}\zeta \quad (5)$$

These formulae are necessary to compute standard errors of impact coefficients based on the so-called delta-method. In our analysis, we use numerical gradients not analytical gradients.

## IV. Empirical results

### 4.1 Information share analysis results

The empirical analysis results indicate that all the currencies and gold has relatively high information share from itself (note that the diagonal terms in the Table 1). When we compare the information share from Japanese yen and Chinese yuan to the other major Asian currencies, we found that Japanese yen overall has higher information share for price discovery compared to Chinese yuan. However, if we compare Panel A and Panel B in Table 1, the information shares from Japanese yen decreased after the global financial crisis whereas that of Chinese yuan increased.

Although China has become the second largest economy in the world, it is found that Chinese yuan's information share for the price discovery of other Asian currencies is still very weak and the information

share from neighboring country is often relatively large. We suggest that is because China still has imposed the heavy regulation on the capital flows and onshore foreign exchange market. Moreover, China has executed the exclusive policy for the Chinese capital market such as the limit of foreign investor's shareholding.

This in turn restricts the yuan's ability or role to share information and to discover the other Asian currencies in the Asian foreign exchange markets, in spite of China's economy size and the status in the international economy. Nevertheless, we need to focus the increasing information role of yuan after the global financial crisis.

Table 1. Information Share Analysis with all orderings

This table provides the information share analysis based on Hasbrouck(1995) under all orderings of 9 components of (Gold, JPY, CNY, KRW, PHP, THB, IDR, MYR, SGD) in log price vector. Note that the number of the orderings is  $9! = 362,880$ . Due to Cholesky decomposition, the information share results are dependent on the ordering of variables in log price vector. So this table shows the average, maximum, minimum in 362,880 orderings. With the lowest AIC, we take a VAR(2) so run VECM(1). Johansen Conintegration test implies that the cointegrating rank be 1. In this table, the columns represent the triggering shock of each currencies and gold and the rows is the subject variable of price discovery.

Panel A. Before the global financial crisis (2005.8.1.~2008.6.30, 761 days)

		GOLD	JPY	CNY	KRW	PHP	THB	IDR	MYR	SGD
GOLD	average	53.82	1.54	0.43	9.92	6.51	3.29	6.92	6.76	10.80
	Max	74.08	5.68	2.13	22.98	22.57	5.09	23.69	26.93	36.95
	Min	42.71	0.00	0.00	2.94	1.01	0.28	0.91	0.10	0.32
JPY	average	45.57	43.46	0.57	2.08	0.24	1.83	0.33	0.51	5.41
	Max	60.61	59.09	2.29	7.15	1.87	4.68	1.92	2.89	19.69
	Min	35.78	32.67	0.00	0.85	0.00	0.42	0.00	0.00	0.03
CNY	average	82.39	3.08	0.34	5.69	0.67	4.46	0.48	0.50	2.38
	Max	90.55	7.71	1.46	10.92	4.52	7.40	4.10	4.51	9.72
	Min	76.13	0.19	0.00	3.51	0.00	2.17	0.00	0.00	0.00
KRW	average	31.97	1.12	0.16	49.83	4.97	2.79	2.74	3.20	3.21
	Max	41.93	4.99	1.42	69.53	20.10	4.56	15.44	19.83	22.59
	Min	22.32	0.00	0.00	38.64	0.59	0.41	0.00	0.00	0.01
PHP	average	45.50	1.70	0.10	20.52	17.20	4.51	4.02	4.28	2.17
	Max	54.55	5.91	1.26	38.86	40.96	7.18	20.91	25.39	20.95
	Min	31.86	0.01	0.00	11.42	9.26	1.28	0.00	0.00	0.00
THB	average	43.87	0.95	0.22	15.75	2.50	29.15	2.72	2.18	2.65
	Max	52.29	4.24	1.80	28.94	12.73	39.76	14.69	15.81	20.63
	Min	31.47	0.00	0.00	9.05	0.19	25.45	0.03	0.00	0.00
IDR	average	41.50	1.07	0.18	3.07	7.72	3.52	29.09	6.14	7.71

	Max	60.96	4.12	0.91	11.96	25.34	8.71	54.93	25.27	29.37
	Min	32.59	0.00	0.00	0.01	1.05	1.52	17.44	0.00	0.00
MYR	average	40.36	1.78	0.92	6.89	11.55	1.83	8.48	16.58	11.62
	Max	62.46	6.12	3.80	21.33	35.07	6.18	29.77	47.82	41.29
	Min	29.79	0.00	0.00	0.74	2.50	0.42	0.81	3.57	0.20
SGD	average	76.67	6.40	0.37	0.71	0.63	3.88	1.30	1.91	8.12
	Max	93.43	14.99	1.64	3.19	3.14	7.61	5.64	8.02	24.62
	Min	66.27	1.67	0.00	0.00	0.00	2.36	0.00	0.00	0.18

Panel B. After the global financial crisis (2010.6.1.~2012.11.7, 637 days)

		GOLD	JPY	CNY	KRW	PHP	THB	IDR	MYR	SGD
GOLD	average	81.74	1.43	0.53	1.03	1.26	7.16	1.07	1.89	3.87
	Max	99.76	3.85	3.10	6.64	7.26	22.35	5.49	10.27	15.24
	Min	72.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
JPY	average	10.79	85.39	0.17	0.19	0.14	1.10	0.11	0.30	1.82
	Max	19.28	93.52	0.85	1.12	0.78	3.92	0.68	1.47	5.56
	Min	4.90	79.12	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CNY	average	55.70	7.44	12.18	2.39	1.93	6.88	1.19	3.03	9.26
	Max	82.31	14.07	23.99	13.50	11.79	26.99	7.22	16.92	31.05
	Min	42.84	3.18	8.57	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.99
KRW	average	19.72	0.95	1.78	30.06	5.74	9.21	2.35	10.33	19.87
	Max	43.99	3.11	10.00	67.57	28.91	40.37	12.73	45.73	60.55
	Min	9.87	0.00	0.01	16.92	0.00	0.17	0.00	0.00	4.58
PHP	average	28.06	6.64	1.75	7.61	12.92	11.27	1.63	8.15	21.96
	Max	58.28	12.64	9.86	34.21	42.85	45.37	9.24	39.13	62.64
	Min	14.69	2.53	0.01	0.09	3.09	0.30	0.00	0.00	6.83
THB	average	49.01	0.56	1.59	10.14	8.23	14.16	3.19	6.75	6.38
	Max	78.13	1.92	8.94	35.53	33.18	48.53	16.23	33.90	31.37
	Min	35.82	0.02	0.03	2.42	0.75	1.28	0.02	0.00	0.00
IDR	average	18.11	0.92	2.21	12.56	6.32	12.51	25.48	10.45	11.44
	Max	43.51	2.74	12.09	47.62	33.65	50.38	56.86	48.88	45.64
	Min	8.70	0.00	0.08	2.00	0.00	0.94	14.23	0.00	0.82
MYR	average	25.29	2.81	2.32	8.82	6.43	14.26	2.62	18.07	19.38
	Max	55.97	6.58	12.33	39.33	33.11	54.50	15.17	61.65	63.26
	Min	12.48	0.34	0.07	0.43	0.00	1.01	0.00	2.48	3.42
SGD	average	27.93	4.04	1.82	9.89	6.70	11.06	2.09	11.85	24.63
	Max	58.69	8.84	10.33	39.96	32.72	46.25	12.60	49.13	68.69
	Min	14.76	0.90	0.02	1.08	0.05	0.28	0.00	0.10	7.60

## 4.2 Volatility transmission analysis results

The VAR(1)-MRARCH(1,1) model estimation based on the equation (4)-(7) is conducted. First, we take the  $4 \times 1$  vector of  $r_t = (r_t^{Gold}, r_t^{CNY}, r_t^{JPY}, r_t^{XYZ})'$  with 4 components. With the computational burden and time, we preferentially choose gold, Chinese and Japanese currencies and additionally other one currency and analyze them under VAR(1)-MRARCH (1,1). The results are reported in the Table 2 (before the global financial crisis period) and Table 3(after the global financial crisis period) for Korean won, i.e., XYZ=KRW. We re-estimate this model for XYZ=PHP, THB, IDR, MYR, SGD.

We found that the lagged volatility of gold  $\sigma_{G,t-1}^2$ , Chinese yuan  $\sigma_{C,t-1}^2$ , and Japanese yen  $\sigma_{J,t-1}^2$  all have some impacts on the volatility of the other Asian currencies. When we compare the magnitude of the impact, the impacts from Chinese yuan's volatility has increased after the global financial crisis whereas that from Japanese yen has decreased.

Table 3. VAR(1)-MRARCH(1,1) Estimation Result I (before the global financial crisis)

Daily exchange rate data from Datastream and LBMA is used. Period for Panel A is from Aug. 2, 2005 to May 31, 2007. We take the log difference of each currency and apply VAR(1) and extract residuals. MRARCH(1,1) model is applied to those residuals. Then, we calculate the coefficient for each component in vector and standard deviation of impact coefficient is derived by delta method.

Panel A. Components in Matrix A

LHS	RHS									
	$\epsilon_{G,t-1}^2$	$\epsilon_{C,t-1}\epsilon_{G,t-1}$	$\epsilon_{J,t-1}\epsilon_{G,t-1}$	$\epsilon_{K,t-1}\epsilon_{G,t-1}$	$\epsilon_{G,t-1}^2$	$\epsilon_{J,t-1}\epsilon_{C,t-1}$	$\epsilon_{K,t-1}\epsilon_{C,t-1}$	$\epsilon_{J,t-1}^2$	$\epsilon_{K,t-1}\epsilon_{C,t-1}$	$\epsilon_{K,t-1}^2$
$\sigma_{G,t}^2$	0.0422 (0.2496)	0.0519 (0.1371)	*-0.0417 (0.0216)	-0.0222 (0.0737)	0.0159 (0.0134)	-0.0256 (0.0745)	-0.0136 (0.0123)	0.0103 (0.0525)	0.0109 (0.0264)	0.0029 (0.0041)
$\sigma_{C,G,t}$	0.0065 (0.0499)	0.026 (0.1274)	0.0415 (0.4534)	0.0387 (0.3228)	0.0135 (0.0232)	0.0166 (0.1982)	0.0191 (0.2878)	-0.0221 (0.1067)	-0.0317 (0.1758)	-0.0106 (0.1107)
$\sigma_{J,G,t}$	0.0071 (0.0164)	0.0031 (0.0101)	0.01 (0.0252)	0.0034 (0.0035)	-0.0008 (0.0013)	0.0089 (0.0224)	0.0035 (0.0089)	-0.0067 (0.0315)	-0.0061 (0.0203)	-0.0014 (0.0033)
$\sigma_{K,G,t}$	-0.0177 (0.0796)	-0.0193 (0.0120)	***-0.0127 (0.0021)	0.0285 (0.1754)	-0.0052 (0.0192)	0.0066 (0.0273)	0.0169 (0.0480)	-0.0019 (0.0066)	-0.0128 (0.0175)	-0.0063 (0.0275)
$\sigma_{C,t}^2$	-0.001 (0.0095)	-0.0068 (0.0458)	-0.0137 (0.1661)	-0.0124 (0.0745)	-0.0114 (0.0469)	-0.0465 (0.4366)	-0.0421 (0.3650)	-0.0473 (0.6948)	-0.0856 (0.2890)	-0.0387 (0.8303)
$\sigma_{J,C,t}$	-0.0011 (0.0045)	-0.0035 (0.0041)	-0.0096 (0.0559)	-0.0076 (0.0757)	0.0006 (0.0025)	-0.0057 (0.0126)	-0.0015 (0.0092)	-0.0142 (0.0762)	-0.0184 (0.1395)	-0.005 (0.0669)
$\sigma_{K,C,t}$	0.0027 (0.0171)	0.0105 (0.0347)	0.0182 (0.1643)	0.0133 (0.1884)	0.0044 (0.0058)	0.0068 (0.0333)	-0.0044 (0.1887)	-0.0042 (0.0272)	-0.029 (0.2437)	-0.0228 (0.1528)
$\sigma_{J,t}^2$	-0.0012 (0.0016)	0.0004 (0.0005)	-0.0045 (0.0127)	-0.0018 (0.0059)	0 (0.0001)	0.0008 (0.0012)	0.0003 (0.0003)	-0.0043 (0.0191)	-0.0033 (0.0159)	-0.0006 (0.0035)
$\sigma_{K,C,t}$	0.003 (0.0026)	0.0009 (0.0074)	0.005 (0.0065)	-0.0018 (0.0161)	-0.0002 (0.0005)	0.0028 (0.0147)	0.0017 (0.0022)	-0.0013 (0.0037)	-0.0081 (0.0143)	-0.0029 (0.0042)
$\sigma_{K,t}^2$	-0.0074 (0.0229)	-0.0071 (0.0133)	0.0033 (0.0026)	0.02 (0.1115)	-0.0017 (0.0112)	0.0016 (0.0066)	0.0095 (0.0068)	-0.0004 (0.0008)	-0.0045 (0.0145)	-0.0135 (0.1088)

Panel B. Components in Matrix B

LHS \ RHS	$\sigma_{G,t-1}^2$	$\sigma_{C,G,t-1}$	$\sigma_{J,G,t-1}$	$\sigma_{K,G,t-1}$	$\sigma_{G,t-1}^2$	$\sigma_{J,C,t-1}$	$\sigma_{K,C,t-1}$	$\sigma_{J,t-1}^2$	$\sigma_{K,C,t-1}$	$\sigma_{K,t-1}^2$
$\sigma_{G,t}^2$	***0.9840 (0.0516)	*-0.0152 (0.0081)	-0.0366 (0.0494)	-0.0155 (0.0237)	0.0001 (0.0001)	0.0003 (0.0005)	0.0001 (0.0002)	0.0003 (0.0009)	0.0003 (0.0008)	0.0001 (0.0002)
$\sigma_{C,G,t}$	***0.0918 (0.0277)	***0.9398 (0.0395)	0.0198 (0.0145)	***-0.1291 (0.0145)	*-0.0072 (0.0038)	0.0173 (0.0235)	0.0064 (0.0111)	**0.0003 (0.0001)	-0.0025 (0.0029)	-0.001 (0.0014)
$\sigma_{J,G,t}$	***0.0490 (0.0112)	**0.0364 (0.0158)	***0.9632 (0.0034)	***-0.0734 (0.0008)	*0.0003 (0.0001)	*-0.0068 (0.0036)	-0.0008 (0.0005)	0.0179 (0.0233)	0.0062 (0.0096)	-0.0006 (0.0008)
$\sigma_{K,G,t}$	***0.1105 (0.0048)	***0.0769 (0.0069)	***-0.1304 (0.0048)	***0.9680 (0.0327)	*-0.0006 (0.0003)	0.0005 (0.0017)	*-0.0081 (0.0045)	-0.0024 (0.0030)	0.017 (0.0226)	0.0076 (0.0116)
$\sigma_{G,t}^2$	-0.0086 (0.0056)	***0.1755 (0.0547)	0.0034 (0.0042)	*-0.0240 (0.0113)	***0.8990 (0.0283)	0.0346 (0.0313)	***-0.2455 (0.0319)	-0.0003 (0.0006)	-0.0047 (0.0050)	***0.0168 (0.0049)
$\sigma_{J,C,t}$	***0.0046 (0.0006)	***0.0435 (0.0128)	***0.0891 (0.0307)	***-0.0132 (0.0022)	**0.0344 (0.0156)	***0.9222 (0.0065)	***0.0651 (0.0010)	0.0178 (0.0167)	***0.1245 (0.0197)	***0.0095 (0.0018)
$\sigma_{K,C,t}$	***0.0103 (0.0040)	***0.1129 (0.0080)	**0.0140 (0.0065)	***0.0760 (0.0259)	***0.0743 (0.0069)	***-0.1241 (0.0073)	***0.9159 (0.0251)	-0.0024 (0.0023)	0.0011 (0.0130)	***-0.1264 (0.0173)
$\sigma_{J,t}^2$	**0.0024 (0.0010)	***-0.0036 (0.0173)	***0.0960 (0.0012)	***-0.0073 (0.0012)	-0.0013 (0.0012)	**0.0705 (0.0345)	*0.0053 (0.0027)	***0.9446 (0.0404)	***0.1430 (0.0094)	***0.0054 (0.0005)
$\sigma_{K,C,t}$	***0.0055 (0.0009)	0.0002 (0.0025)	***0.1019 (0.0096)	***0.0400 (0.0109)	*-0.0028 (0.0016)	***0.0808 (0.0119)	**0.0412 (0.0171)	***-0.1257 (0.0103)	***0.9588 (0.0129)	***-0.0719 (0.0026)
$\sigma_{K,t}^2$	***0.0124 (0.0016)	***0.0175 (0.0030)	***-0.0288 (0.0036)	***0.2177 (0.0122)	***0.0061 (0.0013)	***-0.0203 (0.0034)	***0.1530 (0.0152)	***0.0167 (0.0021)	***-0.2527 (0.0142)	***0.9539 (0.0168)

Table 4. VAR(1)–MRARCH(1,1) Estimation Result II (after the global financial crisis)

Daily exchange rate data from Datastream and LBMA is used. Period for Panel A is from Jun. 1, 2007 to Nov. 7, 2012. We take the log difference of each currency and apply VAR(1) and extract residuals. MRARCH(1,1) model is applied to those residuals. Then, we calculate the coefficient for each component in vector and standard deviation of impact coefficient is derived by delta method.

Panel A. Components in Matrix A

LHS \ RHS	$\epsilon_{G,t-1}^2$	$\epsilon_{C,t-1}\epsilon_{G,t-1}$	$\epsilon_{J,t-1}\epsilon_{G,t-1}$	$\epsilon_{K,t-1}\epsilon_{G,t-1}$	$\epsilon_{G,t-1}^2$	$\epsilon_{J,t-1}\epsilon_{C,t-1}$	$\epsilon_{K,t-1}\epsilon_{C,t-1}$	$\epsilon_{J,t-1}^2$	$\epsilon_{K,t-1}\epsilon_{C,t-1}$	$\epsilon_{K,t-1}^2$
$\sigma_{G,t}^2$	0.0126 (0.0454)	0.0041 (0.0073)	-0.0079 (0.0336)	-0.0028 (0.0321)	0.0003 (0.0023)	-0.0013 (0.0015)	-0.0004 (0.0029)	0.0012 (0.0061)	0.0009 (0.0106)	0.0002 (0.0030)
$\sigma_{C,G,t}$	0.0059 (0.0157)	-0.002 (0.0144)	0.0037 (0.0123)	-0.0038 (0.0224)	-0.0005 (0.0016)	0.0018 (0.0015)	-0.0002 (0.0031)	-0.0017 (0.0038)	0.0004 (0.0011)	0.0003 (0.0049)
$\sigma_{J,G,t}$	0.0066 (0.0168)	-0.0099 (0.0257)	0.0109 (0.0140)	0.0027 (0.0046)	-0.0018 (0.0058)	0.0055 (0.0016)	0.0018 (0.0097)	-0.0041 (0.0089)	-0.0025 (0.0152)	-0.0004 (0.0034)
$\sigma_{K,G,t}$	0.0014 (0.0104)	-0.0019 (0.0047)	0.011 (0.0127)	-0.0078 (0.0224)	-0.0003 (0.0010)	0.0025 (0.0052)	-0.001 (0.0058)	-0.0036 (0.0074)	0.0012 (0.0041)	0.0008 (0.0089)
$\sigma_{G,t}^2$	-0.0028 (0.0247)	0.0028 (0.0116)	-0.0052 (0.0245)	0.003 (0.0022)	-0.0007 (0.0014)	0.0026 (0.0026)	-0.0015 (0.0070)	-0.0024 (0.0023)	0.0028 (0.0109)	-0.0008 (0.0067)
$\sigma_{J,C,t}$	-0.0031 (0.0115)	0.0067 (0.0203)	-0.0089 (0.0271)	0 (0.0167)	-0.0026 (0.0029)	***-0.0079 (0.0028)	-0.0019 (0.0025)	-0.0057 (0.0045)	0.0017 (0.0146)	0.0009 (0.0029)
$\sigma_{K,C,t}$	-0.0006 (0.0010)	0.0013 (0.0020)	-0.006 (0.0227)	0.0039 (0.0097)	-0.0005 (0.0007)	0.0037 (0.0025)	-0.0024 (0.0050)	-0.005 (0.0038)	0.0062 (0.0128)	-0.0019 (0.0096)
$\sigma_{J,t}^2$	-0.0034 (0.0056)	0.0114 (0.0143)	*0.0134 (0.0074)	***0.0036 (0.0013)	-0.0095 (0.0105)	***-0.0224 (0.0062)	0.006 (0.0055)	-0.0132 (0.0092)	-0.0071 (0.0085)	-0.0009 (0.0018)
$\sigma_{K,C,t}$	-0.0007 (0.0046)	0.0023 (0.0086)	-0.0073 (0.0099)	0.0036 (0.0047)	-0.0019 (0.0021)	**0.0122 (0.0055)	-0.0061 (0.0078)	-0.0117 (0.0080)	0.0047 (0.0088)	**0.0021 (0.0009)
$\sigma_{K,t}^2$	-0.0001 (0.0017)	0.0005 (0.0030)	-0.0025 (0.0134)	0.0017 (0.0110)	-0.0004 (0.0005)	**0.0039 (0.0019)	-0.0026 (0.0037)	-0.0104 (0.0083)	**0.0139 (0.0060)	-0.0047 (0.0076)

Panel B. Components in Matrix B

LHS \ RHS	$\sigma_{G,t-1}^2$	$\sigma_{C,G,t-1}$	$\sigma_{J,G,t-1}$	$\sigma_{K,G,t-1}$	$\sigma_{G,t-1}^2$	$\sigma_{J,C,t-1}$	$\sigma_{K,C,t-1}$	$\sigma_{J,t-1}^2$	$\sigma_{K,C,t-1}$	$\sigma_{K,t-1}^2$
$\sigma_{G,t}^2$	***0.9334 (0.0064)	***0.0479 (0.0026)	***0.0263 (0.0050)	***0.0310 (0.0019)	***0.0006 (0.0001)	***0.0007 (0.0001)	***0.0008 (0.0001)	***0.0002 (0.0001)	***0.0004 (0.0001)	***0.0003 (0.0000)
$\sigma_{C,G,t}$	***0.1075 (0.0085)	***0.9352 (0.0129)	***0.0351 (0.0121)	***0.0540 (0.0044)	***0.0241 (0.0011)	***0.0141 (0.0023)	***0.0170 (0.0009)	***0.0005 (0.0001)	***0.0014 (0.0001)	***0.0009 (0.0001)
$\sigma_{J,G,t}$	***0.0244 (0.0032)	-0.0006 (0.0030)	***0.9342 (0.0013)	***0.0092 (0.0019)	0 (0.0001)	***0.0240 (0.0014)	***0.0003 (0.0000)	***0.0131 (0.0024)	***0.0157 (0.0010)	***0.0002 (0.0000)
$\sigma_{K,G,t}$	***0.0422 (0.0077)	***0.0507 (0.0097)	-0.0101 (0.0126)	***0.9428 (0.0042)	***0.0013 (0.0003)	***0.0009 (0.0003)	***0.0250 (0.0015)	-0.0001 (0.0002)	***0.0134 (0.0027)	***0.0157 (0.0010)
$\sigma_{G,t}^2$	***0.0124 (0.0019)	***-0.2160 (0.0171)	***-0.0084 (0.0024)	***-0.0128 (0.0019)	***0.9426 (0.0205)	***0.0735 (0.0233)	***0.1121 (0.0084)	-0.0014 (0.0009)	***0.0044 (0.0015)	***0.0033 (0.0005)
$\sigma_{J,C,t}$	***0.0028 (0.0003)	***-0.0247 (0.0032)	***-0.1085 (0.0078)	***-0.0026 (0.0003)	-0.0012 (0.0029)	***0.9391 (0.0080)	***0.0097 (0.0019)	***0.0366 (0.0120)	***0.0562 (0.0045)	***0.0006 (0.0001)
$\sigma_{K,C,t}$	***0.0049 (0.0012)	***0.0367 (0.0082)	-0.0006 (0.0018)	***-0.1059 (0.0075)	***0.0498 (0.0094)	-0.0115 (0.0115)	***0.9497 (0.0114)	-0.0004 (0.0004)	***0.0375 (0.0113)	***0.0563 (0.0043)
$\sigma_{J,t}^2$	***0.0006 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	***-0.0489 (0.0065)	***-0.0005 (0.0002)	0 (0.0000)	-0.0024 (0.0058)	0 (0.0001)	***0.9356 (0.0062)	***0.0192 (0.0040)	***0.0001 (0.0000)
$\sigma_{K,C,t}$	***-0.0011 (0.0002)	***-0.0012 (0.0004)	***0.0420 (0.0072)	***-0.0242 (0.0032)	-0.0001 (0.0001)	***0.0497 (0.0100)	-0.0017 (0.0028)	-0.0095 (0.0123)	***0.9433 (0.0039)	***0.0097 (0.0020)
$\sigma_{K,t}^2$	***0.0019 (0.0007)	***0.0045 (0.0008)	-0.0009 (0.0012)	***0.0851 (0.0151)	***0.0026 (0.0011)	-0.001 (0.0011)	***0.1001 (0.0198)	-0.0001 (0.0003)	-0.0191 (0.0249)	***0.9509 (0.0060)

## V. Conclusion

Our research investigates the effect of gold, Japanese yen, and Chinese yuan on the Asian currency markets. Our focus is on comparing the impact of Japanese yen and Chinese yuan on the major Asian currencies in terms of the price discovery and volatility transmission.

We could not include US dollar in this study due to the ‘n-th currency problem’ (=because it is used as a kind of numeraire), but include US dollar price of gold instead. The study results show that the information shares of Chinese yuan is still very low on the Asian currencies. However, yuan’s information share is increasing whereas yen’s share is decreasing as of the global financial crisis. On the other hands, it is found that Chinese yuan has bigger role in volatility transmission to Asian currencies than Japanese yen especially after global financial crisis.

Overall, this research found that both JPY and CNY have very limited power to discover the price and to transmit the volatility because US dollar still has the dominant impact on currencies in the world including East Asia region. However, we expect to see the increase of the Chinese yuan’s influence on Asian currencies and this study may be the first research to look into that possibility.

## Reference

- Amihud, Y. and H. Mendelson, 1991, Volatility, efficiency, and trading: Evidence from Japanese market, *Journal of Finance* 46, 1765-1789.
- Baele, Lieven, 2005, Volatility Spillover Effects in European Equity Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40, 373-401.
- Bahng, Seung Wook, 2004, Response Asymmetries in Return and Volatility: Evidence from Japan and South Korea, *Korean Journal of Financial Studies* 33, 245-274. (Korean journal)
- Bauwens, L., S. Laurent, and J. V. K. Rombouts, 2006, Multivariate GARCH models: A survey, *Journal of Applied Econometrics* 21, 79-109.
- Bollerslev, T., 1990, Modelling the coherence in short-run nominal exchange rates: A multivariate generalized ARCH model, *Review of Economics and Statistics* 72, 498-505.
- Bollerslev, T., R. F. Engle, and D. B. Nelson, 1994, ARCH models, in R. F. Engle and D. L. McFadden (ed.), *Handbook of Econometrics*, Vol. IV, New York: Elsevier.
- Bollerslev, T., R.F. Engle, and J.M. Wooldridge, 1988, A capital asset pricing model with time-varying covariances, *Journal of Political Economy* 96, 116-131.
- Bubák, Vít, Evžen Kočenda, Filip Žikeš, Volatility transmission in emerging European foreign exchange markets, *Journal of Banking and Finance* 35, 2829-2841.
- Diebold, F.X. and K. Yilmaz, 2009, Measuring financial asset return and volatility spillovers, with application to global equity markets, *Economic Journal* 119, 158-171.
- Engle, R.F. and C.J. Granger, 1987, Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing, *Econometrica* 55, 251-276.
- Engle, R.F. and K.F. Kroner, 1995, Multivariate simultaneous generalized ARCH, *Econometric Theory*, 11, 122-150.
- Engle, R.F., 2002, Dynamic conditional correlation: A simple class of multivariate generalized autoregressive conditional heteroskedasticity models, *Journal of Business and Economic Statistics* 20, 339-350.
- Engle, R.F., 2009, *Anticipating Correlations: A New Paradigm for Risk Management*, Princeton University Press.
- Fleming, J. Marcus, 1962, Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates, IMF Staff Papers 9: 369-379, Reprinted in Cooper, Richard N., ed., 1969, *International Finance*, New York: Penguin Books.
- Habrouck, Joel, 1995, One Security, many market: Determining the contribution to price discovery, *Journal of Finance* 50, 1175-1199.
- Hamao Y., R. W. Masulis and V. Ng, 1990, Correlation in Price Changes and Volatility across International

- Stock Markets, *Review of Financial Studies* 3, 281-207.
- Hamilton, James, 1994, *Time Series Analysis*, Princeton University Press.
- Heston, S., 1993, A closed-form solution for options with stochastic volatility with applications to bonds and currency options, *Review of Financial Studies* 6, 327-343.
- Hull, John C., 2010, *Risk Management and Financial Institutions*, 2<sup>nd</sup> ed., Pearson.
- Johansen, S. and K. Juselius, 1990, Maximum likelihood estimation and inference on cointegration with application to the demand for money, *Oxford Bulletin of Economic and Statistics* 52, 168-209.
- Johansen, S., 1995, *Likelihood-Based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models*, Oxford University Press, Oxford.
- Karolyi, A., 1995, A multivariate GARCH model of international transmissions of stock returns and volatility, *Journal of Business and Economic Statistics* 13, 11-25.
- Kearney, Colm, and Andrew J. Patton, 2000, Multivariate GARCH Modelling of Exchange Rate Volatility Transmission in the European Monetary System, *Financial Review* 41, 29-48.
- King, M.A. and S. Wadhvani, 1990, Transmission of volatility between stock markets, *Review of Financial Studies* 3, 5-33.
- Koutmos, G., 1996, Modelling the dynamic interdependence of major European stock markets, *Journal of Business Finance and Accounting* 23, 975-989.
- Koutmos, G. and G.G. Booth, 1995, Asymmetric volatility transmission in international stock markets, *Journal of International Money and Finance* 14, 747-762.
- Lee, Hahn S. and Woo-Hyung Hong, 2009, International Transmission of Swap Market Movements: The U.S., Korea, and China, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 38, 723-744.
- Noureldin, Diaa, Neil Shephard, and Kevin Sheppard, "Multivariate Rotated ARCH Models", Working Paper, SSRN(2012).
- McAleer, Michael and Marcelo C. Medeiros, 2008, REALIZED VOLATILITY: A REVIEW, *Econometric Reviews* 27, 10-45.
- Mundell, Robert A, 1963, Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, *Canadian Journal of Economic and Political Science* 29, 475-485, doi:10.2307/139336, Reprinted in Mundell, Robert A. (ed.), 1968, *International Economics*, New York: Macmillan.
- Park, Jinwoo, 2009, The Impact of Global Trading of Stocks on Return Volatility: Evidence from the Korean Stock Market, *Asian Review of Financial Research* 22, 45-62.
- Platanioti, K., E.J. McCoy, and D.A. Stephens, 2005, A Review of Stochastic Volatility: univariate and multivariate models, Working Paper.
- Rigobon, R. and B. Sack, 2003, Spillovers Across U.S. Financial Markets, Working Paper, NBER.
- Stein, E.M. and J.C. Stein, 1991, Stock price distributions with stochastic volatility: an analytic approach,

*Review of Financial Studies* 4, 727-752.

Sumner, S., R. Johnson, and L. Soenen, 2010, Spillover effects between gold, stocks, and bonds, *Journal of Centrum Cathedra* 3, 106-120.

Tanizaki, Hisashi and Shigeyuki Hamori, 2009, Volatility transmission between Japan, UK and USA in daily stock returns, *Empirical Economics* 36, 27-54.

Tsay, Ruey S., 2010, *Analysis of Financial Time Series*, 3<sup>rd</sup> ed., Wiley.

## 논문발표 Session 5

### Session 5: German Automotive Company Case (Phu Quoc 1)

사회자: 한충민 (한양대)

- 1. The Competitive Advantages of German Automotive Firms:  
    Focused on Volkswagen ..... 323
  - 발표자: 정진섭(충북대)
  - 토론자: 박병일(한국외국어대)
  
- 2. Competitiveness of German Automotive Industry: Cooperative Relationship between  
    OEMs and Suppliers ..... 349
  - 발표자: 이성봉(서울여대), 이재혁(고려대)
  - 토론자: 김태형(대구카톨릭대)
  
- 3. Training and Development Program of Volkswagen's Corporate University  
    (AutoUni) ..... 361
  - 발표자: 권종욱(강원대), 전병준(중앙대)
  - 토론자: 박동수(영남대)



## 독일자동차 기업의 경쟁우위: 폭스바겐을 중심으로

정진섭(충북대학교)

jsjung@cbnu.ac.kr

### 1. 서론

자동차가 현대 사회의 필수품으로 인식되고 기술의 발전과 산업간 융합이 가속화되면서, 소비자들의 욕구충족을 위한 자동차기업들 사이의 노력과 경쟁은 더욱 심화되고 있다. 특히 자동차산업은 전후방 산업연관효과와 고용창출효과가 큰 산업으로서 국민 경제에 이바지하는 바가 크기 때문에, 국가 경제 정책의 전략 측면에서도 중요한 비중을 차지하고 있다. 나아가 최근에는 환경과 에너지를 고려한 신기술이 탄생, 신흥시장의 경제발전, 급격한 국제화 등으로 자동차산업 패러다임의 변화가 나타나면서, 전 세계 자동차업계의 판도 변화도 예상된다.(강동완·신주연·문영룡, 2013; 이준호·양진수·강동완·박재범, 2013; 강산들, 2012; 강영지, 2012; 김현정, 2012; 김경찬·탁승문·허광숙·이윤희·이종민·최부식, 2010; 정종식·김현지, 2009)

자동차 산업은 대공장체제(포드주의 생산체제)가 나타난 1920년, 이미 세계시장을 공략하기 위한 국제화가 시작되었으며(백창재·송주명·정하용·권형기·명재석·이소정, 2012; Freyssenet., Shumizu and Volpato, 2003), 최근에는 메이저 기업이나 중소기업 상관없이 수출, 해외직접투자 등 주요 사업의 국제화에 보다 적극적인 태도를 보이고 있다. 무엇보다도 세계 경기의 전반적인 침체로 새로운 혁신과 시장의 탐색이 중요해지고 있고, 따라서 신흥시장으로의 진출은 자동차 기업에게 중요한 기업전략으로 대두되고 있다. 즉, 이제는 자동차 산업의 주요 격전지가 선진국 시장 보다는 점차 신흥시장으로 변화되고 있다.

이러한 변화 속에서 최근 독일 자동차 기업들이 두각을 나타내고 있다. 2000년대 초반까지 GM(General Motors Corporation)의 독주 체제였던 세계 자동차업계의 경쟁구도는 도요타(Toyota Motor Corporation)의 지속적인 성장과 전 세계적인 금융위기를 겪으면서 약진한 폭스바겐(Volkswagen AG)<sup>1)</sup>의 등장으로 새로운 3강 체제가 구축되었다. 특히, 폭스바겐은 신흥시장의 현지 선호를 반영한 차량개발, 기존 상식과 다른 신개념의 자동차 출시, 노사정 대타협, 플랫폼혁신 등 다양한 전략을 통해 사상 최대의 매출 실적을 기록하고 있다(이지웅, 2012).

최근 급부상하고 있는 독일 자동차의 대표주자인 폭스바겐의 특징은 다음과 같이 요약될 수 있다. 첫째는 가치사슬의 재 조직화를 통한 생산의 지구화이다. 브라질, 멕시코, 중국 등 발전하고 있는 신흥

1) 본 논문에서 폭스바겐은 폭스바겐그룹(Volkswagen AG)을 지칭하며, 자동차 브랜드 폭스바겐은 폭스바겐(VW)로 표기하였다.

시장 진출을 통한 글로벌 생산네트워크의 구축은 폭스바겐 성장의 큰 축을 차지하고 있다(토마스 하이퍼트, 2012; 정명기, 2011). 둘째는 플랫폼 통합 및 모듈화를 통한 생산성과 효율성의 향상이다. 폭스바겐은 12개의 다양한 브랜드(VW, Seat, Skoda, Audi, Bugatti, Lamborghini, Porsche 등)를 보유하고 있어 신제품 개발에서도 막대한 중복비용이 발생하고 있다. 이에 부응하고자 플랫폼 통합전략을 통해, 효율성을 극대화하고 있으며(Janivskaia, 2008), 부품개발 및 조달 비용을 낮추고 조립공정의 생산성을 높이기 위해서도 부품의 모듈화를 적극 추진하고 있다(Jürgens, 2004, 정명기, 2010). 셋째는 노사평의회를 통한 근로자의 경영참여이다. 이와 더불어 변형노동시간, 근로시간제좌 등 유연한 노동환경 조성을 통해, 노동생산성을 제고시키고 있다(Baum-Ceisig and Osterloh, 2011; Kuhlmann, 2006; 만프레드 반웨펠, 2012; 토마스 하이퍼트, 2012; 정명기, 2010, 2011; 정승국, 2011; 김용원, 2001;).

이러한 상황에서 다수의 전문가들이 현재 선두주자인 독일자동차회사의 전략을 연구·분석하고 벤치마킹하려는 움직임이 나타나고 있으며(이지웅, 2012; 김민수, 2012; 정명기, 2011; 김진숙, 2011; 정승국, 2011; 김용원, 2001; 강수돌, 1995, 2001) 한국의 자동차기업들도 이러한 현실적인 이슈에 귀를 기울이고 있다.

한편, 경영전략분야에서 성공적 기업성과의 핵심요인을 찾기 위한 노력은 지속적으로 연구되고 있으며(Porter, 1979; Wernerfelt, 1984, 1995; Barney, 1986, 1991; Ray., Barney and Muhanna, 2004), 이러한 맥락에서 국제화 분야에 있어서도 글로벌 성장의 핵심요소를 찾고자 하는 움직임이 나타나고 있다(Rugman, 1981; Goshal, 1987; Dunning, 1981, 1993; Reuver and Fisher, 1997; Doz., Santos and Williamson, 2001; 문휘창, 2007). 본 연구에서는 이러한 이론과 현실을 기반으로 한국 자동차 기업의 현주소를 찾고, 점차 그 세부적 경쟁우위를 발굴하여, 성공적인 자동차기업이 되기 위한 기초토대를 제시하고자 한다.

본 연구의 진행은 다음과 같다. 먼저 기존 문헌을 통해 독일자동차산업에 대한 기본적 고찰을 수행하고자 한다. 여기서는 독일자동차산업의 역사적 특징과 발달과정을 살펴보고, 특히 폭스바겐의 경쟁력에 중점을 두고 심도 있게 조사하고자 한다. 이어 실증연구 부문에서는 다이아몬드 모델을 기반으로 한 문헌연구를 중심으로 주요 요소들을 탐색하고자 한다. 이후, 전문가들을 중심으로 계층적 분석 처리(AHP 기법)를 통해 폭스바겐 경쟁력의 세부 요소를 대상으로 상대적인 중요도를 산출할 것이다. 또한, 이러한 분석에 있어서 다양한 세부 요소들이 폭스바겐의 경쟁력에 있어서 어떠한 특징 및 영향을 주고 있는지도 고찰할 것이다. 끝으로 분석 결과를 토대로 (한국 자동차 산업의 경쟁력을 향상시키고, 향후 현대자동차가 나아가야 할) 중요한 전략적 방향을 제시할 것이다.

## 2. 본론

### 2.1 독일 자동차산업의 특징과 발달과정

내연기관 자동차의 발명으로 자동차 산업의 시작을 연 독일은 약 130년 동안 세계의 자동차산업의 중요한 선도 그룹 중 하나였다.<sup>2)</sup> 특히, 독일의 대표적인 자동차 생산업체인 폭스바겐은 유럽국가간의 높은 관세와 자동차세, 국가마다 상이한 도로 조건, 다양한 소비자 기호에 적합한 다양한 모델을 생산함으로써(Womack and Jones, 1984), 이를 원동력으로 1960년대부터 세계시장을 공략하기 위한 전략을 전개하였다(정명기, 2011; 정하용, 2010).

적극적인 해외진출과 미국시장에서의 성공으로 지속적인 성장을 하던 독일 자동차산업은 1990년대 초반, 유럽 자동차시장의 불황과 독일 통일이 계기가 된 경제위기, 그리고 가격경쟁의 압박이라는 위기 상황에 직면하게 되었다(백창재 외, 2012; 정승국, 2011). 이에 독일 자동차기업들은 다음과 같은 구조 조정과 전략의 변화를 통해 이를 극복하고자 했다.

첫째, ‘린 생산방식(lean production system)’의 도입을 통한 재조직화이다. 90년대 초반의 경제위기는 다변화된 품질생산 전략에 몇 가지 구조적 문제가 돌출되었는데 특히, 독일 자동차의 품질 문제가 심각하게 제기되었고, 가격 문제 또한 새로운 해결책이 절실히 요구되었다(정승국, 2011). 이러한 상황에서, ‘린 생산방식’을 사용한 일본 자동차산업의 엄청난 성공은 독일 자동차산업에 린 생산방식의 도입을 통한 재 조직화를 촉진시켰다(토마스 하이퍼트, 2012). 이러한 상황아래에서 일본으로부터 적기(just-in-time) 생산방식이 도입되었으며, 팀 작업도 부분적으로 도입되었다. 또한, 작업자들이 생산 공정에 영향을 미칠 수 있는 카이젠(kaizen)도 일부 실행되었다(정승국, 2011). 주의할 점은 독일 자동차산업의 린 생산방식 도입은 완전한 그대로의 방식이 이전된 것이 아니라 그 원리 중 일부만 이전하는 선택적 방식이었고(Jürgens, 1998), 린 생산방식의 요소들을 각기 다른 조직모델과 혼합되어 사용되기도 하였다(토마스 하이퍼트, 2012; Eckart et al., 1998). 이러한 대대적 구조조정을 통해 경영위기를 극복한 독일 자동차업체들은 21세기에 접어들면서 통합적 생산방식을 통해 더욱 국제경쟁력을 향상시켰다(정승국, 2011).<sup>3)</sup>

둘째, ‘생산의 세계화’를 통한 가치사슬의 재조직화이다. 1990년대 초반 해도 유럽시장의 상황은 프랑스, 이탈리아, 스페인 등이 성장을 견인하고 독일과 영국은 주춤하던 시기였다. 그러나 위기상황을 맞이한 독일 자동차업체들은 내수 시장의 부진을 수출 시장 개척으로 만회하였다. 특히, 폭스바겐은 급

2) 2012년 상반기 BMW가 글로벌 자동차업체 중 영업이익률 1위(11.6%)를 기록하고, 폭스바겐은 영업이익 1위, 글로벌 판매 2위를 기록하는 등 최근 독일 자동차업체는 견고한 성장세를 유지하고 있다(신은주, 2012). 업계 리더는 미국 GM에 이어 도요타가 선두로 부상하였으나, 최근 폭스바겐이 급성장하여 세계 자동차산업은 3강 체제를 유지하고 있다고 판단된다.

3) 통합적 생산방식을 도입한 목적은 이전에 마치 섬처럼 개별적으로, 그리고 조정되지 않은 채로 기능되던 도요타 생산 방식의 요소들을 통합시켜 전체 시스템을 최적화하고, 모든 생산 공정에서 낭비를 제거하여 생산비용을 절감하는 한편 품질 수준을 높이기 위한 수단이었다. 이전에는 도요타 생산방식을 구성하는 개별 요소들을 도입하는 데 주력했다면(강수돌, 1994), 이제는 이들 요소들의 일관성과 체계성, 보완성이 강조되고 있다(정승국, 2011).

격히 성장하는 중국 시장에 발 빠르게 대처하였는데, 그 결과 중국 시장 내 점유율을 11%수준으로 유지하였으며, 판매도 2009년 114만대에서 2011년 178만대로 증가하였다. 이와 함께 최근에는 미국 시장에서도 큰 폭의 판매 증가를 기록하는 등 해외 공략에 박차를 가하고 있다(신은주, 2012).

셋째, ‘노동시장의 유연성 제고’를 통한 기업 경쟁력 강화이다. 1990년대 초반 위기를 겪으면서 대규모 구조조정 대신 (고임금 저생산성의 고비용 구조를 개선하기 위해) 노사는 소득보전 없는 근로시간 단축에 합의하였고 이는 수요변동에 따른 유연한 생산체계를 구축하는 계기로 작용하였다(강동완·신주연·문영룡, 2013). 한편, 이 시기에 조직된 부품업체 연합(ArGeZ: Arbeitsgemeinschaft Zulieferindustrie)<sup>4)</sup>은 완성업체와 힘의 균형을 이루면서 기업 간 공정거래에 대한 가이드라인을 수립해 나갔으며, 세계화 과정에서 직면하는 여러 이슈들에 대해 기업과의 협의를 통한 공동 해결이 모색되기도 했다. 정부 역시 경기 침체를 타개하기 위해 과감한 개혁을 시도하였는데, 정책의 초점은 사회보장비용에 대한 국가 부담의 축소, 노동 유연성 확보, 기업 부담 경감을 통한 경제 활력의 제고였다. 이러한 고용 안정 정책의 추세 하에서 폭스바겐, BMW, 오펔(Opel) 등도 노사 합의를 통해 구조조정 대신 일시 해고, 근로시간 단축 등으로 경기침체에 대응하였고, 이를 통해 숙련공 등 우수 인력의 외부 유출을 막고, 경기 회복 시 수요 급증에 신속하게 대응할 수 있었다(신은주, 2012). 이와 같이 독일 자동차 산업은 갈등과 조정의 정치에 힘입어 주요 행위자 간의 안정적 협력관계를 구축할 수 있었으며, 이것이 생산의 세계화 과정에서 상호 협력적 세계화를 구축하는 토대가 되었다(백창제 외, 2012).

## 2.2 폭스바겐

폭스바겐은 전 세계에 자회사를 두고 있는 독일 최대의 자동차 기업으로써, 1930년대 독일의 정권을 잡은 히틀러에 의해 설립되었다. 1930년대 당시 독일은 미국의 포드가 모델 T로 자동차를 대중화한 것과 달리 자동차가 부자들의 전유물로 여겨졌으며, 이에 히틀러는 인민들이 탈수 있는 보급용 차량을 선보이고자 했다.

이에, 국가가 지원하는 국민차(Volkswagen) 프로그램을 선언하고 공장을 설립하여 대중을 위한 저렴한 차를 개발하기 시작했다. 그러나 2차 세계대전 중 폭파된 공장은 미국인들을 거쳐 영국인들의 손으로 넘어갔지만, 아무도 폭스바겐에 관심 갖지 않았다. 그러던 중 독일의 자동차 회사 오펔(Opel)에서 임원으로 근무한 하인리히 노르트호프(Heinrich Nordhoff)가 서독 경제 재건사업의 일환으로 1948년 폭스바겐 공장 운영을 맡았고 1949년 폭스바겐이 미국에 처음 진출한 뒤, 폭스바겐 모델을 ‘승리의 차량(Victory Wagon)’이라는 슬로건으로 판매했다. 폭스바겐 비틀 모델이 미국에서 큰 성공을 거두었는데, 1955년 한 해에만 100만 대가 판매되었다. 또한, 1960년대에는 아우디의 전신인 아우토유니온을 성공적으로 인수했다. 1990년대에는 체코의 자동차회사인 슈코다(Škoda)를 인수하여 유럽 최대의 메이커가 되

4) 1990년대 초 독일의 경제위기를 폭스바겐을 비롯한 원청기업들은 부품업체들에게 비용절감의 부담을 부당하게 전가했으며, 이에 원청업체의 ‘부당한 행위’에 대해 부품업체들은 집단으로 저항하였고, 이 과정에서 독일은 산업별로 8개의 직능단체들이 단결하여 부품업체 연합(ArGeZ: Arbeitsgemeinschaft Zulieferindustrie)을 조직했다(백창제 외, 2012).

있으며 뉴비틀, 파사트, 벤틀리, 부가티, 롤스로이스, 람보르기니, 세아트(SEAT) 등 새로운 모델을 출시했다. 폭스바겐은 유럽, 아시아 및 아프리카 등에 총 60여 개의 생산 공장을 보유하고 있으며, 153개국에 수출하고 있다. 2012년 폭스바겐은 판매대수 907만대, 전 세계 자동차 판매량 3위를 기록하면서,<sup>5)</sup> 최근 GM, 도요타와 1위 경쟁을 벌이고 있다.

본 논문에서는 Porter(1990)의 다이아몬드 모델을 활용하여 폭스바겐의 경쟁력을 고찰하고자 한다. 보다 구체적으로는 요소조건, 수요조건, 관련 및 지원 분야, 경영여건(또는 기업의 전략·구조·경쟁)의 네 가지 내생 부문에 외생 부문인 정부를 포함하여 총 5 가지 부문으로 고찰하였다. 이중 요소측면은 생산과 관련된 요소로서 기초 자원, 미숙련노동자 등 기초생산요소와 기술력 등 고급생산요소로 구분할 수 있으며, 수요측면은 상품과 서비스에 대한 국내 시장 수요의 특성을 나타내는 것으로 시장의 크기와 세련도로 구분할 수 있다. 관련 및 지원분야는 국제적으로 경쟁력 있는 관련 산업의 클러스터와 산업 간 시너지 효과가 중요하고, 경영여건<sup>6)</sup>은 노사관계, 관련 제도, 기업간 경쟁관계 등이 포함된다. 끝으로 정부 부문에서는 경쟁력 제고의 촉진을 위한 정부의 역할을 뜻한다. 다음에서는 이러한 다이아몬드 모델의 다섯 부문으로 보다 세밀하게 폭스바겐의 경쟁력을 고찰하고, 이를 토대로 실증분석을 수행하고자 한다.

## 2.1 요소조건 : 최고경영자의 리더십, 최고경영자의 기술적 이해도, 인적자원관리(HRM, 교육 및 훈련 등을 포함), 회사의 전반적 기술수준

폭스바겐은 2006년 마틴 빈터콘(Martin Winterkorn)<sup>7)</sup> CEO체제로 전환 이후, 2018년까지 자동차 생산을 1000만대 이상으로 확대해 세계 제일의 자동차그룹으로 발돋움한다는 ‘Strategy 2018’를 발표하며, 세계 1위 도약을 목표로 삼고 파격적 구조조정 및 전략을 통해 성장세를 이어가고 있다. 이러한 강력한 리더십의 성장의지는 그룹의 성장으로 연결되었는데, 2012년 아우디(Audi)를 포함한 그룹 전체의 총 매출은 1,926억 7,600만 유로(전년 대비 20.9% 증가), 영업 이익은 115억 1,000만 유로(전년 대비 2.1% 증가), 세계 시장에서 신차(승용차 및 경상용차; passenger cars and light commercial vehicle) 판매량은 907만 4,000대(전년 대비 11.2% 증가)로 역대 최고를 기록했다.<sup>8)</sup>

한편, 독일 자동차산업은 1990년대 이후 기술혁신의 토대 위에서 성공적이고 미래지향적인 전략을 수행해왔는데, 독일 자동차산업에서 나타나는 기술 경쟁력 확보는 독일 교육제도에 근거를 두고 있다. 이는 레어링(견습생) - 게젤레(전문가) - 마이스터(장인)로 이어지는 인력양성단계에서 이론과 실무를 병행하는 교육을 통해 최고의 기술 인력을 배출하는 독일의 독특한 교육시스템에 기인한다. 이러한 교

5) 폭스바겐의 2012년 판매량은 중국에서의 생산량을 포함하지 않을 경우는 3위, 포함할 경우에는 2위이다(폭스바겐그룹 홈페이지 참조).

6) 다이아몬드모델에서 경영여건은 기업이 생성되고, 운영되는 전반적인 시스템, 구조 및 전략을 나타내며, 기업의 전략, 구조 및 기업 간 경쟁관계 등이 중요한 구성요소이다.

7) 마틴 빈터콘 CEO는 지난 1981년 아우디 품질 부문에 엔지니어로 입사해 2000년 폭스바겐 그룹(VW AG) 기술개발 부문 이사회 멤버로 활동하며 폭스바겐의 히트작인 뉴비틀을 만드는데 큰 역할을 했으며, 2002년 아우디 그룹 대표이사를 거쳐, 2006년 폭스바겐 대표이사 자리에 올랐다.

8) 폭스바겐그룹 홈페이지(<http://www.volkswagenag.com>)

육제도는 자동차 산업의 전문인력 육성의 토대가 되었으며, 특히 독일 자동차기업들은 ‘마이스터 제도’를 통해 지속적으로 숙련된 기술 인력을 공급받고 있다(신은주, 2012). 예를 들어 폭스바겐의 경우, 자동차대학(Autouni)<sup>9)</sup>을 만들어 ‘마이스터 제도’라는 독일 교육 시스템에 부합된 체제를 사내에 갖추고 있다. 이는 각 연령대와 기술 숙련도에 따른 도공제와 다양한 교육 프로그램을 실행하는 것이다. 특히, 기술이 시연되는 공장과 교육 기관, 그리고 여러 유관 기관 및 파트너 대학들과 연계하면서, 폭스바겐 그룹에 필요한 인재를 자동차 생산의 전 과정에 걸쳐 육성하고 있다.

또한, 폭스바겐은 전통적 엔지니어링분야(예, 엔진, 트랜스미션, 소재 등)에서 높은 기술역량 축적과 함께 혁신 추진 및 성과도 뛰어난데, 이는 과다 인력과 경직적 조직구조에도 불구하고, 전통 엔지니어링 분야에서 혁신으로 향후 10년 내 세계시장 17%까지 점유하며 세계시장 선도할 것으로 전망되고 있다.

## 2.2 시장조건 : 신흥시장 진출, 브랜드별 목표시장의 차별화, 가치사슬 재조직화를 통한 생산의 지구화, 전 세계 시장점유율의 확대

폭스바겐은 제2차 세계대전 이후, 전형적인 포드주의적 기업으로 빠르게 성장하면서 기업의 국제화 전략을 통해 브라질(1953), 남아프리카(1956), 멕시코(1964) 등에 생산 공장을 건설하면서 다국적 구조를 형성하였다. 이때 폭스바겐의 국제화 전략은 두 가지 목표로 추진되었다. 첫째는 현지생산 없이 폭스바겐이 진출하기 힘든 경쟁시장으로의 순조로운 진입이며, 둘째는 해외현지생산을 통한 비용구조의 개선이다. 신흥시장의 진출로 인하여 폭스바겐은 대량생산을 통한 규모의 경제를 실현할 수 있었으며 유럽의 최대 생산업체, 나아가 세계 4대 완성차업체로 성장할 수 있었다. 그러나 생산량의 확대가 폭스바겐이 봉착한 구조적 위기 문제를 해결하지는 못하였으며, 1990년대 초반 심각한 기업전체의 위기에 직면하였다. 위기의 심각성은 전략을 근본적으로 다시 점검하도록 만들었으며, 조직 관리와 생산 전략은 본질적 의미에서 새롭게 구축되었다. 기업의 국제화는 기업의 지구화에 의해서 요구되는 새로운 질에 집중되었는데, 새로운 생산기지의 건설 외에 해외생산기지의 기술적이고 조직적인 현대화가 이루어졌다. 해외생산기지는 기술, 조직과 생산측면에서 국내생산기지과 동등하게 다루어졌으며, 이와 더불어 생산기지 간 내부경쟁은 새로운 단계로 발전하였고, 기업집단 내에서 생산입지 간 지속적인 벤치마킹이 이루어졌다. 이에 따라 폭스바겐의 새로운 제품은 예전과 같이 독일이나 서유럽 생산기지에서만 생산되지 않고, 선도사업장인 각 생산기지에서도 동시에 생산되고 있다(토마스 하이퍼트, 2012). 한편, 폭스바겐은 2003년 브랜드 간 상호 판매 잠식, 중국시장에서의 고전에 따른 경영위기를 경험하자 골프 등 차급별 히트 모델을 확보하고 지역별 전용 모델 투입, 브랜드 그룹별 목표시장을 차별화하였다. 예를 들어, 폭스바겐(VW)은 서유럽 시장을, 아우디(Audi)는 북미 시장을, 스코다(Skoda)는 신흥시장을 주력 목표시장으로 설정하고 브랜드 간 시장잠식효과를 최소화하였다(강동완·신주연·문영룡, 2013; 정명기, 2011). 이러한 글로벌 생산네트워크의 구축으로 폭스바겐의 해외생산대수는 약 700만대를 넘어 국내

9) 폭스바겐그룹 내 교육 그룹 중 가장 상위 계열에 속한 최상위 교육 기관으로, 기업 및 국가 자동차 인적 자원 개발의 산실로 평가 받고 있다.

생산대수인 약 200만대 보다 3배 이상 많으며, 결국 전체 자동차의 77%를 해외에서 생산하고 있다. 폭스바겐은 세계 자동차시장의 약 12.8%를 점유하고 있으며, 최근에는 러시아와 인도를 비롯하여, 미국, 중국, 그리고 멕시코에 추가공장을 신설하고 생산 확대를 통한 경쟁력 제고를 꾀하고 있다.

### 2.3 관련 및 지원분야 : 하청업체와의 밀접한 협력, 플랫폼통합 및 모듈화, 효율적 글로벌 공급사슬관리(GSCM; global supply chain management), 다품종 양산체제

현재기업들은 글로벌화 함에 따라 전 세계적인 공급자, 더 복잡한 물류체인, 정보체인 및 자금 체인, 환율의 변동, 관세, 무역정책, 정치위험 등 문제를 직면하게 되었다. 글로벌 전략의 관점에서 전 세계 범위 내에 공급을 하는 글로벌 소싱이라는 개념이 나타났으며, 이는 사전에 원자재, 프로세스, 설계, 기술과 세계적 공급자의 선정, 계획하고 운영지역의 선정을 모두 통합하여 조정하는 것을 포함한다. 글로벌 소싱은 제품의 설계와 개발 및 공급 간의 계획 활동을 수평적으로 통합하는 것을 요구하는 동시에 1차 공급업체와 2차 공급업체와 3차 공급업체까지 모두 재통합시켜야 된다고 강조한다. 이렇게 비용 최저화를 추구하기 위한 글로벌 기업들은 글로벌 소싱을 통해 비용을 낮추고 경쟁 우위를 유지하는 것이다. 정보기술의 활용, 파트너십, 경쟁우위의 측면에서 글로벌 공급사슬관리(GSCM)의 도입 필요성을 강조하고 있다. 선행연구를 살펴보면, Stenens(1989)의 연구에서 공급체인관리는 고객서비스, 낮은 재고율, 그리고 비용간의 모순적 목표 간의 균형을 달성하기 위해 공급업자에서 최종 소비자 간의 요구사항을 동시화 하는 것이며, 이를 위해 정보기술의 활용, 거래 주체간의 파트너십이 중요하다고 주장하였다. 김창봉(2005)는 GSCM 기업의 네트워킹전략의 특성을 전략적 제휴기업과 부품공유, 유통망공유, 서비스망공유 등의 중요성을 강조하고 있다. 또한, Cooper and Ellram(1990)의 연구에서는 많은 물류기업들이 외부기업들과 부품을 공유하고자 하는 전략적 목적 차원에서 활발한 전략적 제휴를 체결하고 있다고 주장하고 있다. 이러한 조달방식의 변화는 조달 결정의 집중화, 의사결정의 체계화와 조정, 원칙적으로 모든 조달업체에 대한 기회부여, 개발영역의 외주화 확대(전방위적 조달) 등 네 가지 핵심내용을 포함하며, 폭스바겐의 생산과정에서 효율적으로 전개되고 있다(토마스 하이퍼트, 2012).

한편, 독일 자동차 부품산업은 세계적인 경쟁의 도전에 대응하여 지속적으로 구조조정을 해왔으며, 이 과정에서 기업 간 협력 강화를 위한 새로운 전략이 채택되었다. 이와 같은 독일 자동차 부품기업의 협력과 기술혁신을 통한 경쟁력 강화는 독일자동차가 강한 경쟁력을 확보하는데 결정적인 역할을 했다. 즉, 독일의 부품업체들은 자신들의 높은 기술혁신력을 토대로 조립업체들과의 협력관계를 강화하였는데 독일의 부품업체와 조립업체들 사이의 긴밀한 교류는 특히 제품개발에 있어서 두드러지게 나타났다. 독일 승용차의 경쟁력을 지속적으로 강화시키는 원동력으로 작용하고 있다(김종천, 2002). 또한, 독일 자동차업체들은 막스프랑크 협회(기초과학), 프라운호퍼 협회(응용과학) 등 광범위하면서도 탄탄한 산학연 네트워크를 형성하며 정보교류와 기술 교육을 통하여 기초 소재에서 완성차 제조까지 아우르는 협력체계를 구축하고 있다.<sup>10)</sup> 이러한 산학연 네트워크 속에서 부품·소재 분야의 원천 기술이

10) 한 예로, 다임러벤츠와 포르쉐, 보쉬 본사가 있는 슈투트가르트에는 6개의 프라운호퍼 연구협회 소속 대학과 2개의

창출되고 있으며, 이는 보쉬(Bosch), 콘티넨탈(Continental) 등 독일 부품업체 경쟁력의 주요 원천이 되고 있다(신은주, 2012). 이에 많은 경우, 부품업체와의 협력이 연구개발까지 확대되고 있으며,<sup>11)</sup> 이 경우 아주 초기단계부터 통합적 협력이 이루어지고 있다. 독일기업의 경우, 완성차업체와 부품업체가 장기적인 협력 관계 속에서 이익을 공유하려는 경향이 강하게 나타나고 있다.

또한, 폭스바겐의 경우 차급간 플랫폼 및 부품 공유를 확대하여 가격 경쟁력이 높으면서도 개발 효율성을 향상시킨 아키텍처 기반의 플랫폼을 운영하고 있다. 이 전략은 폭스바겐이 세아트(Seat)를 인수할 때부터 시작되었는데 1993년 16개의 플랫폼 수를 10개로 줄여 현재 모듈화 플랫폼 전략의 토대를 마련하였다(정명기, 2011). 폭스바겐은 전 세계적으로 승용차부분에서만 폭스바겐(VW), 세아트(Seat), 스코다(Skoda), 아우디(Audi), 부가티(Bugatti), 포르쉐(Porsche), 람보르기니(Lamborghini) 등의 브랜드를 가지고 있어 신제품 개발에 막대한 중복비용이 발생되고 있으며, 이를 최소화하기 위해 40개 이상이나 되는 플랫폼을 16개로 축소하고 궁극적으로 4개의 플랫폼으로 통합하는 전략을 추진하고 있다(Janivskaia, 2008). 또한, 부품개발 및 조달 비용을 낮추고 조립공정의 생산성을 높이기 위한 부품의 모듈화를 추진하고 있다. 결국 폭스바겐은 플랫폼 통합 및 모듈화 전략을 통해 고객니즈에 빠르게 대응하면서 규모의 경제도 달성하고 있으며, 이러한 설계혁신은 일본 업체들의 신규 플랫폼 개발과 부품 공용화 계획에도 영향을 주면서 자동차산업 패러다임에 변화를 촉발하고 있다.<sup>12)</sup>

폭스바겐은 이러한 경쟁력을 기반으로 2015년까지 새롭게 36개의 모델을 출시하면서 고급차 브랜드 1위 달성을 목표로 하고 있다(강동완·신주연·문영룡, 2013).

#### 2.4 경영여건 : 근로자의 경영참여, 유연적인 근로시간제, M&A와 J.V 전략, 해외 생산입지간 내부경쟁조성

폭스바겐은 인수 합병(M&A)과 합작투자(J.V)를 통한 해외진출을 통해 경쟁력을 강화하고 있다. 1984년에는 서유럽 저임금 국가인 스페인의 자동차업체인 세아트(Seat)를 합병하여 저임금을 통한 가격 경쟁력 강화를 도모했으며, 1990년에는 구동독의 자동차업체인 트라반트(Trabant)와 켐니츠(Cheumnitz)의 엔진공장을 인수하고 1991에는 체코의 스코다(Skoda), 1998년에는 벤틀리(Bentley), 최근 포르쉐(Porsche)에 이르기까지 인수합병을 통한 브랜드 확장을 지속하고 있다(정명기, 2011). 또한, 폭스바겐은 중국과 50대 50으로 합작기업을 설립하고 브라질 공장시설을 중국에 옮겨 산타나 모델을 생산했는데, 1990년대 말 중국 현지 승용차 시장의 반 이상(54%)을 점유하며 합작투자를 통한 해외진출의 성공적 사례로 기록되었다(안세영, 2013). 이와 같이 폭스바겐은 중국과 동구지역을 위주로 진행한 합작투자와 인수합

막스플랑크 연구소가 소재하고 있으며, 슈투트가르트시의 자동차산업 종사 인원은 약 20만 명, 관련 중소기업은 수천 개에 달할 정도이다(신은주, 2012).

11) 타겟 코스팅까지 포함되며, 디자인 및 엔지니어링 이노베이션이 함께 이루어진다. 독일의 자동차 공급업체는 완성차업체의 압력 하에 있기는 하지만 아주 유연한 협력관계를 유지하고 있다. 그러나 공급업체는 비용 낮추고 생산성 제고하고 기술 혁신하는 책임이 있다.

12) 모듈 및 플랫폼 전략에 기초하여 동일 부품, 연관부품, 부품군에 대한 브랜드 및 지역 간 교차적 조달을 통하여 volume effect(떨어진 가격이 수요량을 늘리는 것) 창출

병(M&A) 전략을 통해 생산과 브랜드 라인 모두를 강화할 수 있었다.

한편, 폭스바겐은 노사관계에 있어서도 새로운 지평을 열어가면서, 대기업 원청회사의 협력적 갈등 해결 모델을 보여주는 전형적인 기업으로 평가받고 있다(Kädtler and Sperling, 2002). 독일의 공동결정을 통합 협력적 갈등 해결모델은 독일의 공동결정체제(mitbestimmung)의 법적·실질적 제도에 기초한다. 즉, 노동자 대표들이 감독이사회(supervisory board)에 자본 측 인사와 동수로 참석하고, 일상 경영의 결정에 실질적인 영향력을 행사하는 것이다. 또한 지역별 투자규모 확장 여부, 노동 분업의 구성, 생산능력 조율, 노동자 배치 등 생산의 세계화와 관련된 주요 과제들은 노동자 평의회(works councils)와 자본 측의 협의를 통해 결정된다(Sperling, 2004). 중앙과 지방의 노동자 평의회 간에도 협력적 연계를 형성하고, 해외이전에 따른 국내외 생산 경쟁으로 노동자의 권익이 손상되는 경우를 방지하고자 노력하고 있다(Kädtler and Sperling, 2002; 백창제, 2012). 이와 같이 혁신적 노동정책의 방안은 생산입지와 관련한 사회적 타협으로서, 경제성과 사회성의 조화로운 결합에 초점을 맞추고 있다(만프레드 반웨펠, 2012).

또한, 노동시간의 유연화로 대표되는 노동시간계좌 제도는 유연화의 핵심수단으로 발전하였고, 시간이 지남에 따라 정규노동시간과 균형조정시간의 변동을 고려하면서 확산되었다. 폭스바겐은 변형노동시간, 적립시간의 상하한선을 400시간으로 정하고 있으며 이러한 노동시간계좌의 적립 메커니즘은 2008년과 2009년 위기를 극복하는데 중요한 요인으로 작용하였다(토마스 하이퍼트, 2012). 독일의 기업과 노조의 관계는 공동체 중심의 협력적 관계 인식하고 있다. 전반적으로 폭스바겐 노동자들은 적극적으로 자신의 입장을 개진하고 있으며, 이것이 회사 전체의 전략적 의사결정에 어느 정도 반영되고 있다. 즉, 노동자들은 생산의 유연화를 위해 노동시간과 임금 등에서 양보를 하는 반면 자본가 측에게 안정적 고용 및 국내 투자의 지속적 유지·확대를 보장받고 있다.<sup>13)</sup>

## 2.5 정부 : 지방정부(니더작센 주정부)의 산업 및 노동정책, 중앙정부의 자동차산업 정책

2000년대 초, 독일 정부는 경제난 극복을 위해 고용 유연성 확보, 감세 등 기업의 경영환경 개선을 일관되게 추진하였으며, 최근에는 EV(electric vehicle) 등 친환경차 개발에도 적극 나서고 있다.<sup>14)</sup> 또한, 2008년 글로벌 금융위기 발생 시에는 조업단축(kurzarbeit)을 통하여 단축된 노동시간에 대한 임금 보전을 정부가 담당함으로써 노동자들의 경제구매력을 유지하는 정책을 통해 전반적 경제안정을 도모하였다. 그 결과 자동차 기업들은 임금 부담이 경감되었고 고용도 안정되었다. 예를 들어, 근로시간이 50% 단축될 경우 근로자에게 삭감된 임금의 60%를 제공하고, 단축된 일은 새로운 여러 사람이 나누어 처리하는 잡 세어링(job sharing)을 도입하여 대량실업을 막고 성장 및 고용의 안전성을 제고하는 것이다(박

13) 독일 중소기업은 가족기업형태로 임금수준은 높지 않지만 근로자들이 절대적 고용안정을 보장받는 상대적으로 낮은 임금수준 수용

14) 친환경차 보급 확대를 위해 연방교육연구부는 2007년 보쉬, 폭스바겐 등이 참여한 '리튬 이온 배터리 LIB 2015' 계획에 6,000만 유로를 투자하였으며, 2008년에는 '전기 이동성 국가 개발 계획'을 통해 2020년까지 10만 대의 EV 및 PHEV 보급을 목표로 산학연 자동차용 전지 연구 계획을 발표하였다. 또한, 전기차 보급을 위한 장기적 국가전략인 '국가 전기차 개발 계획'을 수립하고(2009), 정부 부처 간 관련 정책을 조율하는 '전기차 정부 공동위'를 설립(2010.03)하는 등 차세대 성장동력으로 육성하기위한 노력을 하고 있다(신은주, 2013).

상규·김상윤, 2012). 특히 폭스바겐의 잡 세어링 제도는 현재까지 여러 기업의 고용문제를 해결하고 장기적인 경쟁력을 확보하는 전략으로 널리 활용되고 있다.

한편, 독일의 2003년부터 시행된 하르츠 개혁<sup>15)</sup>은 고용의 유연성을 크게 높여 위기 상황 하에서 경제 안정에 일조한 것으로 평가되고 있으며(박영준 2009), 1970년도부터 이론과 실무를 병행 교육하여 최고의 기술 인력을 배출하는 ‘마이스터 제도’를 통해 자동차 산업의 기술 경쟁력 확보를 지원하고 있다. 특히 폭스바겐의 경우, 마이스터 제도를 독립된 사내 직제로 운영하여 경쟁력을 갖춘 기술 인력을 지속적으로 확보하고 있다. 또한 산학연 네트워크를 활용하여 정보 교류와 기술교육을 통해 자동차 관련 부품 소재 중소기업의 연구 활동을 지원하고 있다(신은주, 2012). 이러한, 독일 정부의 자동차산업 지원 정책은 기업의 고용 및 조세 관련 문제를 해결하고 고용 안정화를 추구하여, 장기적인 기업 경쟁력을 강화하는 동시에 전반적인 경제의 선순환 구조에 중요한 역할을 하고 있다(박상규·신은주 2012). 또한, 니더작센주(사민당)는 폭스바겐의 20% 지분 보유하고 있으며, 노조대변, 일자리 유지, 해고불가, 사업장 매각 불가 등의 영향력을 행사하고 있다. 니더작센 주정부는 정치적으로는 노동자를 자신의 편으로 만들기 노동자 편에서 도움을 주기도 하지만, 경제위기 등 기업이 위기 상황 시에는 기업의 경영환경 개선을 위해 노력하는 등 훌륭한 중간 조정역할을 수행하고 있다.

### 3. 실증분석

#### 3.1 AHP(Analytic Hierarchy Process) 분석

본 논문에서는 폭스바겐의 경쟁력을 Porter(1990)의 다이아몬드 모델을 활용하여 요소조건, 수요조건, 관련 및 지원 분야, 기업전략, 경영여건(또는 기업의 전략·구조·경쟁)의 네 부문과 정부를 포함하여 총 5가지 요소에 따라 고찰하였다. 먼저 문헌연구를 통해서 폭스바겐의 경쟁력과 관련된 모든 요인을 도출한 뒤 전문가회의를 통해서 핵심요인을 결정하였다. 문헌연구 및 회의를 통해 선정된 폭스바겐의 경쟁력 요인은 (표 1)과 같다.

15) 하르츠 개혁은 독일의 심각한 실업률을 감축하기 위해 제시한 4단계의 노동시장 개혁 방안으로 위원회의 수장 페터 하르츠의 이름을 딴 것인데, 이는 독일 정부의 아젠다 2010 개혁 시리즈(하르츠 1~4단계로 알려진 것)의 하나가 되었다. 하르츠 1~3단계의 개혁은 2003년 1월 1일에서 2004년 사이에 이루어졌고, 하르츠 4단계는 2005년 1월 1일 시작되었다.

〈표 1〉 선정된 폭스바겐의 핵심 경쟁력 요인

요소 조건	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 최고경영자의 리더십(Karl-Thomas Neumann et al., 2000)</li> <li>- 최고경영자의 기술역량</li> <li>- 인적자원관리(HRM, 교육, 훈련 프로그램 등 포함)</li> <li>- 회사의 전반적인 기술수준</li> </ul>
수요 조건	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 신흥시장 진출로 인한 글로벌 생산네트워크 구축(정명기, 2011; Janivskaia, 2008)</li> <li>- 브랜드 그룹별 목표시장 차별화(정명기, 2011)</li> <li>- 가치사슬 재조직화를 통한 생산의 지구화(토마스 하이퍼트, 2012: 118)</li> </ul>
관련 및 지원분야	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 납품하는 하청업체(시스템조달업체)간의 밀접한 협력을 통한 경쟁력 제고(신은주, 2012; 김진숙, 2011; 김종천, 2002; Lehndorff, 1997; Jürgens, 2003)</li> <li>- 플랫폼 통합 및 모듈화를 통한 생산성 제고(김종천, 2002; Janivskaia, 2008; Jürgens, 2004)</li> <li>- 경쟁력 있는 GSCM(Global Supply Chain Management) 구축: 조달결정의 집중화, 의사결정의 체계화와 조정, 원칙적으로 모든 조달업체에 대한 동등한 기회부여, 개발영역의 외주화 확대(전방위적 조달) 등(토마스 하이퍼트, 2012; Gehrke, 1996)</li> <li>- 멀티 브랜드, 다품종 양산체제 구축을 통한 경쟁력 확보</li> </ul>
경영 환경 (strategy, structure, rivalry)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 근로자의 경영참여를 통한 노동생산성 제고(정승국, 2011; 김용원, 2001; 만프레드 반웨펠, 2012; Baum-Ceisig and Osterloh, 2011; Kuhlmann, 2006)</li> <li>- 변형노동시간, 근로시간 계좌제 등을 통한 유연적 근로시간제도(정명기, 2010; 김용원, 2001; 토마스 하이퍼트, 2012)</li> <li>- 인수합병 및 합작 전략을 통한 신속한 해외 진출(브라질, 중국 등)</li> <li>- 생산입지간 내부경쟁을 통한 전체 경쟁력 강화(토마스 하이퍼트, 2012: 117)</li> </ul>
정부	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 니더작센 주정부의 산업 및 노동정책</li> <li>- 독일정부의 자동차산업 (지원)정책</li> </ul>

이를 토대로 설문을 작성하여 전문가(자동차기업에 근무하는 실무전문가와 자동차 연구에 조예가 깊은 교수 및 연구원) 및 일반 대학생들을 상대로 설문조사를 실시하였다. 분석방법은 이원화하여 전문가들을 중심으로 한 설문은 AHP 분석방법을 활용하였고,<sup>16)</sup> 다중회귀분석에서는 일반 대학생의 설문도 포함시켰다.

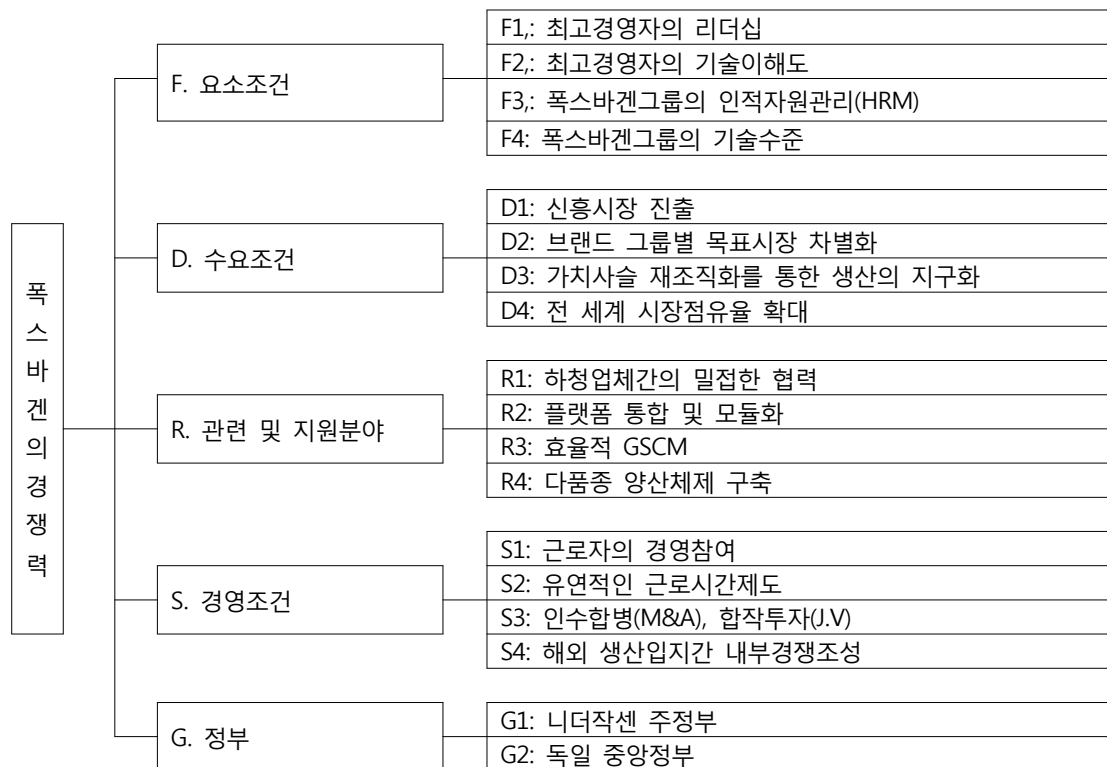
### 3.1.1 계층화 연구모형의 구축

AHP 분석을 위해서 전 단계에서 작성된 폭스바겐 경쟁력의 해당속성, 그리고 속성별 요인들을 구성 요소로 계층화 분석모형을 수립하였는데 연구모형은 총 3단계의 계층으로 구성되었다. 최상위 단계는 폭스바겐의 경쟁력이라는 궁극적 목표가 위치하고 2단계는 다이아몬드 모델의 각 요소인 요소조건(F), 수요조건(D), 관련 및 지원분야(R&S), 경영여건(SSR), 정부(G)의 5개 그룹으로 구성하였다. 그리고 최하위 3단계는 2단계 5개 속성의 각 하위에 속하는 요인들로 요소조건( $F_1, F_2, F_3, F_4$ ), 수요조건( $D_1, D_2, D_3, D_4$ ), 관련 및 지원분야( $R_1, R_2, R_3, R_4$ ), 경영여건( $S_1, S_2, S_3, S_4$ ), 정부( $G_1, G_2$ )로서 속성별로 총 18개의 요

16) AHP는 의사결정의 목표를 달성하는데 고려해야할 평가요인과 대안들이 여러 가지가 있고 의사결정자가 한명 혹은 여러 명이 있을 경우 목표를 달성하는데 영향을 미치는 요인을 브레인스토밍(brainstorming)으로 체계적으로 계층화한 후, 평가요인들 간에 쌍대비교를 통해서 상대적 가중치를 설정하고 일관성이 결여된 응답에 대해서는 피드백을 통해 보완하고, 이를 바탕으로 대안들을 평가하여 최적의 대안을 찾는 다기준 의사결정모델(multi-criteria decision marking model)이다(김종열·최민철, 2012).

인들로 구성되었다. 이를 바탕으로 본 연구의 폭스바겐 경쟁력을 AHP 연구모형으로 계층화하면 (그림 1)과 같다.

〈그림 1〉 폭스바겐 중요도 분석 계층화 연구모형



### 3.1.2. 분석결과

설문조사는 2013년 5월 20일 ~ 2013년 6월 3일까지 이루어졌으며 자동차산업 관련 교수 및 연구원 15명, 자동차기업 실무자 25명 총 40부의 설문지가 회수되었다. 본 연구의 특성이 전문성이 강한 분야의 질적인 평가의 측면이 강한 연구라는 성격을 고려하여 설문지 수량보다는 설문대상자의 전문성 및 적합도에 중점을 두었고, 논리적인 일관성(consistency ratio: 0.1이하)이 유지된 응답으로 분류된 36부를 결과분석에 사용하였다. 또한, 36부의 통합데이터에 대한 일관성 검증 결과 아래의 (표 2)와 같이 전체 모형 일관성비율은 0.00(Overall Inconsistency= 0.00)으로 매우 양호하게 확보되었으며, 2, 3단계의 개별 Matrix 일관성 또한, 매우 양호하게 나타났다.

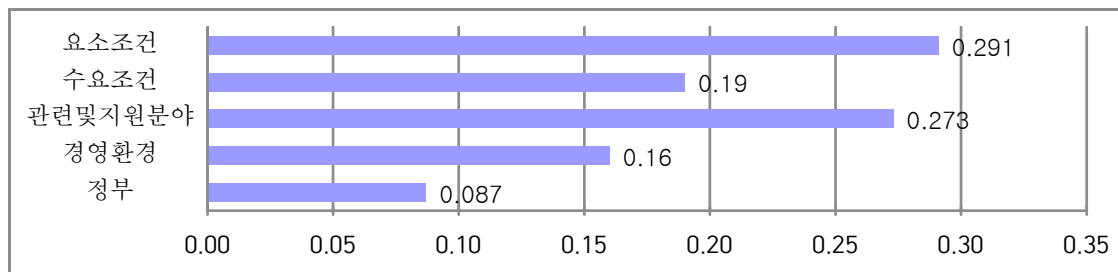
〈표 2〉 통합데이터 일관성 검증결과

전체모형	2단계	3단계			
Overall Incon.	M1	M2	M3	M4	M5
0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00

## 1) 대(大)항목(상위개념)의 평가요인들 간의 중요도

폭스바겐의 경쟁력에 대한 대항목간의 상대적 중요도는 요소조건(0.291), 관련 및 지원분야(0.273), 수요조건(0.190), 경영환경(0.160), 정부(0.087)의 비율로 평가하고 있다. 평가결과를 통해서 볼 때, 폭스바겐의 대항목간 중요요인으로서는 CEO의 리더십, CEO의 기술이해도, HRM, 기술수준 등의 ‘요소조건’과 하청업체의 밀접한 협력, 플랫폼 통합 및 모듈화, 효율적 GSCM, 다품종 양산체제 등의 ‘관련 및 지원분야’를 중요하게 생각하고 있으며 수요조건, 경영환경, 정부 측면은 상대적으로 중요도를 낮게 인식하고 있음을 알 수 있다. 이러한 대항목 평가요인들 간의 상대적 중요도는 (그림 2)와 같다.

〈그림 2〉 대항목 평가요인들 간의 상대적 가중치



## 2) 소(小)항목(세부평가요인)의 평가요인들 간의 상대적 중요도

폭스바겐의 경쟁력 계층구조에서 상위단계인 5개의 대항목의 중요도 평가결과를 반영하여 하위단계인 3단계에 구성된 요인들의 상대적인 중요도(G-weight)를 분석한 결과는 관련 및 지원분야의  $R_2$ (0.124: 플랫폼 통합 및 모듈화)요인이 1위, 요소조건의  $F_4$ (0.121: 기술수준)요인이 2위, 요소조건의  $F_1$ (0.089: CEO의 리더십)요인이 3위, 그리고 관련 및 지원분야의  $R_3$ (0.65: 효율적 GSCM)요인이 4위,  $D_1$ (0.060: 신흥시장 진출)요인이 5위로 나타났으며, 정부의  $G_1$ (0.052: 니더작센주정부)요인이 6위,  $D_3$ (0.051: 가치사슬 재 조직화를 통한 생산의 지구화)요인과 경영환경의  $S_3$ (0.051: M&A, J.V 등을 통한 해외진출)요인이 7위로 함께 나타났다.

따라서 중요도 0.050 이상의 상위 8개 요인을 살펴보면, 요소조건( $F$ ), 수요조건( $D$ ), 그리고 관련 및 지원분야( $R$ )가 각 2개, 경영환경( $S$ )과 정부( $G$ )가 각 1개씩 포함되어 고른 분포를 보이고 있다.

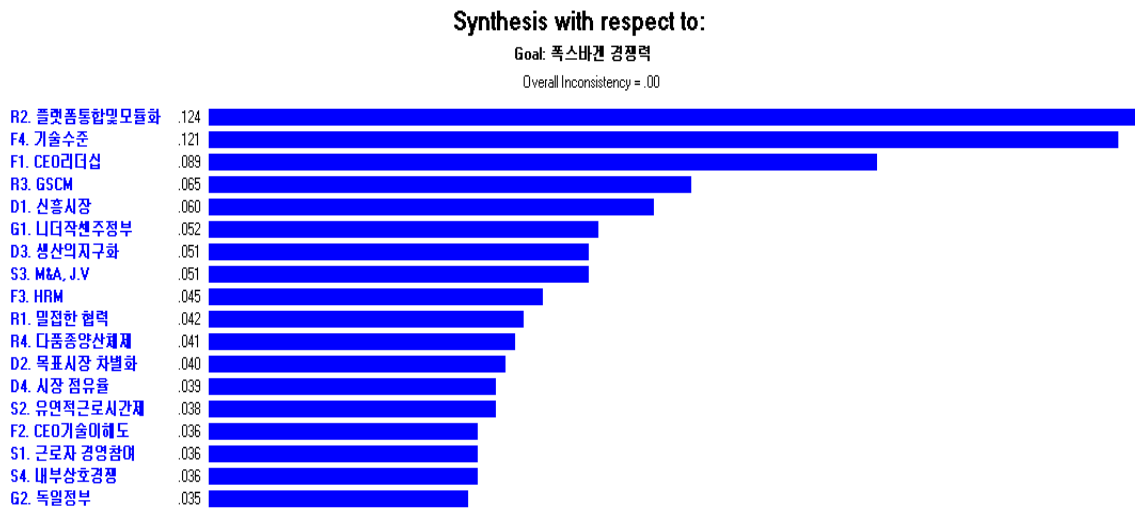
한편 독립적인 개별 대항목 속성 내에서의 해당 세부평가요인들만의 상대적인 중요도(L-weight)를 살펴보면,  $F_4$ (0.417),  $D_1$ (0.314),  $R_2$ (0.454),  $S_3$ (0.316),  $G_1$ (0.594)이 각 속성 내에서 가장 중요한 요인으로 확인되었다. 평가요인별 전체적인 중요도와 순위는 아래 (표 3)과 같고 G-weight에 의해 우선순위별로 나타내면 (그림 3)와 같다.

〈표 3〉 대항목 세부요인의 상대적 중요도 산출 결과

요인		L		G		요인		L		G	
		가중치	순위	가중치	순위			가중치	순위	가중치	순위
요소	F1	0.306	2	0.089	3	수요	D1	0.314	1	0.060	5

조건	F2	0.124	4	0.036	15	조건	D2	0.212	3	0.040	12
	F3	0.153	3	0.045	9		D3	0.271	2	0.051	7
	F4	0.417	1	0.121	2		D4	0.203	4	0.039	13
R&S	R1	0.155	3	0.042	10	SSR	S1	0.224	4	0.036	15
	R2	0.454	1	0.124	1		S2	0.236	2	0.038	14
	R3	0.240	2	0.065	4		S3	0.316	1	0.051	7
	R4	0.151	4	0.041	11		S4	0.225	3	0.036	15
정부	G1	0.594	1	0.052	6						
	G2	0.406	2	0.035	18						

〈그림 3〉 세부평가요인의 우선순위(G-weight)



### 3) 폭스바겐의 경쟁력 AHP 종합분석결과

위의 연구모형에서 각 단계별로 실시하였던 중요도 분석결과를 통합하여 정리해보면, 폭스바겐의 경쟁력으로 요소조건(0.291)과 관련 및 지원분야(0.273)가 다른 조건에 비해 상대적으로 중요하게 인식되고 있다. 이는 폭스바겐의 경쟁력을 평가할 때 특히 이 두 요소를 중요하게 판단함을 볼 수 있다. 각 대항목별로는 요소조건은  $F_4$ (0.417: 기술수준, 1위)요인과,  $F_1$ (0.306: CEO의 리더십, 2위)요인이 높은 비중을 차지하고 있으며, 전체(G)에서도 기술수준(2위), CEO의 리더십(3위)로 나타났다. 이는 독일 자동차의 높은 기술력과 마틴 빈터콘 CEO체제로 변환된 이후 폭스바겐의 급속한 성장이 반영되었다 판단할 수 있다.

수요조건은  $D_1$ (0.314: 신홍시장, 1위)요인과  $D_3$ (0.271: 생산의 지구화, 2위)요인이 높은 비중을 차지하고 있으며, 전체(G)에서는 신홍시장(5위), 생산의 지구화(7위)로 나타났다. 이는 폭스바겐의 적극적인 신홍시장 진출과 가치사슬 재 조직화를 통한 생산의 지구화가 폭스바겐의 수요측면의 중요 경쟁력으로 판단할 수 있다. 관련 및 지원분야는  $R_2$ (0.124: 플랫폼 통합 및 모듈화, 1위),  $R_3$ (0.065: 효율적 GSCM, 2위)요인이 높은 비중을 차지하고 있으며, 전체(G)에서는 플랫폼 통합 및 모듈화(1위), 효율적 GSCM(4

위)로 나타났다. 특히 플랫폼 통합 및 모듈화를 가장 적극적으로 활용하고 있는 폭스바겐의 경우 1990년대 후반에 각 주요 부품을 플랫폼으로 분리하고 2000년 이후에는 각 플랫폼 내부에서 모듈을 공통화한 후 최근에는 플랫폼과 상관없이 모듈 유닛 단위에서 공통화 함으로써 부품 사양을 줄이고 집중생산을 통해 비용절감의 효과가 있는 대표적인 사례로 인식함을 판단 할 수 있다. 경영 환경은  $S_3(0.051$ : M&A, J.V 등을 통한 해외진출, 1위)요인과  $S_2(0.038$ : 유연적 근로시간제, 2위)요인이 높은 비중을 차지하고 있으나, 전체(G)에서는 M&A, J.V 등을 통한 해외진출(7위), 유연적 근로시간제(14위)로 상대적으로 낮게 평가 되고 있다. 폭스바겐은 인수·합병을 통해 아우디와 포르쉐, 람보르기니, 벤틀리 등 고급 브랜드는 물론 폭스바겐(VW), 세아트 등 국민 차종까지 다양성을 가지고 세계 시장을 주도하고 있으나 우선 순위로 연결되지는 못하였다.

마지막으로 정부는  $G_1(0.052$ : 니더작센주정부)와  $G_2(0.035$ : 독일정부의 지원)을 세부요인으로 분석하였으나 다른 경쟁요인에 비하여 중요도가 낮게 인식되었다. 이는 독일의 정부 또는 주정부에 대한 지원내용을 상세하게 인지하지 못하고 있어 나타나는 결과로 판단된다.

### 3.2 다중회귀분석

본 회귀분석의 설문조사 기간은 2013년 5월 20일 ~ 6월 10일까지 약 20일에 걸쳐 man-to-man 방식으로 실시하였다. 총 100부 중 100부를 회수하였고, 그 중 불성실한 응답 6부를 제외한 총 94부를 본 연구에 사용하였다(부록\_표 1). 본 연구에서는 대학생, 대학원생, 전문가로 집단을 나누어 폭스바겐의 경쟁력에 대한 설문조사를 실시하였으며, 대학생이 59명 62.8%로 가장 높은 비율을 차지했으며, 전문가 집단이 25.5%로 조사되었다(표 4 참조).

〈표 4〉 샘플 빈도분석

구분	빈도(명)	백분율(%)
대학생	59	62.8%
대학원생	11	11.7%
전문가	24	25.5%
합계	94	100%

먼저 각 조건들이 현재의 경쟁력에 미치는 관련성을 포함한 중요도를 분석하기 위해 Factor Score를 이용한 다중회귀분석을 실시하였다.

### 3.2.1 현재의 경쟁력 평가

#### 1) 요소조건과 현재의 경쟁력

요소조건과 현재의 경쟁력과의 관련성 검증에 대한 구체적인 분석결과는 인적자원관리(HRM)와 회사전체의 기술 수준이 현재의 종합적 경쟁력과 높은 관련성을 나타내는 것으로 분석되었다(표 5). 즉, 설문대상자들은 최고경영자의 리더십과 최고경영자의 기술적 역량과 같은 최고경영자의 역할 및 역량 보다는 기업 전체의 인적자원관리 운용이나 기업의 기술 경쟁력이 폭스바겐의 경쟁력에 보다 중요한 요인으로 평가하고 있다. 실제로 독일자동차기업의 중요한 핵심경쟁력은 독일의 교육제도에서 기인된다는 문헌을 찾을 수 있으며, 이를 통한 기술이 매우 중요한 요소로 판단된다(신은주, 2013; 김종천, 2002). 다만 폭스바겐의 경우, 현재의 CEO가 엔지니어 출신의 강력한 리더십으로 중요한 역할을 한다고 판단하였으나, 통계적 유의성은 나타나지 않았다.

〈표 5〉 폭스바겐의 요소조건과 현재 경쟁력

종속변수	독립변수	R <sup>2</sup>	F	Sig.	β	T	유의확률
현재의 종합적 경쟁력	상수	.421	17.890	.000	2.170	2.866	0.05
	요소조건 1				.070	.709	.480
	요소조건 2				.128	1.370	.174
	요소조건 3				.207	2.240	.028
	요소조건 4				.373	4.190	.000

#### 2) 수요조건과 현재의 경쟁력

수요조건과 현재의 경쟁력과의 관련성 검증에서는 브랜드 그룹별 목표시장 차별화와 전 세계 시장 점유율 확대가 높은 관련성을 나타내는 것으로 분석되었으며, 상대적으로 신흥시장 진출 및 가치사슬 재 조직화를 통한 생산의 지구화는 기각되었다.(표 6) 이는 신흥시장 진출이나 가치사슬의 재조직화가 덜 중요하다는 것 보다는 비교적 장기간을 요하므로 현재의 경쟁력을 판단하기에는 목표시장 차별화와 전 세계 점유율 확대가 더 중요한 변수로 평가받았다고 판단된다.

〈표 6〉 폭스바겐의 수요조건과 현재 경쟁력

종속변수	독립변수	R <sup>2</sup>	F	Sig.	β	T	유의확률
현재의 종합적 경쟁력	상수	.477	22.164	.000	2.068	2.935	.004
	수요조건 1				.066	.799	.426
	수요조건 2				.164	1.805	.074
	수요조건 3				.148	1.605	.112
	수요조건 4				.420	4.230	.000

### 3) 관련 및 지원분야(R&S)와 현재의 경쟁력

관련 및 지원분야와 현재의 경쟁력과의 관련성 검증에서는 플랫폼통합 및 모듈화와 다품종 양산체제가 가장 높은 관련성이 있는 것으로 나타나고 있다.(표 7) 폭스바겐의 비전 및 현재 실시하고 있는 전사적 세계화 전략과 매우 부합되는 결과를 보였다. 반면, 하청업체와의 밀접한 협력 및 효율적 GSCM은 상대적으로 덜 중요한 것으로 분석되었다.

〈표 7〉 폭스바겐의 R&S와 현재 경쟁력

종속변수	독립변수	R <sup>2</sup>	F	Sig.	β	T	유의확률
현재의 종합적 경쟁력	상수	.417	17.631	.000	3.535	5.379	.000
	R&S 1				.071	.734	.465
	R&S 2				.247	2.917	.004
	R&S 3				.009	.086	.932
	R&S 4				.299	3.484	.001

### 4) 경영여건(SSR)과 현재의 경쟁력

경영여건과 현재의 경쟁력과의 관련성 검증에서는 M&A와 J.V 전략 및 해외 생산 입지 간 내부경쟁조성이 가장 높은 관련성을 나타내는 것으로 분석되었으며, 근로자의 경영참여와 유연적 근로시간제는 기각되었다.(표 8) 이를 달리 해석하면, 경쟁력 평가에 있어서는 근로자의 경영참여와 근로시간제 등 내부적 요인보다는 기업차원의 외부 거시적 요인이 상대적으로 중요하게 평가받고 있음을 알 수 있다. 그러나, 폭스바겐의 경우 M&A와 J.V를 통한 신속한 시장 확대가 성공의 주요 원인이 되었고, 효율적인 GSCM을 위해 내부 조직간에도 경쟁을 도입한 전략이 도움이 되었음을 확인할 수 있었다(정명기, 2011).

〈표 8〉 폭스바겐의 SSR과 현재 경쟁력

종속변수	독립변수	R <sup>2</sup>	F	Sig.	β	T	유의확률
현재의 종합적 경쟁력	상수	.342	13.063	.000	3.355	4.472	.000
	SSR 1				.129	1.261	.210
	SSR 2				-.025	-.217	.828
	SSR 3				.414	4.104	.000
	SSR 4				.149	1.729	.087

### 5) 정부와 현재의 경쟁력

정부와 현재의 경쟁력과의 검증에서는 지방정부의 산업 및 노동정책과 중앙정부의 자동차 산업 지원정책 모두 중요한 관련성이 있는 것으로 나타나, 정부 차원의 클러스터 조성을 통한 경쟁력 강화가 효과적임을 뒷받침하는 결과라 할 수 있다.(표 9) 이는 노사정대타협을 통한 독일자동차의 경쟁력 강화가 매우 주효하게 인식되고 있음을 보여주고 있다.

〈표 9〉 폭스바겐의 정부와 현재 경쟁력

종속변수	독립변수	R <sup>2</sup>	F	Sig.	β	T	유의확률
현재의 종합적 경쟁력	상수	.201	12.689	.000	4.981	7.187	.000
	정부조건 1				.200	1.673	.098
	정부조건 2				.248	1.966	.052

### 3.2.2 5년 후의 경쟁력 평가

#### 1) 요소조건과 5년 후의 경쟁력 위치

요소조건과 5년 후의 경쟁력과의 관련성 검증에 있어서는 앞에서 고찰한 현재의 경쟁력을 평가하는 요인들과는 다소 다른 결과를 보였다(표 10). 먼저 최고경영자의 리더십과 회사 전체의 기술수준이 5년 후의 경쟁력에 있어서는 가장 중요한 요인으로 분석되었으며, 이는 향후 최고경영자의 세계화 및 기업 경쟁력 향상에 있어서는 마인드가 향후 경쟁력에 중요한 영향을 미칠 것이라고 판단하고 있음을 보여 주고 있고, 현재의 경쟁력 분석에 있어서 유의하게 나타난 인적자원관리가 상대적으로 덜 중요해지고 있음을 시사하고 있다.

〈표 10〉 폭스바겐의 요소조건과 5년 후 경쟁력

종속변수	독립변수	R <sup>2</sup>	F	Sig.	β	T	유의확률
5년 후의 경쟁력	상수	.448	19.837	.000	1.495	1.869	.065
	요소조건 1				.204	1.951	.054
	요소조건 2				.112	1.135	.260
	요소조건 3				.145	1.488	.140
	요소조건 4				.405	4.310	.000

#### 2) 수요조건과 5년 후의 경쟁력 위치

수요조건과 5년 후의 경쟁력과의 관련성을 검증해본 결과 브랜드 그룹별 목표시장 차별화와 전 세계 시장 점유율 확대가 중요한 요인으로 분석되었으며, 이는 앞서 현재의 경쟁력을 평가하는 중요 요인으로 평가된 결과와 일치하고 있다(표 11). 이는 전문가 및 소비자의 경쟁력 평가 기준에 있어, 다양한 제품군을 통해 소비자들의 세분된 니즈에 부합하여 가능한 많은 시장점유율을 차지하는 것이 매우 중요함을 시사하고 있다.

〈표 11〉 폭스바겐의 수요조건과 5년 후 경쟁력

종속변수	독립변수	R <sup>2</sup>	F	Sig.	β	T	유의확률
5년 후의 경쟁력	상수	.403	16.665	.000	1.966	2.414	.018
	수요조건 1				.143	1.513	.134
	수요조건 2				.197	1.885	.063
	수요조건 3				.204	1.919	.058
	수요조건 4				.276	2.401	.018

### 3) 관련 및 지원분야(R&S)와 5년 후의 경쟁력 위치

관련 및 지원분야와 5년 후 경쟁력과의 관련성 검증 결과 플랫폼 통합 및 모듈화와 다품종 양산체계 요인이 통계적 의미 있는 요인으로 나타났으며, 이는 현재의 경쟁력을 평가하는 요인의 결과와 일치한다(표 12). 이는 관련 및 지원분야 부문에서 폭스바겐의 플랫폼 및 모듈전략, 다품종 양산체계 등 특성화된 전략이 현재 및 향후 5년 뒤에도 상대적으로 중요하게 작용할 수 있음을 나타냈다.

〈표 12〉 폭스바겐의 R&S와 5년 후 경쟁력

종속변수	독립변수	R <sup>2</sup>	F	Sig.	β	T	유의확률
5년 후의 경쟁력	상수	.458	20.676	.000	2.932	4.278	.000
	R&S 1				.065	.643	.522
	R&S 2				.287	3.243	.022
	R&S 3				.047	.431	.667
	R&S 4				.311	3.473	.001

### 4) 경영여건(SSR)과 5년 후의 경쟁력 위치

경영여건과 5년 후의 경쟁력과의 관련성 검증에서는 M&A와 J.V 전략이 가장 중요한 요인으로 평가되었으며, 다른 요인들은 기각되었다(표 13). 이는 향후 폭스바겐의 성장에 있어서 M&A와 J.V를 통한 신속한 세계시장 진출이 경영여건 부문에 있어서 매우 중요한 요소임을 시사하고 있다.

〈표 13〉 폭스바겐의 SSR과 5년 후 경쟁력

종속변수	독립변수	R <sup>2</sup>	F	Sig.	β	T	유의확률
5년 후의 경쟁력	상수	.281	10.069	.000	3.333	3.930	.000
	SSR 1				.166	1.432	.156
	SSR 2				.123	.956	.342
	SSR 3				.312	2.732	.008
	SSR 4				.083	.846	.400

### 5) 정부와 5년 후의 경쟁력 위치

정부와 5년 후의 경쟁력과의 관련성 검증 결과, 지방정부의 산업 및 노동정책 및 중앙정부의 자동차 산업 지원 정책 모두 중요한 요인으로 분석되었고 그 결과는 현재 경쟁력이 종속변수인 결과와 일치한다(표 14). 다만 정부조건 1(니더작센 주정부)이 신뢰수준 측면에서 보다 강화되었다.

〈표 14〉 폭스바겐의 정부와 5년 후 경쟁력

종속변수	독립변수	R <sup>2</sup>	F	Sig.	β	T	유의확률
5년 후의 경쟁력	상수	.218	13.940	.000	4.606	6.209	.000
	정부조건 1				.257	2.009	.047
	정부조건 2				.243	1.806	.074

### 3.3 현재의 경쟁력과 5년 후의 경쟁력

현재의 경쟁력과 5년 후의 경쟁력과의 관련성을 검증해본 결과, 현재의 경쟁력과 5년 후의 경쟁력에 높은 관련이 있는 것으로 분석되었다(표 15). 이는 현재에 높은 경쟁력을 유지하고 있는 기업으로 평가 받고 있다면, 향후 5년 후에도 이와 같은 경쟁력 요인들을 통해 경쟁력을 유지할 수 있을 것으로 보이며, 따라서 현재의 경쟁력 요인들 간의 시너지 효과를 미래의 경쟁력과 연계하려는 노력이 필요함을 시사하고 있다.<sup>17)</sup>

〈표 15〉 현재의 경쟁력과 5년 후 경쟁력간의 관련성 분석

종속변수	독립변수	R <sup>2</sup>	F	Sig.	β	T	유의확률
5년 후의 경쟁력	상수	.684	201.865	.000	.902	1.677	.097
	현재의 경쟁력				.897	14.208	.000

## 4. 결론

금융위기 이후 어려움을 겪었던 미국, 일본 등 주요국의 자동차산업이 빠른 속도로 경쟁력을 회복하고 있다. GM, 포드 등 미국 완성차업체들은 파산위기가 무색할 정도로 빠르게 경쟁력을 회복했고 리콜 사태, 대지진 등으로 경영위기에 처했던 일본 업체들 또한 생산이 복구되면서 다시 급성장세를 보이고 있다. 독일자동차산업은 1990년대와 2000년대 초반 위기를 극복한 노하우와 기술혁신을 기반으로 더욱 경쟁력을 강화하며, 유럽재정위기에도 지속적인 성장세를 보이고 있다.

본 논문에서는 최근 약진하고 있는 폭스바겐의 경쟁력을 고찰하여 독일자동차 산업과 독일 자동차를 대표하는 폭스바겐 발전의 결정요인을 찾고자 했다. 연구결과를 요약해 보면 다이아몬드 모델-AHP 연구모형에 의한 분석결과, 자동차관련 전문가들은 자동차 산업의 경쟁력에 있어서, 요소측면을 가장 중요하게 생각하고 그 다음으로 관련 및 지원분야, 수요조건, 경영여건, 정부 순으로 그 중요도를 인식하고 있었다. 또한, 16개요인 중에서는 8개 요인을 상대적으로 중요한 것으로 평가하였는데,  $R_2$ (플랫폼통합 및 모듈화),  $F_4$ (회사전체의 기술수준),  $F_1$ (CEO의 리더십),  $R_3$ (효율적인 GSCM),  $D_1$ (신홍시장 진출),  $G_1$ (니더작센 주정부),  $D_3$ (가치사슬 재 조직화를 통한 생산의 지구화),  $S_3$ (M&A 및 J.V 전략)을 중요요인으로 생각하고 있었다. 특히, 정부에 대한 중요도가 다른 경쟁요인에 비하여 낮게 인식되었는데, 이는 독일의 정부 또는 주정부에 대한 지원내용을 상세하게 인지하지 못하는데 기인한다고 볼 수 있다.

한편, 본 연구에서는 대학생, 대학원생, 전문가로 집단을 나누어 폭스바겐의 경쟁력에 대한 설문조사를 실시하고 다중회귀분석을 통해, 각 조건들이 현재(또는 5년 후)의 경쟁력에 미치는 관련성을 포함

17) 주의할 점은 앞에서 분석한 바와 같이 세부 부문별 분석에서는 차이가 나타나고 있다는 점이다.

한 중요도 분석해보았다. 현재의 경쟁력과의 관련성 검증에는 HRM과 회사전체의 기술 수준(요소조건), 브랜드 그룹별 목표시장 차별화와 전 세계 시장 점유율 확대(수요조건), 플랫폼통합 및 모듈화와 다품종 양산체제(관련 및 지원분야), M&A와 J.V 전략 및 해외 생산 입지 간 내부경쟁 조성(경영 환경), 지방정부의 산업 및 노동정책과 중앙정부의 자동차 산업 지원 정책(정부)가 높은 관련성을 나타내는 것으로 분석되었다. 한편, 5년 후의 경쟁력과의 관련성 검증에는 요소조건이 현재의 경쟁력을 평가하는 요인들과는 다소 다른 결과를 보였는데, 최고경영자의 리더십과 회사 전체의 기술수준이 5년 후의 경쟁력에 있어서는 가장 중요한 요인으로 분석되었다. 그리고 현재의 경쟁력과 5년 후의 경쟁력과의 관련성을 검증해본 결과에서는 현재의 경쟁력과 5년 후의 경쟁력에 매우 높은 관련이 있는 것으로 분석되었다.

이와 같이 폭스바겐을 중심으로 한 독일 자동차산업의 경쟁우위를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 독일 자동차산업의 강한 경쟁력은 기본적으로 그들의 강한 기술혁신력에 기반을 두고 있다. 독일의 자동차산업이 높은 기술혁신력을 보이는 것은 연구개발에 대한 적극적인 투자뿐만 아니라 독일 자동차산업 내에서 고급의 엔지니어의 확보가 원활하기 때문이다. 이는 독일의 교육제도에 기인하며, 풍부한 고급 엔지니어는 기업의 경쟁력과 이어진다. 또한, 이러한 엔지니어의 높은 발명 능력은 연구원 1인당 특허 신청 수에 있어서 독일을 세계 1위 자리에 올려놓았다(김종천, 2002).<sup>18)</sup>

둘째, 1960년대부터 세계시장을 공략하기 위한 전략을 수립해온 독일 자동차업체는 적극적인 해외진출을 통한 생산의 세계화를 통해 효율성 증대하고 있다. 폭스바겐은 독일 사업장의 고비용구조 극복하기 위해 (효율적인 GSCM 시행, 플랫폼 통합 및 모듈화 등) 글로벌 생산 최적화를 위한 제품 개발 프로세스를 구축해 나가고 있다. 이는 규모의 경제를 최대로 활용하는 비용우위 전략에 기인하며, 특히 해외시장에서 이익 마진 높이기 위한 강력한 국제화 전략(신흥시장 공략 등)을 적극적으로 추진하고 있다. 한편, 독일자동차업체들의 생산의 세계화는 단지 기능적으로 이윤의 극대화를 위한 경영전략 차원에서 이루어지기 보다는 경제 행위자들 간의 갈등과 타협을 통해 경제적 효율성의 조직화가 이루어지고 있으며, 이런 전략으로 국내생산의 보완과 강화가 가능해져 산업공동화와 고용불안 등의 위험을 최소화 하고 있다(정명기, 2011).

셋째, 정부의 자동차산업에 대한 깊은 이해와 강력한 육성 의지도 독일 자동차산업의 강력한 경쟁력이라 할 수 있다. 독일 정부는 경제 위기시 고용 유연성 확보, 감세 등 각종 지원 정책을 통해 기업의 경영환경개선을 위해 노력하였으며, 이는 기업의 부담을 경감하고 고용 안정을 도모해 경기 침체에 따른 기업 및 사회의 충격을 최소화하였다. 또한, 친환경차 육성 등에도 매우 적극적인 태도를 보이며 차세대 자동차 경쟁력 향상에 결정적인 역할을 하고 있다(신은주, 2013).

독일 자동차 산업과 폭스바겐의 경쟁력연구를 토대로 한국 자동차산업에 주는 몇 가지 시사점을 제시할 수 있다. 첫째, 전 세계자동차 시장에서 한국 기업 간의 밀접한 협력을 강화해나가야 한다. 한국 기업간의 불필요한 가격경쟁을 지양하고 마케팅, 부품공급 등에서 공동 전략을 펼쳐야 한다. 또한, 하부 공급업체들과 정보를 공유하며, 연구 개발(R&D)과 법적대응 등에서 가능하면 공동대처해 나가야

18) 독일 사회는 엔지니어를 중시하는 문화를 형성하고 있으며, 기술을 오랜 기간 숙련하여 장인이 되는 것에 대한 엔지니어 양성 시스템 확고하게 자리 잡고 있다.

한다. 이렇게 완성차업체와 부품업체가 장기적인 협력관계 속에서 이익을 공유해나가야 한다.

둘째, 자동차 생산방식의 체계성과 통합성 등을 강화해나가야 한다. 많은 한국 기업들의 경우, 린 생산의 몇 가지 요소들만을 선택적으로 도입해 있는 상태이며(김훈·김동배, 2001), 따라서 기업의 입장에서 이들 요소들의 체계성과 통합성 등을 지향하는 생산방식을 성공적으로 도입하고 있는 독일 자동차산업을 벤치마킹한다면, 생산의 효율성을 더욱 향상시킬 수 있을 것이다.

셋째, 경제 행위자들이 파트너십에 기반 한 갈등과 타협을 통해 경제적 효율성의 조직화가 이루어져야 한다. 폭스바겐은 직장평의회가 참여형 노사관계의 전형인 공동의사결정제도를 적극적으로 활용하여 고용불안을 최소화하는 실리주의를 택하였다. 세계시장에서 경쟁이 심화되고 산업입지경쟁이 치열해지면 국내공장은 고용불안에 불가피하게 직면할 수밖에 없을 것이다. 따라서 노사 측면에서는 전략적으로 독일식 고용안정협약을 위한 구체적인 대안을 마련하고 인력배치와 노동시간의 유연화에 대한 노동조합의 명확한 방향 설정 아래서 고용유지와 신규투자 보장과 같은 양보교섭이 이루어질 수 있도록 교섭능력을 높여야 한다(정명기, 2011). 이런 타협의 파트너십 형성은 국내생산의 보완과 강화가 가능해져 산업공동화와 고용불안 등의 위험을 최소화할 수 있을 것이다.

마지막으로 창조인재양성을 위한, 교육제도와 사회문화가 조성되어야 한다. 극한 엔지니어링(extreme engineering)을 토대로 한 최첨단 기술의 진보에 따라 더 이상의 하드웨어적 발전보다는 창의적 혁신이 성장의 핵심요소로 자리 잡고 있다(경제·인문사회연구회, 2013). 현재 과학기술 분야의 가치창출은 기술혁신보다는 가치혁신, 개방형 혁신, 이키노베이션을 통해 이루어지고 있다. 이처럼 창의력을 토대로 한 소프트파워가 거의 대부분의 산업에서 동일하게 영향을 미치고 있다. 만약 한국의 자동차 제조 회사들이 아직까지 자동차를 기계, 전자 기반 제조업으로 생각한다면 앞날은 그리 밝지 않을 것이다. 독일은 산업과 연계할 수 있는 교육제도를 통해, 고급 엔지니어를 지속적으로 확보하고, 이러한 엔지니어들의 창의성을 극대화하여, 새로운 기술과 다양한 특허를 지속적으로 획득하고 있다. 최근 창조경제에 대한 새로운 시각들이 한국에서 생겨나고 있다. 창조성은 결국은 지식에서 기인한다. 한국의 자동차산업에 있어서 독일과 같이 산학연이 밀접하게 연계가 되고 지속적인 교육을 받을 수 있다면 창조경제의 실현에 한 걸음 다가 갈 수 있을 것이다.

본 논문에서는 독일자동차(폭스바겐)의 경쟁력을 관련 전문가들의 평가에 근거한 AHP 분석을 통해 처음으로 계량화를 시도하였고 이를 다중회귀분석을 통해 선정요인이 현재 그리고 5년 후의 경쟁력에 영향을 미치는지를 분석하였다. 그리고 이를 통해 한국 자동차산업에 매우 현실적이고 실효성 있는 연구결과를 제시하였다는 점에 그 의미가 있다고 할 수 있다.

그러나, 본 연구는 독일자동차(폭스바겐)에만 초점을 맞추어 연구를 진행하였다는 한계를 가진다. 금융위기 이후, 어려움을 겪었던 주요 자동차 업체들은 각자 특유 경쟁력으로 빠르게 회복하고 있으며, 소수의 대형업체들이 시장을 지배하던 글로벌 과점체제를 약화시켜 보다 치열한 경쟁구도가 형성되고 있다. 향후 연구에서는 일본의 도요타, 미국의 GM 등으로 확대하여 보다 폭넓은 전문가 설문에 의한 그룹별 분석을 실시하고 경쟁력 요인에 있어서도 요인들의 수를 증가시킨다면 설문의 일관성 유지 측면에서 다소 어려움은 있겠으나 좀 더 세부적이고 의미 있는 연구결과를 얻을 수 있을 것이다.

## 참고문헌

- Barney, J. B.(1986), "Organizational Culture: Can It Be a Source of Sustained Competitive Advantage?," *Academy of Management Review*, 11(3), 656-665.
- Barney, J. B.(1991), "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage," *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Baum-Ceisig and Osterloh(2011): Wirtschaftsdemokratie in der Praxis - Die erweiterte Mitbestimmung bei Volkswagen In: Meine, Hartmut; Schumann, Michael; Urban, Hans-Jürgen (Hrsg.): Mehr Wirtschaftsdemokratie wagen! Hamburg. S. 123-137
- Doz, Y., Santos, J. & Williamson, P.(2001), From Global To Metanational: How Companies Win in the Knowledge Economy, Boston, MA, Harvard Business School Press.
- Dunning, J. H.(1981), International Production and the Multinational Enterprise. London, George Allen and Unwin.
- Dunning, J. H.(1993), Multinational Enterprises and the Global Economy, Reading, MA, Addison-Wesley.
- Eckard, Andrea, Köhler, Holm-Detlev. and Pries, Ludger.(1998), The Internationalization Trajectories of the German Big Three, paper presented for the 6th GERPISA-Conference, June.
- Freyssenet, Shumizu and Volpato(2003), Freyssenet, M., Shumizu, K., and G. Volpato (eds.)(2003), Globalization or Regionalization of the American and Asian Car Industry?, London, New York, Palgrave Macmillan.
- Ghoshal, S.(1987), "Global Strategy: An Organizing Framework," *Strategic Management Journal*, 8(5), 425-440.
- Janovskaia, A.(2008), German Automotive Multinationals in Central Europe: Enterprise Coalitions for Production, Paper Prepared for the Sloan Industry Studies Annual Conference.
- Jürgens, U.(2003), Industriegovernance und Produktionskonzepte, in:Weert Canzler/ Gert Schmidt (Hrsg.), Das zweite Jahrhundert des Automobils. Technische Innovation, ökonomische Dynamik und kulturelle Aspekte, Berlin, S. 15-42.
- Jürgens, U.(2004), An Elusive Model - Diversified. Quality Production and the Transformation of the German Automobile Industry, in: Competition and Change, (4), S. 412-423.
- Kuhlmann, M.(2006), Innovative Arbeitspolitik in der Automobilindustrie, in: Ludger Pries, Christian Bosowski (Hrsg.): Europäische Automobilindustrie am Scheideweg, München: Rainer Hampp Verlag, S. 139-156.
- Porter, M. E.(1979), "How Competitive Forces Shape Strategy," *Harvard Business Review*, 57(March-April), 86-93.
- Porter M. E.(1990), *The Competitive Advantage of Nations*, New York, Free Press.
- Ray, G., Barney, J. B. and Muhanna, W. A.(2004), "Processes, Business Process, and Competitive Advantage:

- Choosing the Dependent Variable in Empirical Tests of the Resource-Based View,” *Strategic Management Journal*, 25(1), 23-37.
- Rugman, A.(1981), *Inside the Multinationals: The Economics of Internal Markets*, New York, Columbia University Press.
- Stevens, G. C.(1989), “Integrating the Supply Chain,” *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 19(8), 3-8.
- Wernerfelt, B.(1984), “The Resource-Based View of the Firm,” *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.
- Wernerfelt, B.(1995), “The Resource-Based View of the Firm: Ten Years After,” *Strategic Management Journal*, 16(3), 171-174.
- Womack, J. and D. Jones(1984), “The Fourth Transformation in Autos.” *Technological Review*, 87(7), 20-37.
- 강동완·신주연·문영룡(2013), 도요타, GM, 폭스바겐의 1위 경쟁 및 전망, CEO Report 2013-04, 한국자동차산업연구소.
- 강산들(2012), 하이브리드차 글로벌 판매 100만 대 돌파, 자동차경제(2012,12), 한국자동차연구원.
- 강수돌(1995), “독일기업의 작업조직 혁신전략 -폭스바겐사와 오펔사 사례-,” 연세경영연구, 제32권 제1호, 193~235.
- 강수돌(2001), 독일기업의 구조조정과 고용유지 대책, 구조조정의 다양화와 워크셰어링, 산업연구원.
- 강영지(2012), 세계 자동차시장, 지역별 성장세 차별화, 자동차경제(2012,12), 한국자동차연구원.
- 경제·인문사회연구회(2013), 창조경제 새로운 발전패러다임, 경제·인문사회연구회.
- 김경찬·탁승문·허광숙·이윤희·이종민·최부식(2010), 세계 자동차산업의 구조 변화와 시사점, POSRI CEO REPORT, 포스코경영연구소.
- 김민수(2012), 플랫폼 혁신을 통한 원가절감 가속화, 자동차경제(458), 자동차산업연구소.
- 김용원(2001), “노동시간단축을 통한 고용유지 및 창출 가능성에 대한 연구: 독일 폴크스바겐社(Volkswagen AG)의 사례를 중심으로,” 사회과학연구, 제9집 제3호, 151-176.
- 김종열·최민철(2012), “AHP를 이용한 자동차 정비업체의 입지선정에 관한 연구,” 산업경제연구, 제25권 제5호, 3065-3090.
- 김종천(2002), “독일 자동차산업 발전의 결정요소,” 질서경제저널, 제5집 2호, 103-124.
- 김진숙(2011), “독일경험에 비추어본 자동차산업 수직관계 협상력에 관한 연구,” 한독사회과학논총, 제21권 제2호, 217-242.
- 김현정(2012), 자동차시장 양극화의 배경과 영향, CEO Report(2012-11), 한국자동차산업연구소.
- 김훈·김동배(2001), 참여적 작업시스템에 관한 연구, 한국노동연구원.
- 만프레드 반웨펠(2012), “자동차산업의 초국적 생산모델에 대한 대응으로서의 국제 기본협정과 노조의 네트워크,” 산업노동연구, 제18권 특별호 153-179.
- 문휘창(2007), “한국기업의 해외직접투자가 한국기업 및 한국경제에 미치는 영향: 다양한 투자동기를 포괄하는 종합적 접근법,” 국제경영리뷰, 제11권 제1호, 115-139.

- 박상규·신은주(2012), 독일 자동차산업 발전의 정책 배경과 시사점, 정책분석시리즈(2012-17), 한국자동차산업연구소.
- 박성규·김상윤(2012), 주요국의 제조업 경쟁력 강화 정책 동향 및 시사점, CEO report, 한국자동차산업연구소.
- 박영준(2009), “최근의 경제위기와 독일자동차산업의 대응전략,” 국제노동브리프, 2009년 2월호, 20-32.
- 백창재·손주명·정하용·권형기·명재석·이소정(2012), “생산 세계화의 다양성 II: 미국·독일·일본 자동차 산업의 비교분석,” 한국정치연구, 제21집 제1호, 307-331.
- 신은주(2012), 독일 자동차산업 발전의 정책적 배경, 자동차경제(특집), 한국자동차산업연구소.
- 안세영(2013), 글로벌 협상전략, 제 5판, 박영사.
- 이준호·양진수·강동완·박재범(2013), 주요 완성차업체의 2012년 실적 특징 및 전망, CEO Repert(2013-07), 한국자동차산업연구소.
- 이지웅(2012), 폭스바겐의 약진 지속, 자동차경제(458), 자동차산업연구소.
- 정명기(2010), “독일의 근로시간계좌와 노동유연성에 관한 연구,” 경상논총, 28권 2호, 29-52.
- 정명기(2011), “독일 자동차업체의 생산의 세계화: VW와 BMW의 사례를 중심으로,” 경상논총, 제29권 3호, 101-121.
- 정승국(2011), “독일 자동차산업에서의 통합적 생산방식의 확산과 노동,” 산업관계연구, 제 21권 제 2호, 77-108.
- 정종식·김현지(2009), “세계 자동차산업의 사업전략과 제휴형태의 관계에 관한 실증 연구,” 대한경영학회지, 제22권 제5호, 2527-2544.
- 정하용(2010), “미국식 생산 세계화의 정치경제: 국제 경쟁의 심화와 미국 자동차 산업의 대응,” 한국정치연구, 제20권 제2호, 279-308.
- 토마스 하이퍼드(2012), “독일 자동차산업의 지구화,” 산업노동연구, 제18권 특별호, 111-151.

## <부록>

<부록\_표 1 > 샘플 회수, 배포 및 분석자료 비율

구분	설문지 수량	백분율(%)
총 배포율	100부	100%
총 회수율	100부	100%
missing data	6부	6.0%
분석 가능한 자료	94부	94.0%

## **The Competitive Advantages of German Automotive Firms: Focused on Volkswagen**

### **Abstract**

The automotive industry, related to the forward and backward economic effects, has great contributions to a national economy. Therefore it accounts for a large proportion of economic policy. For that reason, each government has showed great economic and political considerations and interest for the automotive industry. There are also a lot of keen competitions among world-wide automotive firms. Besides, there are some paradigm shifts with the development of new technologies related to environment and energy. And market conditions have changed rapidly with the economic development of emerging countries. Automotive firms of Germany, successfully adapted to these changes, recently stand out. Especially, Volkswagen has breakthrough as a leader through some successful strategies such as innovation platform, successful entries to emerging markets. This paper analyzes the competitive advantages of overall German automotive industry, and suggests some strategic implications for the development of the Korean automotive industry focusing on Volkswagen.

**Keywords : Competitive advantage, German Automotive, Volkswagen, Diamond model**

# 독일자동차산업의 경쟁력: 혁신관련 부품업체와 협력관계를 중심으로

이성봉(서울여대) 이재혁(고려대)

1

## 목차

- VW의 경쟁력: 혁신시스템(BMW와 비교)과 성공/위험요인 분석
- 독일자동차산업의 경쟁력: 부품협력 및 부품업체의 경쟁력 원천

2

## VW의 경쟁력: 혁신시스템(BMW와 비교)과 성공/위험요인

3

## VW의 핵심전략: 규모의 경제와 국제화

- VW 연산 9,200,000 대 생산규모(12.8%점유율)
  - 종업원 전세계 55만명
  - 도요타 연산 9,800,000 대 생산규모
  - 종업원 전세계 25만명
  - VW는 니더작센주(사민당) 20% 지분 보유: 노조대변, 일자리 유지, 해고불가, 사업장 매각 불가
  - 독일 사업장 고비용구조 극복이 그룹의 최대과제
1. 규모의 경제를 최대한으로 활용하는 비용우위 전략
  2. 특히 해외시장에서 이익마진 높이기 위한 강력한 국제화 전략(전략시장 공략전략) 추진

4

## VW전략추진 기반: 노사협력

- 노조와 협력: 노조가 기업 전략 이해
- 노조가 그룹의 국제화 추진에 적극 찬성
- 국내 생산시설 유지하되,
- 해외 신규 사업장 확보는 적극 찬성

5

## VW의 혁신전략

- VW 혁신시스템은 하이브리드(융합)형: 기존 틀을 유지하면서 원가절감과 몇 가지 부분적 혁신(Incremental innovation)의 연결을 추구
- 유럽 7개국 12개 브랜드(Volkswagen Pkw, Audi, SEAT, SKODA, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche, Ducati, Volkswagen Nutzfahrzeuge, Scania und MAN) 결합을 통한 규모의 경제에 초점을 맞춘 원가우위 지향형 혁신
- Open innovation < In-house innovation: 정부지원 산학협력 사업의 경우 연구비확보 차원의 공동연구개발사업을 진행하지만 대부분 내부 혁신에 초점이 맞추어져 있음.
- 혁신 과정에서 그룹내 자회사 비중이 높음
- 규모가 너무 커서 공급자 혁신협력 빠르게 이루어지기 어려움
- 그룹내 부품자회사 내지 부품사업부는 독립적 부품회사와 철저한 가격경쟁관계 형성

6

## BMW의 혁신

- BMW는 엔진 등 핵심분야를 제외하고는 대부분 부품 분야에서 독립적 부품회사와 특별 계약관계를 통하여 개발: Open innovation의 대표적 사례
- BMW의 혁신시스템: Cooperative & creative destruction
- VW의 혁신시스템 < BMW의 혁신시스템
- 이익마진이 두 배 이상 차이

올 1분기 전세계 주요 완성차업체 영업이익률

업체명	영업이익률
BMW	11.6%
현대차	8.7%
도요타	8.6%
기아차	6.4%
닛산	6.1%
혼다	5.0%
포드	5.0%
폭스바겐	5.0%
다임러	3.9%
GM	2.6%

자료원: 이트레이드증권

7

## BMW의 부품공급기업과 혁신협력

- 부가가치 70%가 외부공급기업, 내부 30%
- 신모델 개발할 때부터 공급자와 함께 개발
- 혁신을 위한 부품회사와의 협력 진행여부가 매우 빠르게 결정
- 핵심 프리미엄 고객들이 혁신을 기대함: 다음 단계 혁신 과정에서 BMW와 함께 할 수 있다는 인센티브 강화됨.
- 볼륨을 많이 주지 않아서 이윤측면에서는 적을 수 있으나 독특한 혁신에 참여할 수 있는 기회를 제공함으로써 개발이후 단계에서 다른 회사에서 이익을 볼 수 있도록 하는 구조임
- 개념적인 측면에서 그들이 개발하기도 하며, 경우에 따라서는 BMW가 자금도 제공함. 개발하는 부품이 BMW전용인 경우 관련 자금의 대부분을 제공하지만 에어컨의 경우처럼 표준화된 경우 자금의 제공은 아주 미미.
- 기본적으로 협력관계가 중심이지만, 항상 경쟁(특히 원가측면): 혁신해야 파트너십 지속. 이 혁신에는 비용혁신도 포함. 다만 생산성을 제고할 수 있는 방안을 함께 고민하고 필요한 경우 부품회사 개선방안을 BMW가 제안하고 교육훈련을 제공하기도 함
- 부품기업과 협력의 4대 목표: 품질, 원가, 혁신, 유연성

8

## BMW SUPPLIER DAY 2013. SUPPLIER APPRECIATION AT THE SUPPLIER INNOVATION AWARD.



**BMW GROUP**  
**BMW SUPPLIER INNOVATION AWARD 2013.**  
München, 11. April 2013

INNOVATIONEN SCHAFFEN  
**ZUKUNFT**

**BMW SUPPLIER INNOVATION AWARD 2013.**

**DIE BESTEN IDEEN  
ENTSTEHEN GEMEINSAM.**  
BMW GROUP CONGRATULATES THE WINNERS OF THE 2013 SUPPLIER INNOVATION AWARD.

**Categories and Laureates**  
Efficient Dynamics: BorgWarner Turbo Systems GmbH  
Lightweight Design: Magna BW technologies GmbH  
Connected Drive: Peiper Acoustic GmbH & Co. KG  
New Technology Experience: Dräxlmaier Group  
Quality: Friedrich Boysen GmbH & Co. KG  
Productivity: R. Scheuchl GmbH  
Sustainability: AUNDE Achter & Ebels GmbH  
Innovation Partnership: Robert Bosch GmbH

9

## VW의 혁신: Not the best, but the second best!

- Platform innovation
- 전통적 엔지니어링분야(예, 엔진, 트랜스미션, 소재 등)에서 높은 기술역량 축적과 함께 혁신 추진 및 성과도 뛰어남
- 신규 기술분야(예 연료전지 등): No idea! 미래 자동차 기술 방향에 대한 확신 없음
- 과다 인력과 경직적 조직구조에도 불구하고, 전통 엔지니어링 분야에서 혁신으로 향후 10년내 세계시장 17%까지 점유하며 세계시장 리딩할 것으로 전망

10

## VW의 성공/위험요인 I: 부품공유

- 모듈 및 부품공유: 연간 조달금액 600억 유로(아웃소싱 비율 60-70%), "bundled group requirement"을 활용한 규모의 이점(volume effect) 극대화
- 모듈 및 플랫폼 전략에 기초하여 동일 부품, 연관부품, 부품군에 대한 브랜드 및 지역 간 교차적 조달을 통하여 volume effect 창출(통합공급망관리시스템: Value Net Management)
- 이 부분은 VW의 핵심 경쟁력 요인이며 동시에 위험요인: 도요타 리콜사태 가능성
- 부품공유에 따른 위험에 대한 관리를 아주 심하게 하고 있음
- 품질 담당 신임 사장도 이 분야 출신
- 리콜 위험 최소화를 위한 노력

11

## VW의 "Modularen Querbaukasten"

- 첫 차종은 신형 VW-Golf(7세대) 및 Audi의 A3
- 레고벽돌과 유사한 방식
- 고객이 어느 차종의 새로운 Spiedart(게임타일)를 - 기존 모델 기준 소형 Gelaendewagen 또는 카브리오 - 주문하면 기존 개발된 부품개발자가 공급하여 제작
- 차체(Fahrzeugboden), 축(Achsen), 엔진 및 기어(Getriebe) 등은 하나의 차종에만 맞는 것이 아니라 여러 모델에 동일하게 적용하고, 여러 시장에 걸쳐 활용될 수 있도록 함.
- 또한 다른 자동차 회사들도 이 레고벽돌(Baukasten)을 사용할 수 있도록 함.

## VW의 성공/위험요인 II: 피에히

- 피에히의 영향력: Porsche와의 합병 등 현재  
의 12개 브랜드 구축, 규모경제 원가전략, 엔  
지니어링 중시와 혁신, 신형시장 중심의 글로  
벌 전략 등 모든 분야를 리드하는 강력한 소  
유경영자
- 동시에 위험요인: 76세 후임?
- 피에히는 오직 마틴 빅터콘 회장만 신임



13

## 독일자동차산업: 부품산업의 경쟁력

14

## 독일 완성차-부품 업체 협력관계(1)

- 일반적 절차

1. 공급자 리스트 등록: 기본 요건 충족해야 하며, 공급자의 특성에 따라 계약하는 방식 다르게 감
2. 공급자 모니터링 및 평가: 프로젝트 또는 공급 거래 기준
3. 공급계약에 대한 지속적인 개정

15

## 독일 완성차-부품 업체 협력관계(2)

- 많은 경우 부품업체와의 협력이 연구개발까지 확대됨. 이 경우 아주 초기단계부터 통합적 협력이 이루어짐. 많은 경우 타겟 코스팅까지 포함되며, 디자인 및 엔지니어링 이노베이션이 함께 이루어짐.
- 많은 독일 공급기업 완성차 업체 압력하에 있기는 하지만 아주 유연함
- 독일 공급기업 6시그마 등 적용 완벽한 생산시스템 유지.
- 완성차업체가 직접 공급기업의 생산시스템에 대한 daily check.
- 독일기업의 경우 완성차업체와 부품업체가 장기적인 협력관계속에서 이익을 공유하려는 경향이 강함.
- 대신 공급업체는 비용 낮추고 생산성 제고하고 기술혁신하고 하는 책임이 있음
- 독일 공급업체: low cost, but high quality

16

## 독일 부품업체 경쟁력 원천

- 지역균형발전
- 엔지니어링 중시문화
- 효과적인 직업훈련 시스템
- 산별노조 시스템을 통한 임금상승 억제
- 공동체 중심의 협력적 노사관계

17

## 지역균형발전

- 2차 세계대전 이후 독일의 대표적 대기업들의 지역 분산: 지역별 산업클러스터 형성. 루르지방은 중공업, 베를린에 있었던 지멘스는 뮌헨으로 이전. 작센 켐니츠에 있던 아우디는 잉골슈타트로 이전
- 지역으로 분산된 대기업들을 중심으로 산업클러스터가 형성되고, 여기에 각 지역별로 전문공과대학과 연계된 산학협력을 통하여 관련 분야 중소기업을 포함한 독일기업들의 지속적인 기술력 제고가 가능하고, 여기에 전문공과대학을 통한 양질의 기술인력의 공급이 원활하게 이루어져서 독일 기업들의 기술경쟁력 제고
- 예를 들어 중공업이 발전된 루르지방의 경우 아헨공대, 벤츠가 있는 바덴뷔템베르크의 경우 칼스루에 공대, 지멘스가 소재하는 뮌헨의 경우 뮌헨공대 등임.

18

## 엔지니어링 중시문화

- 독일 사회는 엔지니어를 중시하는 문화를 형성하고 있음.
- 엔지니어가 된다는 것에 대한 개인적인 자부심과 사회의 인정
- 기술을 오랜 기간 숙련하여 장인이 되는 것에 대한 엔지니어 양성 시스템 확고
- 경제적인 보상 측면에서도 엔지니어가 가장 높은 부류에 속함

19

## 효과적인 직업훈련 시스템

- 분야별 교육훈련의 표준화를 통하여 기업 간 범용 가능한 기술인력의 양성
- 기업과 노조간 협의를 통하여 생산기술과 관련된 분야별 교육훈련의 표준화를 통하여 해당 산업분야의 어느 기업에서는 범용 가능한 최소 필요 기술력을 겸비한 인력 양성으로 기업과 근로자 모두에게 유연성 제고

20

## 산별노조체제로 임금상승 억제

- 독일 제조업의 경우 산별노조 시스템이 적용되어 업종별로 임금협상을 통하여 해당 업종 분야 모든 기업에 적용되는 임금수준 결정
- 산별 임금협상을 통한 임금수준은 업종 평균 이하의 기업을 기준으로 설정되는 것이 일반적임.
- 따라서 임금인상율은 완만하며, 기업들이 상대적으로 투자여력이 많아지고, 상대적으로 높은 생산성 유지가 가능하여 해외시장에서 경쟁력을 확보할 수 있음.

21

## 공동체 중심의 협력적 노사관계

- 독일의 기업과 노조의 관계는 공동체 중심의 협력적 관계
- 비정규직 문제를 노사합의로 노동시간계정(Arbeitszeitkonto)의 도입으로 해결
- 독일 중소기업은 가족기업형태로 임금수준은 높지 않지만 근로자들이 절대적 고용안정을 보장받고 상대적으로 낮은 임금수준 수용

22



# 폭스바겐의 사내대학(AutoUni) 교육 훈련 프로그램 분석

권종욱

(강원대학교 국제무역학과 교수)

jwkwon@kangwon.ac.kr

전병준

(중앙대학교 경영학부 교수)

blessyou@cau.ac.kr

## I. 서론

### 1. 연구의 필요성 및 목적

본 연구는 폭스바겐의 사내대학(AutoUni) 분석을 통한 현대자동차 고급인력의 교육과 훈련 방안을 제시하는 것을 목적으로 한다. 이론적 논문의 성격을 띄면서 동시에 실무적 시사점을 제공해 줄 수 있는 이론과 실무의 균형을 가진 논문으로 이론적 시사점과 실무적 시사점을 도출해 보고자 한다. 흔히들 독일의 교육제도와 기업교육의 우수성을 언급하거나 교육기관과 기업간의 효율적 전략적 유대관계를 분석하기도 한다. 하지만 현대자동차의 입장에서 독일 교육시스템에 의존한 교육프로그램은 외부환경에 해당되는 교육제도를 다루고 있어 현실적으로 실행가능한 대안 도출이 어렵다. 차라리 기업의 통제 범위 안에 있는 사내대학을 분석한 전략적 인사관리 도출이 실현가능성이 높다 하겠다. 이러한 관점에서 본 연구는 독일 자동차산업의 대표주자인 폭스바겐의 사내대학인 AutoUni의 교육 훈련 프로그램에 연구의 범위를 제한하고자 한다. 이를 통해 이론적 측면에서 최근 연구이슈가 되고 있는 사내대학에 관한 이론적 의미와 실무적 시사점을 도출해 볼 수 있겠다.

연구목적을 달성하기 위해 본 연구는 AutoUni의 주요 특징들을 파악해 본다. AutoUni가 다루고 있는 교육의 핵심주제, 교육방식과 기간, 교육대상과 장소를 분석해 본다.

### 2. 연구 문제

본 연구의 목적은 폭스바겐의 사내대학(AutoUni) 주요 특징들을 분석하고 이론적 과제와 한국의 자동차산업 현실에 적합한 사내대학 운영 시사점을 제시해 보는 것이다. 이러한 연구목적을 달성하기위

해 구체적인 연구 문제를 설정하였다.

연구문제 1: 폭스바겐 사내대학(AutoUni) 주요 특징은 무엇인가?

2-1 폭스바겐 사내대학의 중점 교육영역은 무엇인가?

2-2 폭스바겐 사내대학의 주요 교육방법은?

2-3 폭스바겐 사내대학의 교육대상은 누구인가?

## II. 이론적 배경

### 1. 사내대학 개념과 현황

기업교육의 효율적 운영은 기업의 경쟁력과 기업의 학습조직과 직적 연관된다 (권대봉, 2000). 교육 개혁위원회의 사내대학 (Corporate University) 정의를 보면 산업체에서 급격히 변화하는 경영·기술환경에 적응하기 위해서 소속 근로자를 학생으로 하여 설립·운영하는 자체적인 고등교육기관이라고 할 수 있다. 하지만 사내대학의 정의는 각국의 교육체제와 운영주체인 산업체의 지향성에 따라 달라 하나의 합의된 정의는 없는 실정이다 (Holt, 1997; Thompson, 1997).

사내대학은 이미 General Motors가 1927년에 GM Institute라는 이름으로 시작되어 1950년 후반이후 급속한 성장을 이뤄 1980년대 초반에 이미 미국에만 400개가 넘는 사내기업이 존재하였다 (Nixon and Helms, 2002). 그러나 실제로 급성장한 시기는 1990년대 포천 500 기업의 약 40%에 해당되는 1,600개 기업이 사내대학을 가질 정도로 확대되었다 (Lipin, 2001).



〈그림 1〉 사내대학 역사

&lt;표 1&gt; 세계의 주요 사내대학

주요 사내대학			
1	American Airlines (USA)	11	Cisco Systems (USA)
2	AutoUni (Germany)	12	Disney (USA)
3	Shell (Netherland)	13	SW Airlines University for People(USA)
4	Isvor Fiat (Italy)	14	Daimler-Chrysler University(Germany)
5	Motorola University (USA)	15	McDonalds (USA)
6	Intel (USA)	16	ABB Academy(Switzerland)
7	Ford Motor Company (USA)	17	Lufthansa School of Business(Germany)
8	Allianz Management Institute	18	General Electrics (USA)
9	Dell Learning (USA)	19	General Motors University (USA)
10	Ford University(USA)	20	Electrolux Univeristy(USA)

2013년 현재까지 교육과학기술부로부터 정식 인가를 취득한 국내 사내대학은 총 7개로 2013년에 4개가 개교하였다. KDB산업은행이 설립한 KDB금융대학, 한국토지주택공사(LH)가 운영하는 LH토지주택대학이 있고 식품분야에는 제과·제빵에 특화된 SPC식품과학대학이 있다.

&lt;표 2&gt; 국내 사내대학 현황

학교명	개교일	분야	정원(명)	학위구분
삼성전자공과대학	2005. 3	반도체	40	학사
삼성중공업공과대학	2007. 3	조선·해양	40	전문학사
SPC식품과학대학	2011. 3	베이커리	25	전문학사
대우조선해양공과대학	2013. 3	조선·해양	100	전문학사
현대중공업기술대학	2013. 3	조선·기계전기	60	전문학사
KDB금융대학	2013. 3	금융	120	학사
LH토지주택대학	2013. 3	건설경영·기술	40	학사

&lt;표 3&gt; 사내대학과 일반대학의 비교

구분	HRD 센터	사내대학	전통적인 대학
목적	종업원의 직무성과 향상	개인과 조직구성원의 성과를 향상시키고 경쟁력을 제고시키며 변화를 촉진하고 구성원간 문화를 공유	일반인에게 자유롭게 전문적인 교육 기회 제공
결과	직무능력 향상	기업윤리, 가치관, 역사를 전달하고 성취의 범위를 확대	학위 연구 결과물
통제	HRD 부서	CEO와 경영진	설립 소유주 느슨한 통제
지식생산	출판하지 않음	협력기관과 공유, 내부 연구결과 출판	대중에게 공개
참가자	종업원	종업원, 공급자, 고객	일반인
훈련담당자	주제 관련 전문가	내외부 전문가, 협력대학	교수

사내대학, 일반대학, 그리고 인사부서는 몇 가지 차이를 보인다. 사내대학은 단순한 종업원 훈련차원을 넘어 변화를 촉진하고 구성원간 문화를 공유한다. 또한 조직내 구성원과 협력기관과의 관계에 초점을 둔다는 면에서 일반인에게 교육을 제공하는 전통적인 대학과는 차이가 있다. 또한 인적자원관리 부서와는 달리 사내대학은 CEO와 경영진이 직접 통제와 운영을 주도한다는 점에서 구별된다.

## 2. 사내대학관련 기존 연구의 흐름

학술적 차원에서 사내대학에 관한 기존연구를 검토한 결과 다음과 같은 몇가지 주요 연구흐름으로 요약될 수 있다. 첫째, 사내대학 역사와 개념, 현황에 관한 연구가 있다. Blass(2001)은 사내대학과 전통적인 대학을 비교 분석하면서 역사적인 발전과정, 대상 학생, 지식의 생산, 소유와 통제 관점에서 어떻게 차이가 있는지를 정리하였다. 또한 Prince and Beaver (2001)은 최근의 사내대학 현상을 설명하고 최근에 부각되는 주요 이슈들을 조명하고 있다. 지금의 추세라면 사내대학의 수가 전통적인 대학의 수를 넘을 것으로 예상하며 이러한 증가는 다국적기업 최고경영층이 사내대학의 전략적 중요성을 인식한 것에 기인한다고 지적하고 있다. Prince and Stewart (2002)는 사내대학의 개념을 보다 명확하게 하기 위해 개념적 분석틀을 학습조직의 관점에서 제시하고 있다. 둘째 사내대학 설립에 관한 연구가 있다. Pillay and Wijnbeek (2006)은 항공산업의 사내대학 설립 가능성을 분석하였다. 항공산업 특성상 분권화된 조직구조를 가지고 있어 훈련개발 비용이 많이 들게 되므로 집중화된 효율적 사내대학 모델을 제시하고 있다. 모든 계층의 종업원의 훈련과 지속적인 개발이 가능하고 개인과 조직의 수요에 부응할 수 있어 사내대학의 설립이 타당하다고 주장하고 있다. 셋째 사내대학 운영 사례에 관한 연구인 Fresina(1997)은 다양한 사내대학의 사례를 분석하여 사내대학을 그들의 미션에 따라 세 가지 유형, 성공모델 강화형(reinforcer), 변화주도형(change manager), 미래주도형(shaper)으로 구분하고 있다. 넷째 사내대학의 세계화 혹은 국가간 비교 연구가 있다. Sham(2007)은 기존 연구의 틀을 중국에 있는 다국적기업의 사내대학에 적용하여 분석하였다. 특히 중국에 있는 외국합작기업, 단독투자기업, 국유기업을 대상으로 분석한 결과 외국합작기업이 사내대학을 설립 운영하려는 경향이 높은 것으로 나타났다. 또한 중국의 특성이 반영된 관시(관계)를 중시하는 사내대학 운영특성이 드러났다. Shaw (2005)는 모토롤라 대학이 중국에서 어떻게 성공적으로 운영되는지를 분석함으로써 사내대학의 세계화 가능성을 분석하고 있다. 결과적으로 미국기업의 대표적인 사내대학인 모토롤라 대학이 중국에서도 운영 가능하므로 수렴이론(convergence theory)을 지지하고 있다. 동시에 중국의 경제, 정치, 문화적 상황이 모토롤라 대학의 중국 운영에 조절역할을 하고 있음을 밝히고 있다. 마지막으로 사내대학 성과에 관한 연구가 일부 존재한다. El-Tannir (2002)는 지속적인 학습과 훈련개발을 위한 사내대학 모델을 제시하고 있다. 그는 모토롤라 대학, 부즈알랜과 해밀턴 사내대학, 몬트리올 은행의 사례를 분석하면서 사내대학의 전략적 방향성을 변화주도, 변화경영, 리더십개발, 새로운 비즈니스 개발, 공급자와 고객 관계 경영, 경력관리 등을 제시하고 있다. 한편 Morin and Renaud (2004)는 사내대학 훈련 참가가 개인의 직무성과에 미치는 영향을 분석하였다. 저자가 발견한 사내대학의 성과를 실증적으로 분석한 단 하나의 연구이다. 사내대학 프로

그램을 이수한 종업원은 인사관리 부서에서 제공한 사전 교육 여부와 개인적 특성을 통제한 후 약간의 직무성과를 높이는 역할을 하였다.

결국 기존 연구를 검토해본 결과 이론적 실증 연구가 부족함을 알 수 있다. 우선 대부분의 연구가 개념적 정립이나 실증적 검증과정이 없이 서술적 형식의 연구가 대부분이다. 성과에 관한 연구도 El-Tannir (2002)의 연구가 유일하게 실증분석을 통한 결과를 제시하고 있고 충분한 검증과정을 거치지 못하고 있다. 더구나 단순히 직무성과만을 측정하고 있어 사내대학 설립 목적인 변화주도, 신제품 개발 가능성, 문화변화자의 역할 등을 성과로 측정하여 사내대학 성과에 대한 체계적인 연구가 필요하다. 사례연구의 경우도 다양한 사례를 가볍게 다루면서 단순히 사내대학의 유형을 구분하거나 일반적인 현상 설명위주에 그치고 있다. 따라서 본 연구는 하나의 사례를 깊이있게 분석하여 이론적 실무적 시사점을 도출해 보고자 한다. 독일의 대표적인 사내대학인 폭스바겐의 AutoUni를 대상으로 교육프로그램의 주요 영역, 교육 대상그룹, 교육방법 등을 체계적으로 분석해본다.

### III. 연구방법

#### 1. 폭스바겐 사내대학 (AutoUni) 개요

AutoUni는 폭스바겐 그룹 내 교육 그룹 중 가장 상위 계열에 속한 최상위 교육 기관이다 (Auto: 자동차) + (Uni: 대학) = AutoUni (자동차 대학). 폭스바겐도 독일 교육 시스템에 맞추어, 각 연령대와 기술 숙련도에 따른 도공제와 다양한 교육 제도를 실행하고 있으나 그중 AutoUni는 독일 자동차 업계의 주요한 사내대학으로, 기업 및 국가 자동차 인적 자원 개발의 산실이다. AutoUni는 기술 대학과 성인 교육을 통합한 폭스바겐만의 성장을 위한 새로운 형태로 볼 수 있다.

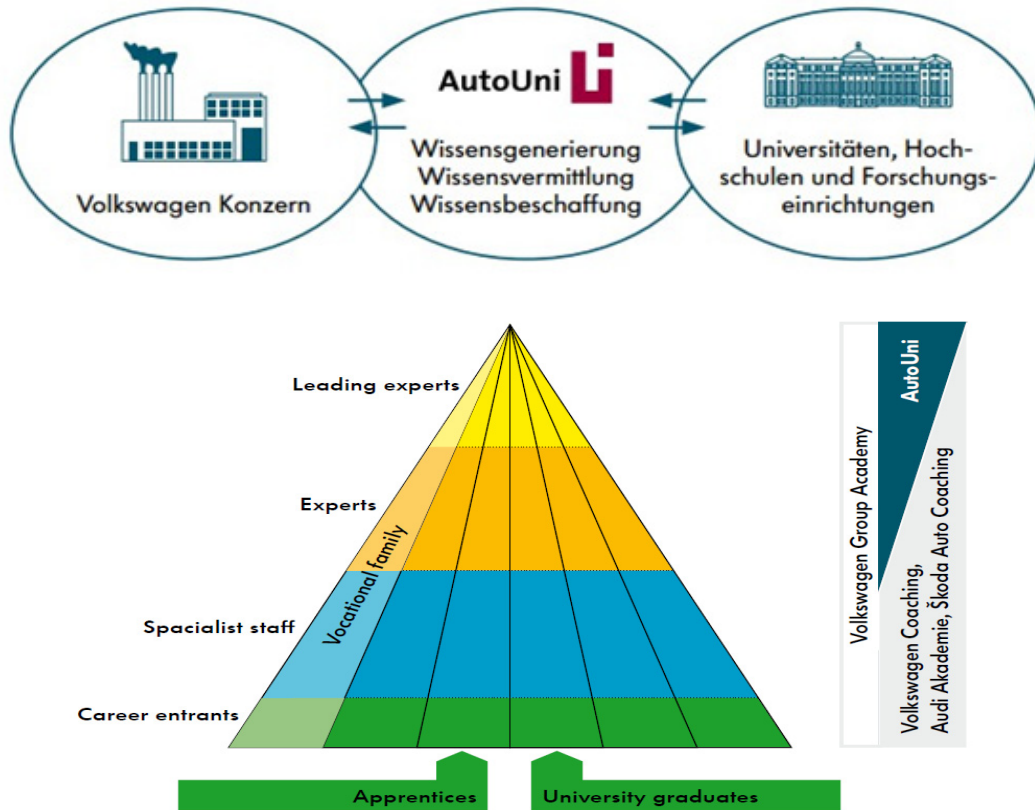
##### (1) 비전(Vision)

폭스바겐의 비전은 “가장 성공적인 자동차 생산 기업이 되는 것”이다. 이 비전은 최고의 상품을 개발하고, 생산하고, 고객에게 전하는, 폭스바겐의 최고의 직원과 기술자들을 통해서만이 이루어진다. 결국 모든 임직원들의 교육과 훈련을 통합하여, 하나로 응집된 그룹 최고의 시너지를 창출하는 것이다. 폭스바겐 사내대학 AutoUni의 교육훈련 프로그램의 방향성을 엿볼 수 있다.

##### (2) 사명(Mission)

지식의 교환을 통해 과학과 산업 발전을 촉진시키고, 그룹에 필요한 최고의 지식을 제공하는 것이다.

AutoUni는 이를 위하여, 기술이 시연되는 공장과 교육 기관, 그리고 여러 유관 기관 및 파트너 대학들과 연계하여, 폭스바겐 그룹에 필요한 훈련의 전 과정을 함께 개발, 진행하고 있다.



〈그림 2〉AutoUni 교육대상

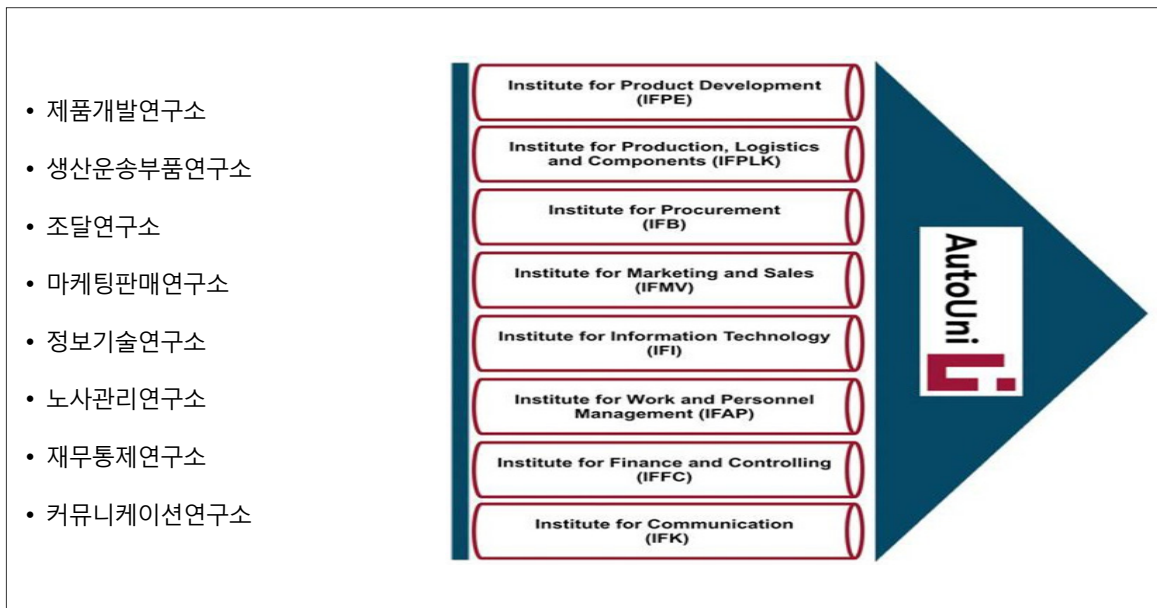
대상은 폭스바겐 그룹 각 직군 내의 전문가 및 최고 전문가를 포함하고 직군은 관련 기술을 필요로 하는 직무에 종사하는 모든 직원을 포함한다. 하지만 지역사회의 발전을 위하여, 일반인을 대상으로 하는 행사도 개최한다.

### (3) 교육방식

강의, 컨퍼런스, 학위 과정과 협력 연구 모듈 등 4가지 교육 방식을 이용하며, 토론을 기본으로 그룹 내의 각각의 직군을 대상으로 한 새로운 지식 축적 과정을 거친다. 전문성과 숙련도가 달라도 교육에 함께 참여하게 하며, 이를 통해 선-후배간 기술 능력과 노하우의 전수를 장려한다. Purchasing and logistics 등 핵심 사업과 관련한 맞춤 교육 프로그램을 통한 직군 내 전 직원간의 네트워크 증진한다.

## 2. AutoUni. 교육내용

각 분야별 8개의 연구소를 두고 있고 각 연구소는 그룹과 사업에 핵심 역량을 기초로 구성된다.



〈그림 3〉 AutoUni 연구소

### (1) 제품개발연구소 (Institute for Product Development: IFPE)

핵심 교육 훈련 분야와 교육내용은 다음과 같다. 제품개발연구소는 자동차의 개발과 그와 관련한 혁신 기술을 위한 그룹의 대내외 노하우 취득에 초점을 두고 있다. 장기적 관점에서 폭스바겐 그룹과 관련한 최근의 트렌드와 연구 결과를 향후 교육 과정 개발에 통합하고 있다. 연구소 자체가 대학과 학교 외의 연구 기관들 그리고 폭스바겐 그룹간의 교육적 노하우를 교환하는 플랫폼 역할을 하고 있으며 (예: Lower Saxony Research Centre) 전자기기, 차대, 차체, 하이브리드, 파워트레인, 제품 관리를 중요 요소로 교육, 훈련한다.

2013년의 중점 교육내용과 트렌드는 전기자동차, 신소재, 품질 관리에 두고 있으며 강의, 컨퍼런스, 학위과정, 협력연구모듈 모든 교육 타입이 통합적으로 적용하고 있다.

〈표 4〉 제품개발연구소 교육내용

	교육내용	교육방식	기간 (시간)	교육대상	교육장소	교육비
1	Vehicle colloquium lecture series	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료
2	Aerodynamics lecture series	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료

3	The chassis in the new ModularTransverse Toolkit(MQB)	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료
4	Ceramic as an automotive material	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
5	Framework conditions for future mobility	Lecture	1.5	Group employees and the public	Ingolstadt	무료
6	Future trends in composite lightweight construction	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료
7	The future of vehicle drives	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
8	Automotive engineering–The vehicle drive	Lecture	1.5	Group employee particularly from the Personnel, Sales, Controlling, Procurement and Communications ovational family	MobileLifeCampus	무료
9	Quality, processes, technology	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
10	Benchmarking–How is quality managed?Meyer Werft as an example	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
11	Excellent companies–Examples from real life	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료
12	TRIZ	Lecture	1.5	Group employees	Hannover	무료
13	Mobility dreams and technologies	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
14	Materials in car manufacturing–Fibre-reinforced materials	Conference	4	Group employees	MobileLifeCampus	무료
15	CO2 conference	Conference	4	Group employees	MobileLifeCampus	무료
16	Dealing with“special characteristics”	Conference	4	Group employees	MobileLifeCampus	무료
17	Functional safety	Conference	4	Group employees	MobileLifeCampus	무료
18	Product management	Course	150	Group employees, particularly from the areas of Product Management and Technical Project Management	Various Group Locations	€ 3,500
19	Powertrain	Course	200	Group employees, particularly from Group departments with interfaces to the powertrain	Various Group Locations	€ 4,800
20	Electronics2–System technologies	Course	120	Past participants of theVehicle electronics / Electronics 1 courses	Ingolstadt Braunschweig Wolfsburg	€ 4,800
21	Hybrid and electric vehicle technologies	Course	100	Group employees, particularly from the	Various Group locations	€ 4,800

				areas of Development, Quality Assurance and Components		
22	Whole vehicle–South America	Course	180	Senior specialist staff and managers from the Volkswagen Group, particularly from South America	Volkswagen do Brasil São Carlos do Campo	On request
23	Turbocharging in combustion engines	Cooperative Study Module	30	Group employees with technical degree of comparable level of prior knowledge	Dresden	€ 1,500
24	Electric traction: Battery management	Cooperative Study Module	30	Group employees with technical degree of comparable level of prior knowledge	Aachen	€ 1,500
25	Electric traction: Battery management II–The vehicle battery as part of a network	Cooperative Study Module	30	Group employees with technical degree of comparable level of prior knowledge	Aachen	€ 1,500
26	Electric traction: Electric drives	Cooperative Study Module	30	Group employees with technical degree of comparable level of prior knowledge	Hannover	€ 1,500
27	Electric traction: The chassis in hybrid and electric vehicles	Cooperative Study Module	30	Group employees with technical degree of comparable level of prior knowledge	Braunschweig	€ 1,500

## (2) 생산운송부품연구소(Institute for Production, Logistics and Components: IFPLK)

생산운송부품연구소는 그룹의 대내외 관련 혁신기술 노하우 취득에 초점을 두고 있고 생산 기술과 경제적 요소가 중요한 요소로 다루어진다. 제품 생산에 대한 지식 공유를 통한 기술적 인적 네트워크를 구축하고 2013년 트렌드는 자동차 경량화, 전기자동차 생산, 친환경 생산이 중점연구교육 분야다. 협력연구모듈이 교육에 많이 활용되어, 그룹 내 지식을 더 발전시키는데 중점을 두고 있다.

〈표 5〉 생산운송부품연구소

	교육내용	교육방식	기간 (시간)	교육대상	교육장소	교육비
1	Current production topics	Lecture	1.5	Group employees	Chemnitz Wolfsburg	무료
2	Trends in production research	Lecture	1.5	Group employees	Dresden Ingolstadt	무료
3	The factory of tomorrow is "smart"	Conference	4	Group employees	MobileLifeCampus, Wolfsburg	무료

4	Production control in conflict between volume and Pearl Chain	Conference	4	Group employees	Pamplona	무료
5	The BMBF ProGRess project– Increasing efficiency with regard to aluminium die-casting	Conference	4	Group employees and the public	Poznań.	무료
6	Automotive production	Course	130	Group employees and the public	Various Group locations	€ 4,000
7	Components curriculum	Course	130	Group employees, particularly from the Components vocational families	Various Group locations	€ 4,800
8	Lightweight construction: Foundry technology	Cooperative Study Module	30	Group employees, particularly from the areas of Research, Development, Production and Components	Magdeburg	€ 1,500
9	Light weight construction: Plastics technologies- Fibre reinforced plastics (FRP)	Cooperative Study Module	30	Group employees, particularly from the areas of Research, Development, Production and Components	Dresden	€ 1,500
10	Lightweight construction: Lightweight steel technology	Cooperative Study Module	30	Group employees, particularly from the areas of Research, Development, Production and Components	Aachen	€ 1,500
11	The energy-efficient factory in car manufacturing	Cooperative Study Module	30	Group employees, particularly from the areas of Research, Development, Production and Components	Chemnitz	€ 1,500
12	E-Production: Production of the electric motor	Cooperative Study Module	30	Group employees, particularly from the areas of Research, Development, Production and Components	Aachen	€ 1,500
13	E-Production: Production of the high-voltage battery (pack)	Cooperative Study Module	30	Group employees, particularly from the areas of Research, Development, Production and	Aachen	€ 1,500

				Components		
14	E-Production: Electric-vehicle production	Cooperative Study Module	30	Group employees, particularly from the areas of Research, Development, Production and Components	Aachen	€ 1,500

### (3) 조달연구소 (Institute for Procurement: IFB)

제품조달연구소는 회사에서 필요하지만 생산하지 않는 모든 물품을 제공하는 방안을 연구한다. 원재료, 부재료, 연료, 반완성품, 완성품과 장비, 시스템과 서비스를 포함한다. 연구소의 교육 목표는 필요한 물품을 정확한 장소, 정확한 시간, 정확한 가격으로 공급하는 것이다. 2013년 주요 교육연구분야는 세계화, 천연 자원 감소에 따른 기술적 전략적 조달 방법론과 아웃소싱, 공급자와의 관계, 혁신적 비용 절감에 두고 있다. 다른 교육에 비해 강의 형식을 중점적으로 두어, 외부 지식을 내부로 축적하려는 경향이 있다.

〈표 6〉 조달연구소 교육내용

	교육내용	교육방식	기간 (시간)	교육대상	교육장소	교육비
1	Procurement markets of the future	Lecture	1.5	Group employee	Skoda Uni Mlada Boleslav	무료
2	The supplier as a source of innovation	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료
3	Total cost of ownership in procurement	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료
4	Compliance in procurement	Lecture	1.5	Group employees	Conference Centre, Ingolstadt	무료
5	The optimal number of suppliers	Lecture	1.5	Group employees	Skoda Uni, Mlada Boleslav	무료
6	The future of raw materials	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus, Wolfsburg	무료
7	International negotiation	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus, Wolfsburg	무료
8	Successful quality management across the supplier chain	Lecture	1.5	Group employees, particularly from the Procurement and Quality vocational families	MobileLifeCampus	무료
9	Framework conditions in the supplier market of China	Conference	4	Group employees	Hannover	무료

10	Raw materials management in procurement	Conference	4	Group employees	Hannover	무료
11	Supplier integration	Cooperative Study Module	30	Procurement vocational family	MobileLifeCampus	€ 1,500
12	Purchasing decision making and strategy execution	Cooperative Study Module	30	Group employees with technical degree of compara	MobileLifeCampus	€ 1,500

#### (4) 마케팅영업연구소(Institute for Marketing and Sales (IFMV))

마케팅 판매 연구소는 고객과의 접점에 대한 모든 부분을 연구 교육 훈련을 수행하며 지속가능성과 이동성을 주제로 시장과 브랜드 그리고 고객은 어떻게 반응하는지 연구한다. 2013년 중점분야는 카셰어링, 온라인 마케팅에 두고 있고 강의와 컨퍼런스 위주로 강사를 통한 다양한 문화와 환경의 마케팅 및 영업 노하우를 훈련한다.

〈표 7〉 마케팅연구소 교육내용

	교육내용	교육방식	기간 (시간)	교육대상	교육장소	교육비
1	Marketing and sales here and now	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료
2	After sales here and now	Lecture	1.5	Group employees	Wolfsburg Kassel	무료
3	The future of the car retail sector from the customer's perspective	Lecture	1.5	Group employees and public	MobileLifeCampus	무료
4	Financial services here and now	Lecture	1.5	Group employees	Braunschweig	무료
5	Customer enthusiasm via service quality A myth or a realistic objective?	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료
6	South America and Volkswagen: The car market in South America	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
7	Mobility concepts of the future	Conference	4	Group employees	MobileLifeCampus	무료
8	Online marketing Old hat already?	Conference	4	Group employees	MobileLifeCampus	무료
9	Quality and the customer An international comparison of quality experiences	Conference	4	Group employee	MobileLifeCampus	무료
10	Marketing, sales and financial services	Course	180	Group employees	Various Group locations	€ 4,800

11	Sales psychology	Cooperative Study Module	30	Group employees with a business degree or comparable level of prior knowledge	MobileLifeCampus	€ 1,500
----	------------------	--------------------------	----	---	------------------	---------

##### (5) 정보기술연구소(Institute for Information Technology (IFI))

정보기술 연구소는 회사의 프로세스를 진행하고 지원하는데 중요한 역할을 한다. 2013년 주요 중점분야는 자동차의 개발 및 생산에 중요한 역할을 하는 IT와 개발, 생산 부분의 협력에 두고 있다. 강의와 컨퍼런스는 새로운 정보기술에 대하여, 협력연구모듈은 그룹 내 각 부분 전문가들의 협업 도모하고 있다.

〈표 8〉 정보기술연구소 교육내용

	교육내용	교육방식	기간 (시간)	교육대상	교육장소	교육비
1	Cloud-based app service landscape for cars	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
2	Organic computing About Balinese water temples, ants and self-modifying code	Lecture	1.5	Group employees and the public	Ingolstadt Video transmission to Wolfsburg, Emden and, if required, other locations	무료
3	Textmining	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료
4	Master data: Companies' hidden	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
5	Mainframes Dinosaurs or the vanguard of technological progress?	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
6	Agile software development An overview of methods	Conference	1day (10)	Group employees	MobileLifeCampus	€ 500
7	Global IT supply models	Conference	4	Group employees	MobileLifeCampus	무료
8	Open source	Conference	4	Group employees	MobileLifeCampus	무료
9	The customer online	Conference	4	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
10	Data mining	Cooperative Study Module	30	Group employees with a degree or comparable level of prior knowledge	MobileLifeCampus	€ 1,500
11	User experience User-centered software development	Cooperative Study Module	30	Group employees with a degree or comparable level of prior knowledge	Wolfsburg Other venues on request	€ 1,500

### (6) 노사관리연구소 (Institute for Labor and Personnel Management: IFAP)

노사관리연구소는 그룹 내에 최신의 관리 노하우의 제공, 산업 문제 해결을 위한 연구 수행, 직원의 인사관련 부문의 향상을 위한 행사 제공을 목표로 한다. 그룹의 2018 전략의 지원을 위해 HR의 과학적 사례를 제공 및 연구하며, 직원 선발과 질, 일과 고용 환경 개선, 성과평가, 보상제도 관리, 고용자 매력 증가를 연구한다. 2013년 중점분야는 직무환경과 건강 (시프트, 로테이션), 건강관리, 직무관련 스트레스가 상품과 생산의 질에 미치는 영향, 효율성 증대, 작업 현장 인사 개발, 관리 개발에 두고 있다.

〈표 9〉 노사관리연구소 교육내용

	교육내용	교육방식	기간 (시간)	교육대상	교육장소	교육 비
1	Current findings from personnel research	Lecture	1.5	All vocational families, particularly HR and Production	By agreement	무료
2	Current topics in high-performance work practices research	Lecture	1.5	All vocational families, particularly HR	AMobileLifeCampus	무료
3	New inputs concerning HR, leadership and organisation	Lecture	1.5	All vocational families, particularly HR	AMobileLifeCampus	무료
4	IN DEMAND The forum for HR Officers	Lecture	1.5	HR vocational family	AMobileLifeCampus	무료
5	IFAP Kolleg	Lecture	2	Group employees	Ingolstadt Video transmission to Neckarsulm, Wolfsburg and other locations on request	무료
6	Personnel forum for leading experts	Conference	3	HR vocational family	MobileLifeCampus	무료
7	HR curriculum	Course	10 days	HR vocational family	Various Group locations	€ 3,500
8	HR curriculum Advanced modules	Course	12	Persons who have completed the HR curriculum course	Various Group locations	무료
9	HR curriculum II Strategic personnel management in conjunction with corporate management	Course	TBC	HR Officers / Personnel expertse	Various Group locations	무료
10	Automotive engineering for non-engineers	Course	TBC	Group employees with no prior technical knowledge	Various Group locations	€ 2,500

11	The principles of industrial engineering	Cooperative Study Module	30	HR vocational family	Various Group locations	€ 1,500
12	Demographic challenges and HR management	Cooperative Study Module	30	Group employees with a degree or comparable level of prior knowledge	Wolfsburg	€ 1,500

### (7) 재무통제연구소 (Institute for Finance and Controlling: IFFC)

재무통제연구소는 회계, 통제, 국채, 세금과 관세 부문을 연구하며, 대학 및 경영대학원 그리고 기술 대학들의 과학적 노하우를 적용하는데 목적을 둔다. 재무 통제와 관련하여 폭스바겐 그룹에 가장 알맞게 제작된 기준을 제공하여, 교육을 실시하고, 실제 사례들을 교환할 수 있는 플랫폼을 제공하는 역할 수행하며, 이를 통해 관련 커뮤니케이션의 실수를 방지하고, 관련 기준의 전사적 제도를 수행한다. 국제적 재정 보고 및 세금 관세 관련 법규와 리스크 관리를 주요 요소로 하여 각 부서와 자회사들의 정보 공유를 수행한다. 2013년도 핵심중점분야는 IFRS적용 연결재무재표, 이전 가격 조작에 관한 협업 연구 모듈에 두고 있다.

〈표 10〉 재무통제연구소 교육내용

	교육내용	교육방식	기간 (시간)	교육대상	교육장소	교육비
1	Economy and ecology Conadictions and similarities from the perspective of conolling	Lecture	1.5	Group employees and the public	Customer Centre, Hannover	무료
2	Innovation controlling (How)cna creativity be controlled?	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus, Wolfsburg	무료
3	Procurement controlling	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
4	Operational risks caused by business crime	Lecture	1.5	Group employees	Conference and Finance Centre, Financial Services AG, Braunschweig	무료
5	Process controlling Planning, optimising and controlling management processes	Conference	1day (8)	Group employees, particularly those with responsibility for processes in overhead areas, and controllers	Customer Centre, Hannover	€ 500

6	Multidimensional performance measurement and management	Conference	1day (8)	Group employees, particularly those who use KPIs for management purposes, and controllers	MobileLifeCampus	€ 500
7	Transfer pricing	Cooperative Study Module	30	Group employees with a business degree or comparable level of prior knowledge	MobileLifeCampus	€1,500
8	IFRS compact	Cooperative Study Module	30	Senior specialist staff and managers from the Volkswagen Group, particularly from Finance and Accounting	Volkswagen Group China, Beijing	€ 1,000

#### (8) 커뮤니케이션연구소 (Institute for Communication: IFK)

커뮤니케이션 연구소는 대외 커뮤니케이션의 중요성을 인식하고 2011년부터 새롭게 세워져 교육 및 훈련을 진행하고 있다. 전통적 및 최근의 그룹의 제품 커뮤니케이션 방법, 대외 관계, 지속가능성, 주주 관계 관리 정책에 초점을 둔다. 현 PR 및 커뮤니케이션 문제에 대한 해결책 제시, 세계적 커뮤니케이션 기준 제정, 커뮤니케이션 관리 및 사회와 시장과 관련한 문제에 관한 실제 사례 공유를 목표로 수행한다. 외부 강사를 두고 강의식 훈련이 진행되며, 고객, 주주 및 언론을 대하는 방법과 대화법의 교육 위주로 이루어진다.

〈표 11〉 커뮤니케이션연구소 교육내용

	교육내용	교육방식	기간 (시간)	교육대상	교육장소	교육비
1	PR in practice	Lecture	1.5	Communications vocational family	MobileLifeCampus	무료
2	Every minute counts: How radio appeals to us	Lecture	1.5	Communications vocational family	MobileLifeCampus	무료
3	The dialogue principle: Volkswagen in communication with society	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
4	Truth effect	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료

5	Sustainabilityreportingstandards	Lecture	1.5	Group employees and the public	MobileLifeCampus	무료
6	On misunderstandings and speechlessness in communications between the economy and politics	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료
7	1:0 for sport communications: The emotionalisation of brands and markets	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료
8	From media analysis to topic selection	Lecture	1.5	Group employees	MobileLifeCampus	무료

### 3. 폭스바겐 사내대학(AutoUni) 교육 프로그램 분석

#### (1) 영역별 분석

##### ① 제품개발과 생산운송부품

AutoUni의 교육 프로그램 분석은 제품개발, 생산운송부품, 조달, 마케팅판매, 정보기술, 노사관리, 재무통제, 커뮤니케이션 총 8개 영역별로 분석한다. 분석의 틀은 각 영역별 핵심내용, 개설강좌의 수, 교육방식, 교육기간, 교육장소, 교육비, 교육대상을 중심으로 한다. 이러한 분석의 틀은 AutoUni의 교육프로그램의 특성을 이해하는데 기초가 된다. 즉 미래의 폭스바겐 방향, 어떤 영역에 교육의 중점을 두는지, 어떤 방식으로 어느 정도의 기간동안 교육이 누구를 대상으로 이루어지는지에 대한 큰 그림을 제공할 것으로 판단된다.

<표 12>와 같이 제품개발은 전기자동차, 신소재 개발, 품질관리를 제품개발영역의 새로운 교육수요로 인식하고 교육프로그램을 구성하고 있다. 전기자동차의 경우 기술적인 측면외에 비기술적인 측면의 역량을 구축해야 하고 모든 자동차 업체들의 공통된 도전으로 다가오고 있다. 전기자동차 관련 수요에 대응할 수 있도록 지속적으로 노하우를 개발하고 공유하는 교육프로그램을 운영하고 있다. 신소재의 경우도 자동차 경량화에 중요한 영향을 미칠 수 있는 영역이다. 또한 자동차의 수익성과 환경보호를 강조하는 외부환경에 대응해야 하는 영역이고 이를 위해 최신의 신소재개발을 통해 비용과 자동차 경량화에 대응한다. 품질관리는 품질 관련 최신의 연구를 파악하고 폭스바겐 그룹내부 뿐만 아니라 다른 산업이나 기업의 성공적인 사례를 배운다.

제품개발의 경우 개설된 교육프로그램의 수는 제품개발이 27개이며 이중 강의방식이 13개로 가장 많았고 컨퍼런스 4개, 강좌와 협력연구모듈이 각각 5개였다. 교육기간별로는 강좌형식의 교육이 750시간으로 가장 높았고 협력연구모듈이 150시간이었다. 교육장소는 강의방식과 컨퍼런스 교육은 MobileLifeCampus에서 이루어졌고 협력연구모듈은 다양한 곳에서 이루어지고 있었다. 교육비는 강의방식과 컨퍼런스 형식의 교육은 무료였고 강좌나 협력연구모듈은 대부분 유료로 운영되고 있다. 교육대

상별로는 강의방식은 그룹종업원이나 일반인 대상으로 이루어지고 있는 반면 강좌나 협력연구모듈은 관련 업무를 하고 있는 그룹 관리자나 사전지식이 있는 관리자를 대상으로 운영되고 있다. 생산운송부품 영역에서 전기자동차 생산을 위해 전기모토의 개발과 생산, 고전압배터리 생산, 전기차생산 등 세 가지에 초점을 두고 있다. 14개 교육프로그램이 개설되어 있고 주로 협력연구모듈로 운영되는 비중이 높다. 또한 교육기간별로 살펴보면 강좌나 협력연구모듈이 200시간 이상 교육이 이루어지는 반면 강의 방식은 3시간에 불과하다.

〈표 12〉 영역별 교육프로그램 분석 (제품개발과 생산운송부품 연구소)

구분	제품개발	생산, 운송, 부품
핵심영역	- 전기자동차 - 신소재 - 품질 관리	- 자동차 경량화 - 전기자동차 생산 - 친환경 생산
개설강좌	27개	14
교육방식	강의방식 (13) 컨퍼런스 (4) 강좌 (5) 협력연구모듈 (5)	강의방식 (2) 컨퍼런스 (3) 강좌 (2) 협력연구모듈 (7)
교육기간(시간)	강의방식 (19.5) 컨퍼런스 (16) 강좌 (750) 협력연구모듈 (150)	강의방식 (3) 컨퍼런스 (12) 강좌 (260) 협력연구모듈 (210)
교육장소	강의방식(13) MobileLifeCampus (11) Ingolstadt (1) Hannover (1) 컨퍼런스(4) MobileLifeCampus (4) 강좌(5) 다양한 그룹 위치 (3) Ingolstadt/Braunschweig/Wolfsburg (1) 브라질 (1) 협력연구모듈(5) Dresden (1) Aachen (2) Hannover (1) Braunschweig (1)	강의방식(2) MobileLifeCampus (1) Chemnitz/Wolfsburg (1) Chemnitz (1) 컨퍼런스(3) MobileLifeCampus (1) Pamplona (1) Poznan (1) 강좌(2) 다양한 그룹 위치 (2) 협력연구모듈(7) Chemnitz (1) Dresden (1) Aachen (4) Magdeburg (1)
교육비	무료: 17개, 유료: 10개 강의방식: 무료 컨퍼런스 : 무료 강좌: 3,500-4,800 유로 협력연구모듈: 1,500유로	무료: 5개, 유료: 9개 강의방식: 무료 컨퍼런스 : 무료 강좌: 4,000-4,800 유로 협력연구모듈: 1,500유로
교육대상	강의방식(13) 그룹종업원 (6) 그룹종업원/일반인 (6) 관련업무대상자 (1) 사전지식보유자 (0) 컨퍼런스(4) 그룹종업원 (4) 그룹종업원/일반인 (0)	강의방식(2) 그룹종업원 (2) 그룹종업원/일반인 (0) 관련업무대상자 (0) 사전지식보유자 (0) 컨퍼런스(3) 그룹종업원 (2) 그룹종업원/일반인 (1)

	관련업무대상자 ( 0 )	관련업무대상자 ( 0 )
	사전지식보유자 ( 0 )	사전지식보유자 ( 0 )
강좌(5)		강좌(2)
그룹종업원 ( 0 )		그룹종업원 ( 0 )
그룹종업원/일반인 ( 0 )		그룹종업원/일반인 ( 1 )
관련업무대상자 ( 5 )		관련업무대상자 ( 1 )
사전지식보유자 ( 0 )		사전지식보유자 ( 0 )
협력연구모듈(5)		협력연구모듈(7)
그룹종업원 ( 0 )		그룹종업원 ( 0 )
그룹종업원/일반인 ( 0 )		그룹종업원/일반인 ( 0 )
관련업무대상자 ( 0 )		관련업무대상자 ( 7 )
사전지식보유자 ( 5 )		사전지식보유자 ( 0 )

교육은 협력연구모듈의 비중이 높아 다양한 곳에서 이루어지고 있다. 교육비 또한 강의와 컨퍼런스는 무료로 운영되고 강좌와 협력연구모듈은 모두 유료로 운영되고 있다. 교육대상별로는 강의방식과 컨퍼런스는 그룹종업원이나 일반인을 대상으로 하고 있고 반면 강좌나 협력연구모듈은 주로 관련 업무를 하고 있는 그룹 관리자를 대상으로 운영되고 있다.

## ② 조달과 마케팅판매 영역

<표 13>과 같이 조달은 세계화, 전략적 조달 방법론, 아웃소싱, 공급자와의 관계, 혁신적 비용절감을 핵심영역으로 포함하고 있다. 폭스바겐은 다양한 원료를 조달하고 있으며 최근의 메카 트렌드인 세계화, 천연자원의 부족, 생태환경 인식의 제고 등으로 인해 전략적 조달의 필요성이 증가하였다. 이러한 요구에 대응하기 위해 지속가능성과 책임감, OEM공급자와의 관계 발전, 리스크 경영, 조달전략, 글로벌 가치사슬의 안정화, 조달경영능력강화를 주제로 다루고 있다.

조달의 경우 개설된 교육프로그램의 수는 제품개발이 12개이며 이중 강의방식이 8개로 가장 많았고 컨퍼런스 2개, 협력연구모듈이 2개였다. 교육기간별로는 협력연구모듈이 60시간으로 가장 높았고 강의방식이 12시간으로 뒤를 이었다. 교육장소는 강의방식과 협력연구모듈 교육은 MobileLifeCampus에서 많이 이루어진다. 교육비는 강의방식과 컨퍼런스 형식의 교육은 무료였고 협력연구모듈은 대부분 유료로 운영된다. 교육대상별로는 강의방식은 그룹종업원이나 일반인 대상으로 이루어지고 있는 반면 협력연구모듈은 관련 업무를 하고 있는 그룹 관리자나 사전지식이 있는 관리자를 대상으로 운영되고 있다.

마케팅판매 영역은 카셰어링과 온라인 마케팅을 핵심영역으로 다루고 있다. 새로운 고객수요와 강화된 전략적 마케팅의 필요성이 대두되고 있다. 지속가능성과 미래의 운송수단이 핵심이다. 마케팅판매의 경우 개설된 교육프로그램의 수는 제품개발이 11개이며 이중 강의방식이 6개로 가장 많았고 컨퍼런스 3개, 강좌 1개, 협력연구모듈이 2개였다. 교육기간별로는 강좌가 180시간으로 가장 높았고 협력연구모듈이 30시간, 컨퍼런스가 12시간, 강의방식이 9시간으로 나타났다. 교육장소는 강의방식, 컨퍼런스, 협력연구모듈 교육은 MobileLifeCampus에서 많이 이루어진다. 교육비는 강의방식과 컨퍼런스 형식의 교육은 무료였고 협력연구모듈은 대부분 유료로 운영되고 있다.

〈표 13〉 영역별 교육프로그램 분석 (조달과 마케팅판매 연구소)

구분	조달	마케팅 판매
핵심영역	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 세계화</li> <li>- 전략적 조달 방법론</li> <li>- 아웃소싱</li> <li>- 공급자와의 관계</li> <li>- 혁신적 비용 절감</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 카셰어링</li> <li>- 온라인 마케팅</li> </ul>
개설강좌	12	11
교육방식	강의방식 ( 8) 컨퍼런스 ( 2) 강좌 ( 0) 협력연구모듈 ( 2)	강의방식 ( 6) 컨퍼런스 ( 3) 강좌 ( 1) 협력연구모듈 ( 1)
교육기간(시간)	강의방식 ( 12) 컨퍼런스 ( 8) 강좌 ( 0) 협력연구모듈 ( 60)	강의방식 ( 9) 컨퍼런스 ( 12) 강좌 (180) 협력연구모듈 ( 30)
교육장소	강의방식 (8) MobileLifeCampus ( 5) Skoda Uni/ MladaBoleslav ( 2) Conference Center/ Ingolstadt ( 1) 컨퍼런스(2) Hannover ( 2) 강좌(0) 협력연구모듈 ( 2) MobileLifeCampus ( 2)	강의방식 (6) MobileLifeCampus ( 4) Wolfsburg/Kassel ( 1) Braunschweig ( 1) 컨퍼런스(3) MobileLifeCampus ( 3) 강좌(1) 다양한 그룹 위치 ( 1) 협력연구모듈(1) MobileLifeCampus ( 1)
교육비	무료: 10개, 유료: 2개 강의방식: 무료 컨퍼런스 : 무료 강좌: - 협력연구모듈:1,500유로	무료: 9개, 유료: 2개 강의방식: 무료 컨퍼런스 : 무료 강좌: 4,800 유로 협력연구모듈:1,500 유로
교육대상	강의방식 (8) 그룹종업원 ( 5) 그룹종업원/일반인 ( 2) 관련업무대상자 ( 1) 사전지식보유자 ( 0) 컨퍼런스(2) 그룹종업원 ( 2) 그룹종업원/일반인 ( 0) 관련업무대상자 ( 0) 사전지식보유자 ( 0) 강좌(0) 그룹종업원 ( 0) 그룹종업원/일반인 ( 0) 관련업무대상자 ( 0) 사전지식보유자 ( 0) 협력연구모듈(2) 그룹종업원 ( 0) 그룹종업원/일반인 ( 0) 관련업무대상자 ( 1) 사전지식보유자 ( 1)	강의방식 (6) 그룹종업원 ( 4) 그룹종업원/일반인 ( 2) 관련업무대상자 ( 0) 사전지식보유자 ( 0) 컨퍼런스(3) 그룹종업원 ( 3) 그룹종업원/일반인 ( 0) 관련업무대상자 ( 0) 사전지식보유자 ( 0) 강좌(1) 그룹종업원 ( 1) 그룹종업원/일반인 ( 0) 관련업무대상자 ( 0) 사전지식보유자 ( 0) 협력연구모듈(1) 그룹종업원 ( 0) 그룹종업원/일반인 ( 0) 관련업무대상자 ( 0) 사전지식보유자 ( 1)

교육대상별로는 강의방식과 컨퍼런스, 강좌는 그룹종업원을 대상으로 하고 있고 반면 협력연구모듈은 사전지식이 있는 관리자를 대상으로 운영되고 있다.

### ③ 정보기술과 노사관리 영역

자동차 개발과 생산단계에서의 정보기술의 역할이 매우 중요하다. 따라서 정보기술연구소에서는 정보기술 분야의 전문가 뿐만 아니라 자동차 연구개발 부서 전문가를 포함한 위원회를 구성하고 있다.

정보기술의 경우 개설된 교육프로그램의 수는 제품개발이 11개이며 이중 강의방식이 5개로 가장 많았고 컨퍼런스 4개, 협력연구모듈이 2개였다. 교육기간별로는 협력연구모듈이 60시간으로 가장 많고 컨퍼런스가 22시간, 강의방식이 7시간 반으로 이루어져 있다. 교육장소는 강의방식, 컨퍼런스, 협력연구모듈 교육은 MobileLifeCampus에서 많이 이루어진다. 교육비는 강의방식과 컨퍼런스 형식의 교육은 무료였고 한번의 컨퍼런스는 유료로 진행되었다. 협력연구모듈은 대부분 유료로 운영되고 있었다. 교육대상별로는 강의방식과 컨퍼런스는 그룹종업원과 일반인을 대상으로 하고 있고 반면 협력연구모듈은 사전지식이 있는 관리자를 대상으로 운영되고 있다.

노사관리의 주요 영역은 종업원 선발과 역량, 작업투입과 고용조건의 공동개발, 성과평가와 보상시스템, 매력적인 고용주 되기 등에 대한 이론적 연구를 수행하고 있다. 노사관리의 경우 개설된 교육프로그램의 수는 제품개발이 12개이며 이중 강의방식이 5개로 가장 많았고 강좌 4개, 컨퍼런스 1개, 협력연구모듈이 2개였다. 교육기간별로는 강좌방식의 교육이 372시간으로 가장 많았고 협력연구모듈이 60시간 이루어졌다. 강의방식이 8시간, 컨퍼런스가 3시간 이루어져있다. 교육장소는 강의방식, 컨퍼런스 교육은 MobileLifeCampus에서 많이 이루어졌지만 강좌나 협력연구모듈은 다양한 위치에서 이루어졌다. 교육비는 강의방식과 컨퍼런스 형식의 교육은 무료였고 강좌나 협력연구모듈은 대부분 유료로 운영되고 있었다. 교육대상별로는 강의방식과 컨퍼런스 모두 관련업무 대상자를 중심으로 이루어진 점이 다른 연구영역과를 구별되는 특징이다. 강좌는 주로 관련업무 대상자를 중심으로 이루어졌고 협력연구모듈은 관련업무 대상자나 사전지식이 있는 관리자를 대상으로 운영되고 있다.

〈표 14〉 영역별 교육프로그램 분석 (정보기술과 노사관리 연구소)

구분	정보기술	노사관리
핵심영역	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자동차의 개발에 필요한 IT</li> <li>- 개발, 생산 협력</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 직무환경과 건강 (시프트, 로테이션)</li> <li>- 직무관련 스트레스가 제품과 생산의 질에 미치는 영향</li> <li>- 효율성 증대</li> <li>- 작업 현장 인사 관리</li> </ul>
개설강좌	11	12
교육방식	강의방식 ( 5) 컨퍼런스 ( 4) 강좌 ( 0) 협력연구모듈 ( 2)	강의방식 ( 5) 컨퍼런스 ( 1) 강좌 ( 4) 협력연구모듈 ( 2)
교육기간(시간)	강의방식 ( 7.5) 컨퍼런스 ( 22) 강좌 ( 0) 협력연구모듈 ( 60)	강의방식 ( 8) 컨퍼런스 ( 3) 강좌 (472) 협력연구모듈 ( 60)

교육장소	강의방식 (5) MobileLifeCampus (4) Ingolstadt/ 타지역비디오시청 가능 (1) 컨퍼런스(4) MobileLifeCampus (4) 강좌(0) 협력연구모듈(2) MobileLifeCampus (1) Wolfsburg/ 타지역 신청가능 (1)	강의방식 (5) 협의가능 (1) MobileLifeCampus (4) Ingolstadt/ 타지역비디오시청 가능 (1) 컨퍼런스(1) MobileLifeCampus (1) 강좌(4) 다양한 그룹 위치 (4) 협력연구모듈(2) 다양한 그룹 위치 (1) Wolfsburg (1)
교육비	무료: 8개, 유료: 3개 강의방식: 무료 컨퍼런스: 무료 (3) 유료 (1) 강좌: - 협력연구모듈: 1,500 유로	무료: 8개, 유료: 4개 강의방식: 무료 컨퍼런스: 무료 강좌: 무료 (3) 유료 (1) (2,500 -3,500 유로) 협력연구모듈: 1,500 유로
교육대상	강의방식 (5) 그룹종업원 (1) 그룹종업원/일반인 (4) 관련업무대상자 (0) 사전지식보유자 (0) 컨퍼런스(4) 그룹종업원 (3) 그룹종업원/일반인 (1) 관련업무대상자 (0) 사전지식보유자 (0) 강좌(0) 그룹종업원 (0) 그룹종업원/일반인 (0) 관련업무대상자 (0) 사전지식보유자 (0) 협력연구모듈(2) 그룹종업원 (0) 그룹종업원/일반인 (0) 관련업무대상자 (0) 사전지식보유자 (2)	강의방식 (5) 그룹종업원 (1) 그룹종업원/일반인 (0) 관련업무대상자 (4) 사전지식보유자 (0) 컨퍼런스(1) 그룹종업원 (0) 그룹종업원/일반인 (0) 관련업무대상자 (1) 사전지식보유자 (0) 강좌(4) 그룹종업원 (0) 그룹종업원/일반인 (0) 관련업무대상자 (4) 사전지식보유자 (0) 협력연구모듈(2) 그룹종업원 (0) 그룹종업원/일반인 (0) 관련업무대상자 (1) 사전지식보유자 (1)

## ④ 재무통제와 커뮤니케이션 영역

재무통제연구소는 회계, 재무, 세무, 관세등의 원활한 업무를 위해 학계, 관련 기관 전문가의 노하우를 교육하고 있다. 국제회계기준위원회가 제정하는국제회계기준(International Financial Reporting Standards, IFRS)에 대한폭스바겐 구성원들의 숙지를 통해 원활한 운영을 가능하게 하는 목적의 교육이다. 재무통제의 경우 개설된 교육프로그램의 수는 제품개발이 8개이며 이중 강의방식이 4개로 가장 많았고 컨퍼런스 2개, 협력연구모듈이 2개였다. 교육기간별로는 협력연구모듈이 60시간 이루어졌고 컨퍼런스가 16시간, 강의방식이 6시간 이루어져있다. 교육장소는 강의방식, 협력연구모듈 모두 MobileLifeCampus에서 많이 이루어졌다. 교육비는 강의방식 교육은 무료였고 컨퍼런스와 협력연구모듈은 대부분 유료로 운영되고 있다. 교육대상별로는 강의방식은 그룹종업원이나 일반인을 대상으로 이루어졌고 컨퍼런스와 협력연구모듈 모두 관련업무대상자나 사전지식보유자를 중심으로 이루어진다.

커뮤니케이션 영역 교육은 2011년 중반에 시작되었고 Strategy 2018이라는 구호로 커뮤니케이션 전문성을 강화하기 위한 목적으로 운영된다. 주요 내용은 지속가능성, 주주관계 관리, 커뮤니케이션 관리를 포함한다. 커뮤니케이션의 경우 개설된 교육프로그램의 수는 제품개발이 8개이며 모두 강의방식으로 이루어졌다. 교육기간별로는 강의방식형태로 12시간 교육이 이루어졌다. 모두 MobileLifeCampus에서 교육이 이루어졌다. 교육비는 모두 교육은 무료였고 그룹종업원이나 일반인을 대상으로 이루어졌다.

〈표 15〉 영역별 교육프로그램 분석 (재무통제와 커뮤니케이션 연구소)

구분	재무통제	커뮤니케이션
핵심영역	- IFRS적용 연결재무재표 - 이전 가격 조작	- 커뮤니케이션 방법 - 대외 관계 - 지속가능성 - 주주 관계 관리 정책
개설강좌	8	8
교육방식	강의방식 ( 4) 컨퍼런스 ( 2) 강좌 ( 0) 협력연구모듈 ( 2)	강의방식 ( 8) 컨퍼런스 ( 0) 강좌 ( 0) 협력연구모듈 ( 0)
교육기간(시간)	강의방식 ( 6) 컨퍼런스 ( 16) 강좌 ( 0) 협력연구모듈 ( 60)	강의방식 ( 12) 컨퍼런스 ( 0) 강좌 ( 0) 협력연구모듈 ( 0)
교육장소	강의방식 (4) MobileLifeCampus ( 2) Custerm Center/ Hannover ( 1) Braunschweign ( 1) 컨퍼런스(2) MobileLifeCampus ( 1) Custerm Center/ Hannover ( 1) 강좌(0) 협력연구모듈(2) MobileLifeCampus ( 1) 중국 ( 1)	강의방식 (8) MobileLifeCampus ( 8)  컨퍼런스(0)  강좌(0) 협력연구모듈(0)
교육비	무료: 4개, 유료: 4개 강의방식: 무료 컨퍼런스: 500 유로 강좌:- 협력연구모듈:- 1000유로-1,500 유로	무료: 8개 강의방식: 무료 컨퍼런스: - 강좌:- 협력연구모듈:-
교육대상	강의방식 (4) 그룹종업원 ( 1) 그룹종업원/일반인 ( 3) 관련업무대상자 ( 0) 사전지식보유자 ( 0) 컨퍼런스(2) 그룹종업원 ( 0) 그룹종업원/일반인 ( 0) 관련업무대상자 ( 2) 사전지식보유자 ( 0) 강좌(0)	강의방식 (8) 그룹종업원 ( 4) 그룹종업원/일반인 ( 2) 관련업무대상자 ( 2) 사전지식보유자 ( 0) 컨퍼런스(0) 그룹종업원 ( 0) 그룹종업원/일반인 ( 0) 관련업무대상자 ( 0) 사전지식보유자 ( 0) 강좌(0)

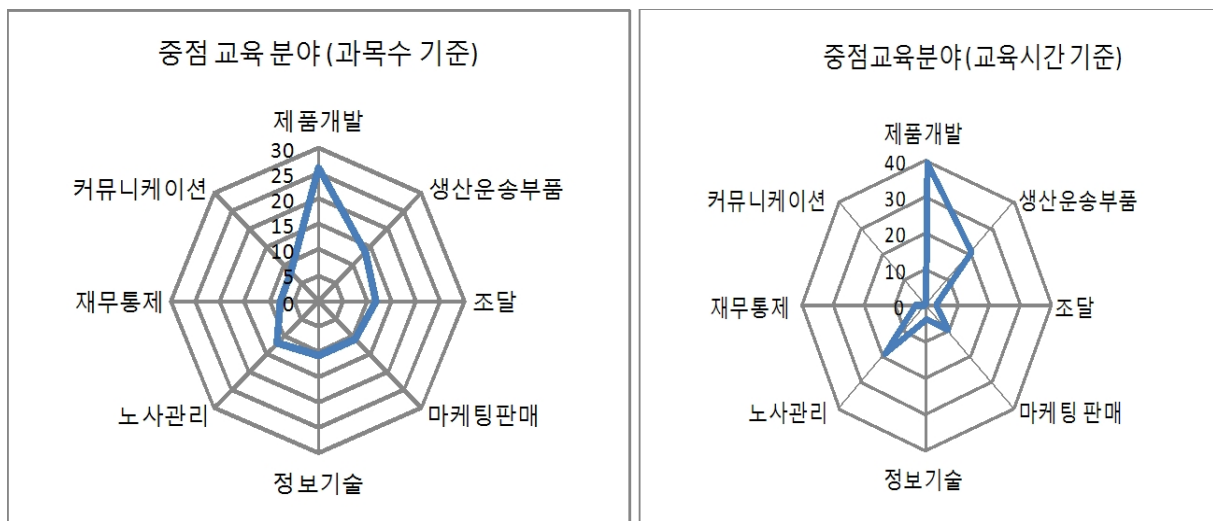
	그룹종업원 ( 0 )	그룹종업원 ( 0 )
	그룹종업원/일반인 ( 0 )	그룹종업원/일반인 ( 0 )
	관련업무대상자 ( 0 )	관련업무대상자 ( 0 )
	사전지식보유자 ( 0 )	사전지식보유자 ( 0 )
	협력연구모듈(2)	협력연구모듈(0)
	그룹종업원 ( 0 )	그룹종업원 ( 0 )
	그룹종업원/일반인 ( 0 )	그룹종업원/일반인 ( 0 )
	관련업무대상자 ( 1 )	관련업무대상자 ( 0 )
	사전지식보유자 ( 1 )	사전지식보유자 ( 0 )

## (2) 종합적 분석

### ① 교육과목 분석

〈표 16〉 교육과목

구분	중점 분야	과목수 (갯수)	비중 (%)	강의시간	비중 (%)
교육과목	제품개발	27개	26.2	935.5	39.7
	생산운송부품	14개	13.6	485	20.7
	조달	12개	11.7	80	3.4
	마케팅 판매	11개	10.7	231	9.8
	정보기술	11개	10.7	89.5	3.8
	노사관리	12개	11.7	443	18.8
	재무통제	8개	7.7	72	3.2
	커뮤니케이션	8개	7.7	12	0.6
전체	8개 분야	총 103개	100	2358	100



〈그림 4〉 중점 교육 분야

제품개발, 생산운송부품, 조달, 마케팅판매, 정보기술, 노사관리, 재무통제, 커뮤니케이션 8개 영역에서 폭스바겐 AutoUni의 교육방향을 파악하기 위해 상대적인 중요도와 비중을 분석해 보았다. 우선 과목수나 건수 기준으로 볼 때 그림과 같이 제품개발이 전체 교육의 26.2%를 차지하고 있다. 생산운송부품의 경우 13.6%로 제품개발의 절반에 불과하다. 결국 과목수 기준으로 폭스바겐의 교육방향은 다음과 같다. 과목수 기준으로 제품개발 -> 생산운송부품 -> 조달, 노사관리 -> 마케팅판매, 정보기술 -> 재무통제, 커뮤니케이션의 패턴을 보였다. 그러나 실제로 교육시간을 기준으로 분석해도 유사한 패턴이 발견된다. 제품개발과 생산운송부품, 노사관리의 비중이 각각 39.7%, 20.7%, 18.8%의 순이다. 결국 교육시간을 기준으로 볼 때 교육방향은 제품개발 -> 생산운송부품 -> 노사관리 -> 마케팅판매 -> 정보기술 -> 조달 -> 재무통제 -> 커뮤니케이션의 패턴을 보였다.

결국 폭스바겐의 교육방향을 다음과 같은 패턴을 보이고 있다.

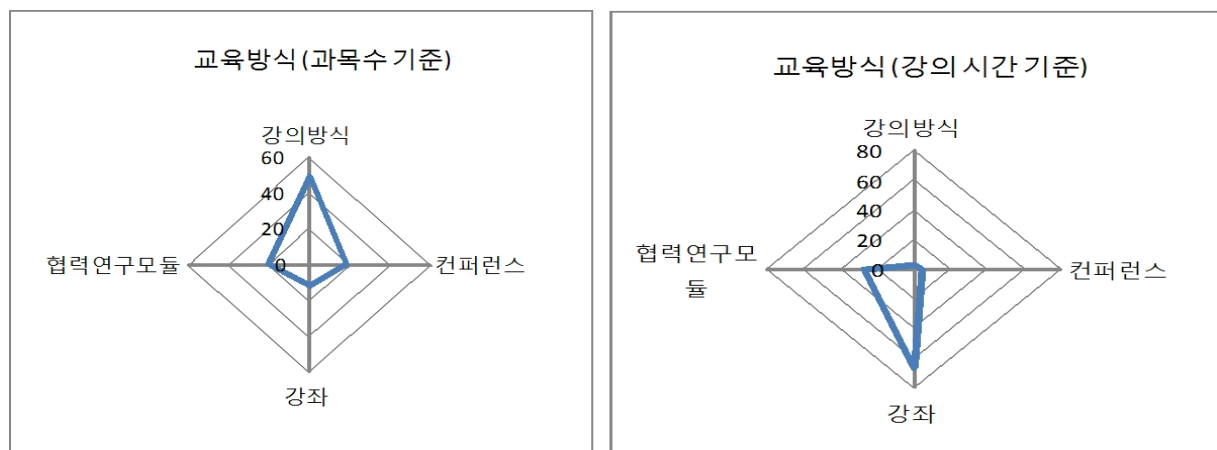
AutoUni의 교육방향: 제품개발 -> 생산운송부품 -> 노사관리 -> 마케팅판매 -> 정보기술 -> 조달  
-> 재무통제 -> 커뮤니케이션

이러한 결과는 기술을 중시하는 독일기업의 특성이 반영되었거나 자동차 산업의 기술경쟁, 신제품 개발의 중요성이 반영된 결과로 해석된다. 또한 폭스바겐의 효율적 노사관리가 체계적인 교육에서 비롯되었다고 판단해 볼 수 있다.

## ② 교육방식 분석

〈표 17〉 교육방식 분석

구분	전체(8개 분야)	과목수 (갯수)	비중	교육시간	비중
교육방식과 기간	강의방식	51	49.5%	77	3.2%
	컨퍼런스	19	18.5%	89	3.7%
	강좌	12	11.7%	1562	66.4%
	협력연구모듈	21	20.4%	630	26.7%
전체		103	100%	2,350	100%



〈그림 5〉 교육방식

AutoUni의 교육방식은 크게 강의, 컨퍼런스, 강좌, 협력연구모듈, 네 가지로 이루어져 있다. 강의는 모두 90분의 특강형식으로 시행되고 있고 컨퍼런스는 4시간정도의 여러명의 관련분야 전문가 초청과 토론으로 이루어진다. 강좌는 대학의 정규과정 형식으로 장기간 (대개 100시간 이상)에 걸쳐 강의가 이루어지며 협력연구모듈은 협력대학이나 관련기관의 전문가와의 공동연구 형태로 진행된다.

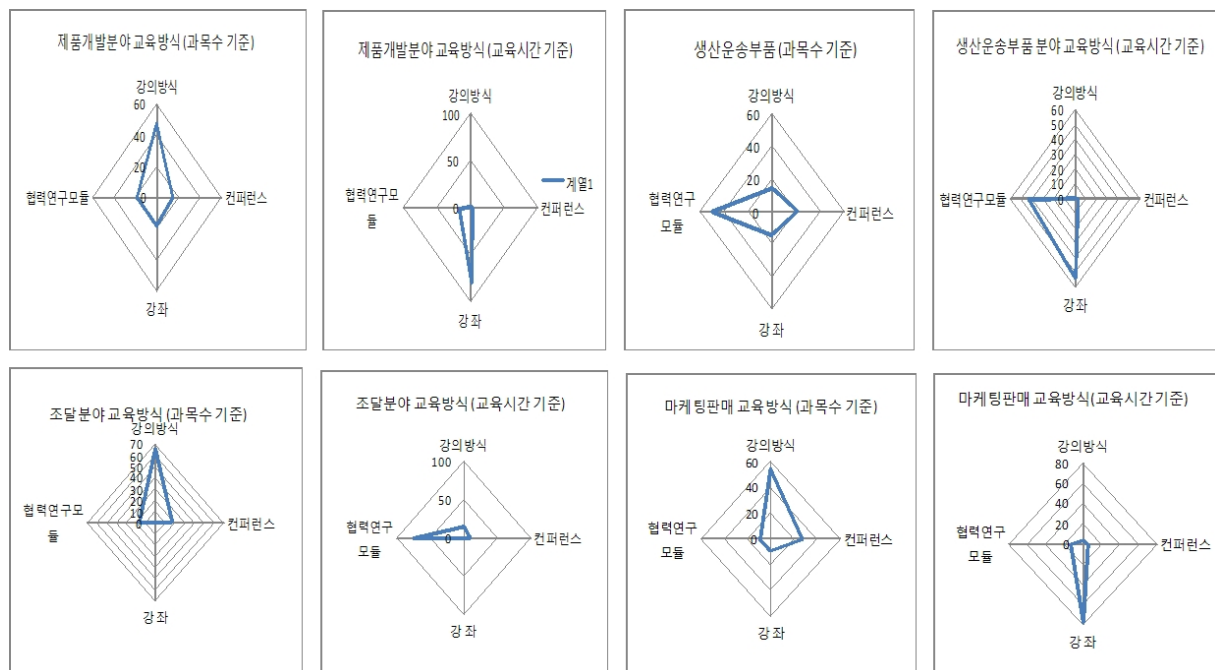
전체 103개의 교육과목수 (건수)가 이루어졌는데 이중 강의방식의 교육이 전반정도 구성하고 있으면 협력연구모듈이 20%, 컨퍼런스가 18%정도 차지한다. 그러나 교육시간 기준으로 본다면 전혀 상이한 패턴을 보이고 있다. 강좌가 전체교육시간에서 66% 차지하고 그 다음 연구협력모듈이 뒤를 이었다.

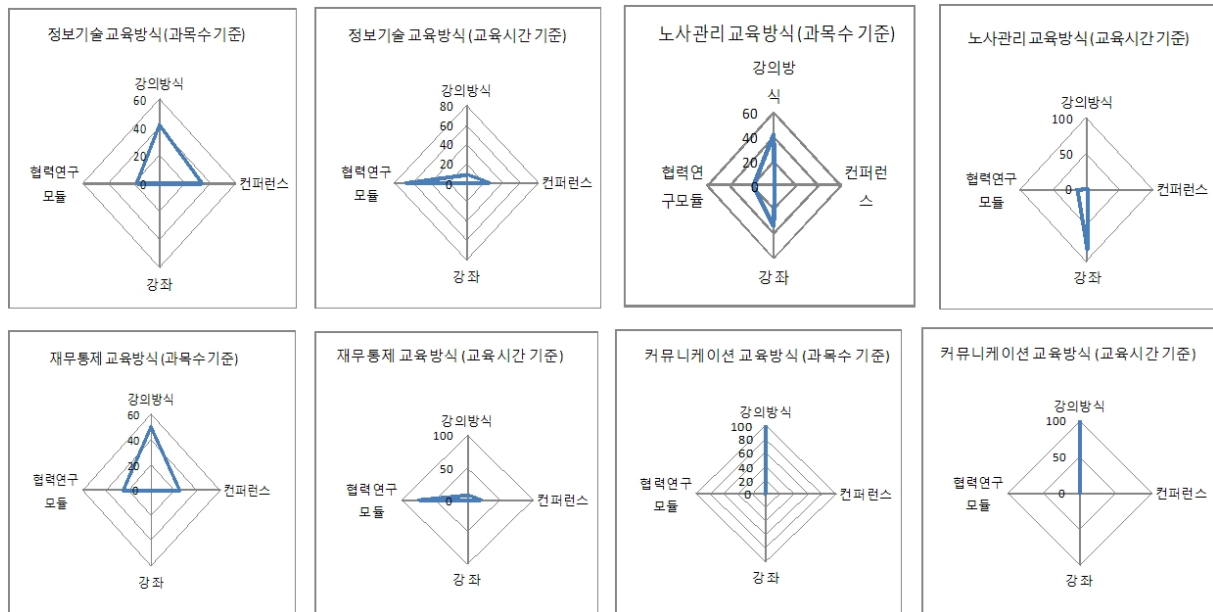
AutoUni의 교육방식: 강좌 -> 연구협력모듈 -> 컨퍼런스, 강의 방식

이러한 결과는 강의 방식과 컨퍼런스 경우 정보전달 위주의 특강 형태로 이루어지지만 강좌와 연구협력모듈은 깊이 있는 내용으로 장기간에 걸쳐 교육이 이루어져야 하는 주제를 다루고 있다. 또한 폭스바겐의 입장에서 중요한 이슈를 집중적으로 교육시킬 필요가 있고 강좌나 연구협력모듈 방식을 선택할 것으로 판단된다.

### ③ 교육분야와 교육방식 관계 분석

제품개발, 생산운송부품, 조달, 마케팅판매, 정보기술, 노사관리, 재무통제, 커뮤니케이션 8개 영역에서 폭스바겐 AutoUni의 교육방식의 효율성을 살펴보기 위해 교육분야별 교육방식의 관계를 분석해 보았다.





〈그림 6〉 교육분야와 교육방식

본 연구는 8개 분야별로 과목수 기준과 강의시간 기준으로 어떤 교육방식을 사용하는지 분석하였다.

〈표 18〉교육 분야와 교육방식 분석

구분	전체(8개 분야)	교육방식	과목수 (갯수)	비중	강의기간 (시간)	비중
교육 과목	제품개발	강의방식	13	48.2%	19.5	2.1%
		컨퍼런스	4	14.8%	16	1.7%
		강좌	5	18.5%	750	80.2%
		협력연구모듈	5	18.5%	150	18.0%
		소계	27	100%	935.5	100%
	생산운송부품	강의방식	2	14.3%	3	0.6%
		컨퍼런스	3	21.4%	12	2.5%
		강좌	2	14.3%	260	53.7%
		협력연구모듈	7	50.0%	210	43.3%
		소계	14	100%	485	100%
	조달	강의방식	8	66.6%	12	15.0%
		컨퍼런스	2	16.7%	8	10.0%
		강좌	0	0.0%	0	0.0%
		협력연구모듈	2	16.7%	60	75.0%
		소계	12	100%	80	100%
	마케팅 판매	강의방식	6	54.5%	9	3.9%

		컨퍼런스	3	27.3%	12	5.2%
		강좌	1	9.1%	180	77.9%
		협력연구모듈	1	9.1%	30	13.0%
		소계	11	100%	231	100%
	정보기술	강의방식	5	41.7%	7.5	8.4%
		컨퍼런스	4	33.3%	22	24.6%
		강좌	0	0.0%	0	0%
		협력연구모듈	2	18.1%	60	67.0%
		소계	11	100	89.5	100%
	노사관리	강의방식	5	41.7%	8	1.9%
		컨퍼런스	1	0.9%	3	0.6%
		강좌	4	33.3%	372	83.9%
		협력연구모듈	2	18.1%	60	13.6%
		소계	12	100%	443	100%
	재무통제	강의방식	4	50%	6	7.3%
		컨퍼런스	2	25%	16	19.5%
		강좌	0	0.0%	0	0%
		협력연구모듈	2	25%	60	73.2%
		소계	8	100%	82	100%
	커뮤니케이션	강의방식	8	100%	12	100%
		컨퍼런스	0	0.0%	0	0
		강좌	0	0.0%	0	0
		협력연구모듈	0	0.0%	0	0
		소계	8	100%	12	100%
전체		총계	103		2358	

교육시간을 기준으로 다음과 같이 정리하였다.

AutoUni의 분야별 주요 교육방식:

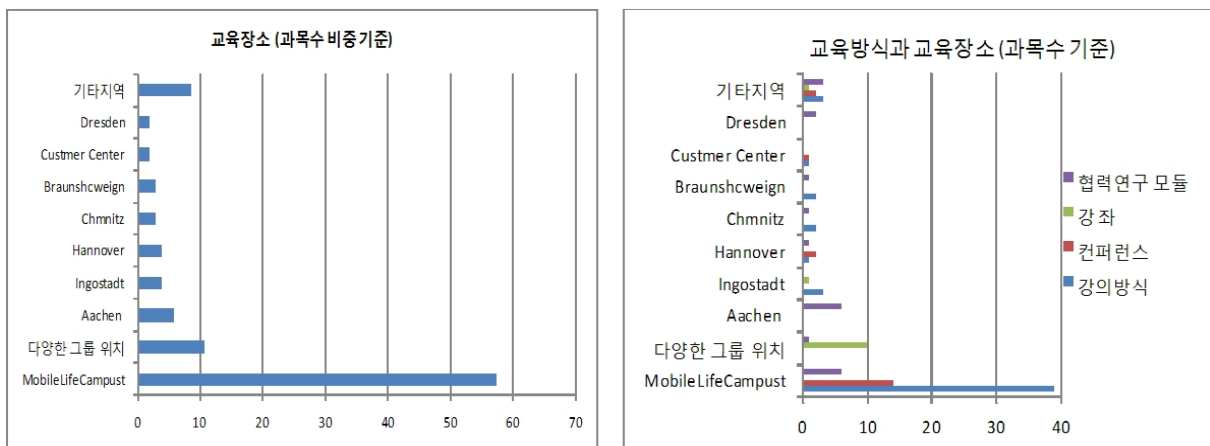
제품개발: 강좌	생산운송부품: 강좌와 협력연구모듈
조달: 협력연구모듈	마케팅 판매: 강좌
정보기술: 협력연구모듈	노사관리: 강좌
재무통제: 협력연구모듈	커뮤니케이션: 강의 방식

#### ④ 교육장소 분석

〈표 19〉교육 장소

	강의방식	컨퍼런스	강좌	협력연구 모듈	합계	비중(%)
MobileLifeCampus	39	14	0	6	59	57.4
다양한 그룹 위치	0	0	10	1	11	10.8
Aachen	0	0	0	6	6	5.9
Ingostadt	3	0	1	0	4	3.9
Hannover	1	2	0	1	4	3.9
Chmnitz	2	0	0	1	3	2.9
Braunshcweign	2	0	0	1	3	2.9
Custmer Center	1	1	0	0	2	1.9
Dresden	0	0	0	2	2	1.9
Sokda Uni.	1	0	0	0	1	8.5
Kassel	1	0	0	0	1	
협의회 결정	1	0	0	0	1	
신청지역	0	0	0	1	1	
Pamplona	0	1	0	0	1	
Poznan	0	1	0	0	1	
브라질	0	0	1	0	1	
Magdeburg	0	0	0	1	1	
중국	0	0	0	1	1	
합계	51	19	12	21	103	100

교육의 절반 이상이 볼프스부르크에 위치한 MobileLifeCampus에서 이루어지고 있다.

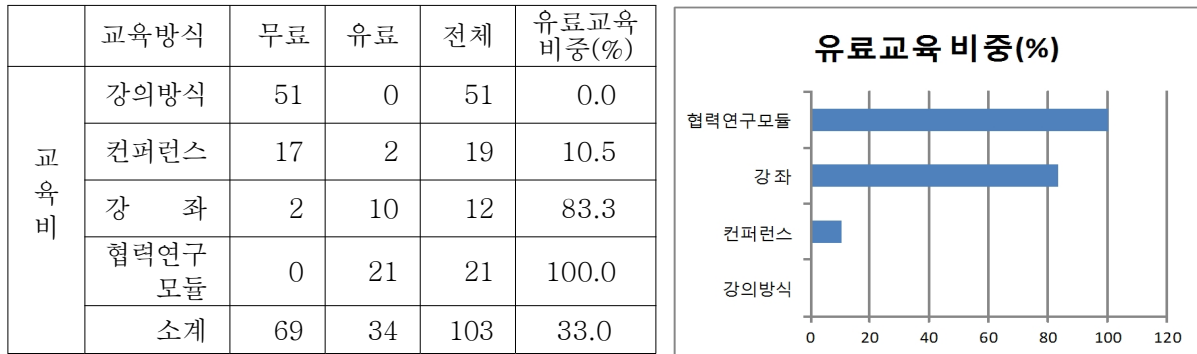


〈그림 7〉 교육분야와 교육방식

AutoUni의 주요 교육장소 : MobileLifeCampus

## ⑤ 교육비 분석

〈표 20〉 유료 교육비 비중



〈그림 8〉 유료교육 비중

교육비의 경우 강의방식은 모두 무료로 진행되었으며 컨퍼런스는 10.5%만이 유료로 이루어졌다. 하지만 강좌의 경우 83%가 유료로 진행되었고 협력연구모듈은 모두 유료로 교육이 진행되었다.

AutoUni의 유료 교육비중 : 협력연구모듈 -&gt; 강좌 -&gt; 컨퍼런스 -&gt; 강의방식

## ⑥ 교육대상 분석

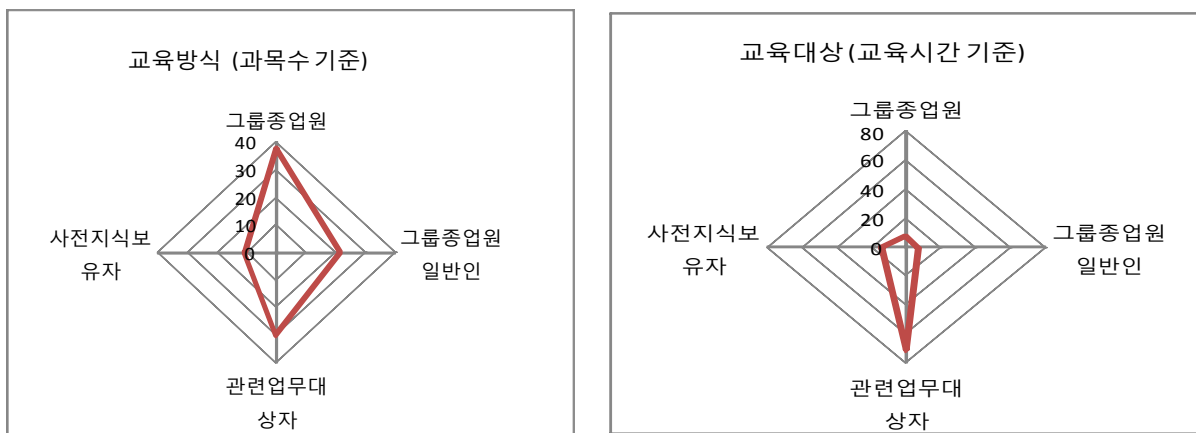
교육대상은 과목수 기준으로 보면 그룹종업원, 관련업무대상자, 그룹종업원과 일반인, 사전지식보유자의 순을 보인다. 반면 교육시간 기준으로 본다면 관련업무대상자를 위한 교육시간이 가장 높게 나타났다.

〈표 21〉 교육대상 분석 (과목수/건수 기준)

		그룹종업원	그룹종업원/ 일반인	관련업무대상자	사전지식보유자	합계
교육 대상	강의방식	24	19	8	0	51
	컨퍼런스	14	2	3	0	19
	강좌	1	1	10	0	12
	협력연구모듈	0	0	10	11	21
	소계	39	22	31	11	103
	비중(%)	37.8	21.5	30.0	10.7	100

〈표 22〉 교육대상 분석 (과목수/교육시간 기준)

		그룹종업원	그룹종업원/ 일반인	관련업무대상자	사전지식보유자	합계
교육 대상	강의방식	35.5	28.5	12	0	76
	컨퍼런스	62	8	11	8	89
	강좌	100	130	1333	0	1563
	협력연구모듈	0	0	300	330	630
	소계	197.5	166.5	1,656	338	2,358
	비중(%)	8.3	7.0	70.3	14.4	100



〈그림 9〉 교육대상 분석

AutoUni의 교육대상 : 관련업무 종사자 -> 사전지식보유자 -> 그룹종업원, 일반인

## IV. 결론 및 시사점

새로운 환경변화에 따른 교육 수요에 효과적으로 대응하기 위해 사내대학이 확대되고 있으나 이론적 연구는 여전히 부족함을 알 수 있다. 이러한 관점에서 가장 성공적인 교육프로그램으로 평가받고 있는 폭스바겐의 사내대학 AutoUni를 분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, AutoUni의 교육의 중점 영역별로 구분하면 제품개발 -> 생산운송부품 -> 노사관리 -> 마케팅판매 -> 정보기술 -> 조달 -> 재무통제 -> 커뮤니케이션의 순으로 판단된다. 둘째, AutoUni의 교육방식은 교육시간 기준으로 강좌 -> 연구협력모듈 -> 컨퍼런스, 강의 방식의 순을 보인다. 분야별로 주요 교육방식을 보면 제품개발은 강좌, 생산운송부품은 강좌와 협력연구모듈, 조달은 협력연구모듈, 마케팅 판매는 강좌, 정보기술은 협력연구모듈, 노사관리는 강좌, 재무통제는 협력연구모듈, 커뮤니케이션 교육은 주로 강의 방식에 의존하였다. 교육은 주로 MobileLifeCampus에서 이루어졌고 유료 교육비중은 협력

연구모듈 -> 강좌 -> 컨퍼런스 -> 강의방식의 순으로 나타났다. 교육대상은 관련업무 종사자 -> 사전지식보유자 -> 그룹종업원, 일반인의 순을 보였다. 이러한 분석결과를 토대로 다음과 같은 이론적 실무적 시사점을 제시하였다.

본 연구는 폭스바겐 AutoUni의 2013년 하반기 교육프로그램을 위주로 분석하였다는데 한계가 있다. 독일어로 공개된 자료가 대부분이고 번역과정을 통해 추후 보완하도록 하겠다. 특히 최근 5년에서 10년 정도 교육프로그램의 변화를 동태적으로 분석해보는 것도 폭스바겐의 교육방향을 파악하는데 의미가 있을 것이다. 아울러 미국의 사내대학과 비교분석도 흥미로울 것이다. 기존의 연구 (Anderson and Lichtenberger, 2007)는 미국과 독일기업의 사내대학은 상이한 특성을 보이고 있음을 제시하고 있다. 따라서 향후 본 연구의 결과를 독일 자동차 기업, 미국 자동차 기업, 미국 여타 산업과의 비교 분석이 필요하다.

예를 들면 폭스바겐의 AutoUni, GM, GE를 비교해본다면 독일과 미국의 자동차 사내대학의 직접비교와 더불어 GE와의 비교로 산업간 차이 또한 비교가능하다.

미국에서 시작된 사내대학이 독일에서도 최근 활발하게 운영되고 연구되고 있지만 아직 한국기업에게는 초기단계에 불과하다. 한국기업이 사내대학을 도입한다면 엄밀한 타당성 분석이 필요할 것이다. 한국은 독일과는 다른 문화적, 언어적 특성을 가지고 있어 독일 사내대학이 미국과 다르듯 한국은 한국적 사내대학의 설립이 필요할 것이다. 기본적으로 미국대학 형태를 따르거나, 독일 사내대학 형태를 도입하거나 절충형을 시도하거나 독자적인 사내대학 형태를 가질 수도 있다.

앞서 분석한 AutoUni의 경우 교육의 중심이 제품개발 -> 생산운송부품 -> 노사관리 -> 마케팅판매 -> 정보기술 -> 조달 -> 재무통제 -> 커뮤니케이션의 순으로 나타났다. 하지만 한국기업에게는 제품개발의 중요성 외에 커뮤니케이션 교육에 대한 요구도 상당히 높다고 판단된다. 글로벌기업 대상 연구에서 미국기업, 노르딕 기업, 독일기업은 해외진출시 아시아 기업에 비해 언어에 따른 권력왜곡(power distortion) 경험이 덜한 것으로 나타났다. 반면 아시아 국가 기업들의 경우 본사에서 유럽으로 파견되는 관리자는 업무역량이 우수하고 파견자로서의 권한이 있지만 현지관리자의 언어능력이 더 우수할 경우 파견관리자의 역량이 제대로 발휘되지 못하거나 권한 수행에 문제가 생기는 권력왜곡현상이 나타난다는 것이다. 따라서 교육 훈련을 통한 이러한 문제해결 필요성이 아시아 국가 기업들에게 강하다고 볼 수 있다.

## 참고문헌

- Andresen, M., & Lichtenberger, B. (2007). The corporate university landscape in Germany. *Journal of Workplace Learning*, 19, 109-123.
- Blass, E. (2001). What's in a name? A comparative study of the traditional public university and the corporate university. *Human Resource Development International*, 4, 153-172.
- Blass, E. (2005). The rise and rise of the corporate university. *Journal of European Industrial Training*, 29, 58-74. 592
- Boud, D., & Garrick, J. (1999). Understandings of workplace learning. In D. Boud & J. Garrick (Eds.), *Understanding learning at work* (pp. 1 - 11). London, United Kingdom: Routledge.
- El-Tannir, A. A. (2002). The corporate university model for continuous learning, training and development. *Education + Training*, 44, 76-81.
- Fulmer, R. M., & Gibbs, P. A. (1998). Lifelong learning at the corporate university. *Career Development International*, 3, 177-184.
- Gordon, E. E. (2009). *Winning the global talent showdown: How businesses & communities can partner to rebuild the jobs pipeline*. San Francisco: Berrett-Koehler.
- Gould, K. E. (2005). The corporate university: A model for sustaining an expert workforce in the human services. *Behavior Modification*, 29, 508-520.
- Holland, P., & Pyman, A. (2006). Corporate universities: A catalyst for strategic human resource development? *Journal of European Industrial Training*, 30, 19-31.
- Kim, W., & Kim, H. (2002). *The actual state of and improvement programs for the three kinds of corporate universities*. Seoul, Korea: KRIVET.
- Lee, S. J., Jeong, C. Y., Oh, B. H., Hwang, D. J., & Yoon, K. H. (1999). *A study on the promotion of corporate universities to expand workers' opportunities of higher education*. Seoul, Korea: Ministry of Human Resource Development and Education.
- Meister, J. C. (1998). *Corporate universities: Lessons in building a world-class work force*. New York: McGraw-Hill.
- Morin, L., & Renaud, S. (2004). Participation in corporate university training: Its effect on individual job performance. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 21, 295-306.
- Nixon, J. C., & Helms, M. M. (2002). Corporate universities vs higher education institutions. *Industrial and Commercial Training*, 34, 144-150.
- Oh, J. R., & Park, C. H. (2011). Theorizing models of corporate universities. *Proceedings of the 2011 Academy of Human Resource Development (AHRD) Annual International Research Conference in the Americas*. Schaumburg (Chicago), Illinois, USA.

- Peterson, S., & Provo, J. (2000). A case study of academic programme integration in the USA: Andragogical, philosophical, theoretical, and practical perspectives. *International Journal of Lifelong Education*, 19(2), 103-114.
- Prince, C., & Beaver, G. (2001). Facilitating organizational change: The role and development of the corporate university. *Strategic Change*, 10, 189-199.
- Prince, C., & Stewart, J. (2002). Corporate universities - An analytical framework. *Journal of Management Development*, 21, 794-811.
- Rademakers, M. (2005). Corporate universities: Driving force of knowledge innovation. *Journal of Workplace Learning*, 17, 130-136.
- Ryan, L. (2007). Developing a qualitative understanding of university-corporate education partnerships. *Management Decision*, 45(2), 153-160.
- Solomon, C. M. (1989). How does Disney do it? *Personnel Journal*, 68(12), 50-57.
- Tichy, N. M., & Sherman, S. (1994). *Control your destiny or someone else will: Lessons in mastering change-from the Principles Jack Welch is using to revolutionize GE*. New York: Harper Business.
- Watkins, K. E., & Marsick, V. J. (1992). Towards a theory of informal and incidental learning in organizations. *International Journal of Lifelong Education*, 11, 287-300.
- Wiesenbergs, F. P., & Peterson, S. L. (2004). Workplace learning as a field of inquiry: A Canadian-US comparison. *Journal of Workplace Learning*, 16, 219-236.

## [부록] VutoUni. 참고자료

### 1. 교육주제 관련 자료 연락처

#### 1) 제품개발 연구소

	교육내용	강의자	내용 문의 연락처
1	Vehicle colloquium lecture series	-	Dr. Ralf May ralf.may@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2100
2	Aerodynamics lecture series	Dr. Thomas Schütz, Development -. Aerodynamics / Aeroacoustics, AUDI AG	Dr. Ralf May ralf.may@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2100
3	The chassis in the new ModularTransverse Toolkit(MQB)	Prof. Dr. Stefan Gies, Passenger Car Chassis Development, Volkswagen AG	Dr. Ralf May ralf.may@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2100
4	Ceramic as an automotive material	Dr. Michael Stelter, Fraunhofer Institute for Ceramic Technologies and Systems (IKTS)	Dr. Ralf May ralf.may@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2100
5	Framework conditions for future mobility	Prof. Dr. Wolfgang Steiger, Head of Future Technologies, Volkswagen AG	Dr. Christian Jelitto christian.jelitto@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2107
6	Future trends in composite lightweight construction	Prof. Dr.-Ing. Wilm Felix Unckenbold, Department of Fibre Composite Technology, Göttingen Private University of Applied Sciences	Dr. Ralf May ralf.may@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2100
7	The future of vehicle drives	Prof. Dr.-Ing. Michael Bargende, Head of the Department of Vehicle Drives, University of Stuttgart	Dr. Christian Jelitto christian.jelitto@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2107
8	Automotive engineering—The vehicle drive	Prof. Dr. F. Küçükay, Braunschweig Technical University	Dr. Ralf May ralf.may@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2100
9	Quality, processes, technology	Application platform for intelligent mobility (AIM), Prof. Dr.-Ing. Karsten Lemmer, German Aerospace Centre (DLR), Institute of Transportation Systems, 29 November 2012	Liane Röhrdanz liane.roehrdanz@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2110
10	Benchmarking—How is quality managed?Meyer Werft as an example	Thorsten Stöörig, Meyer Werft Papenburg, Head of Quality Management	Liane Röhrdanz liane.roehrdanz@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2110

11	Excellent companies– Examples from real life		Liane Röhrdanz liane.roehrdanz@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2110
12	TRIZ	Jöorg Pankratz, Volkswagen AG 7	Dr. Thomas Hillmann-Ruge thomas.hillmann-ruge@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-223
13	Mobility dreams and technologies	The dream of environmentally friendly mobility and its difficult realisation, Prof. Dr. Werner Abelshauser, University of Bielefeld, 6 November 2012 - Dreams and anxieties –. An emotional history of the car, Dr. Manfred Grieger, Volkswagen AG, 15 November 2011 - The dreams of local, temporal and social mobility, Prof. Dr. Harald Welzer, KWI Essen, 19 November 2012 - What divided man and horses –. and what happened afterwards, Dr. Ulrich Raulff, Director of the German Literature Archive, Marbach, 27 November 2012	Dr. Dirk Thomsen dirk.thomsen@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2125
14	Materials in car manufacturing– Fibre-reinforced materials		Dr. Ralf May ralf.may@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2100
15	CO2 conference	Prof. Dr. Stefan Rahmstorf, University of Potsdam - Dr. Stephan Krinke, Head of Environment –. Product, Volkswagen AG	Dr. Ralf May ralf.may@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2100
16	Dealing with “special characteristics”	Hans-Joachim Pfeufer, VDA, Head of Working Group - Dietmar Zander, Group Quality Assurance, Volkswagen AG - Dietmar Wolf, Technical Development, Volkswagen AG	Liane Röhrdanz liane.roehrdanz@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2110
17	Functional safety	Andreas Milark, Development, Passenger Car Electronics –. Steering Systems, Volkswagen AG - Kai-Helge Dieken, Group Quality Assurance, Volkswagen AG	Liane Röhrdanz liane.roehrdanz@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2110

		- Dr. Cornelius Ernst Renken, Legal -. Product Safety, Volkswagen AG	
18	Product management		Dr. Thomas Hillmann-Ruge thomas.hillmann-ruge@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2237
19	Powertrain		Dr. Christian Jelitto christian.jelitto@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2107
20	Electronics2-System technologies		Dr. Bernd Petzold bernd.petzold@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2120
21	Hybrid and electric vehicle technologies		Dr. Bernd Petzold bernd.petzold@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2120
22	Whole vehicle-South America		João Alvarez extern.joao.alvarez@volkswagen.com.br, telephone +55 (0)9445 0838
23	Turbocharging in combustion engines	Prof. Dr.-Ing. Hans Zellbeck, Head of the Department of Combustion Engines, Dresden Technical University	Dr. Christian Jelitto christian.jelitto@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2107
24	Electric traction: Battery management	Prof. Dr.-Ing. Dirk Uwe Sauer, Institute for Power Electronics and Electrical Drives, RWTH Aachen	Dr. Bernd Petzold bernd.petzold@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2120
25	Electric traction: Battery management II-The vehicle battery as part of a network	Prof. Dr.-Ing. Dirk Uwe Sauer, Institute for Power Electronics and Electrical Drives, RWTH Aachen	Dr. Bernd Petzold bernd.petzold@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2120
26	Electric traction: Electric drives	Prof. Dr. Bernd Ponick, Head of the Institute for Drive Systems and Power Electronics, Leibniz University, Hannover	Dr. Bernd Petzold bernd.petzold@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2120
27	Electric traction: The chassis in hybrid and electric vehicles	Prof. Dr. Ferit Küçükay, Head of the Institute of Vehicle Technology, Braunschweig Technical University	Dr. Bernd Petzold bernd.petzold@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2120

## 2) 생산운송부품연구소

	교육내용	강의자	내용 문의 연락처
1	Current production topics		Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
2	Trends in production research		Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
3	The factory of tomorrow is "smart"	Prof. Dr. Frithjof Klasen, Institute of Automation & Industrial IT, Cologne University of Applied Sciences, Gummersbach Campus - Prof. Dr.-Ing. Günther Wüürtz, Director of the Steinbeis Transfer Institute for Networked Engineering, Steinbeis University, Berlin	Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
4	Production control in conflict between volume and Pearl Chain	Prof. Dr. Klaus-Jürgen Schmidt, Faculty of Engineering, Saarland University of Applied Sciences, Saarbrücken - Georg Müller, Head of Production Control, Volkswagen AG - Pablo Mendivil, Head of Programación y Control de la Producción / Distribución Volkswagen Navarra, Pamplona	Contact for content-related questions Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
5	The BMBF ProGress project—Increasing efficiency with regard to aluminium die-casting	Prof. Dr.-Ing. Rüdiger Bähr, University of Magdeburg, Institute of Manufacturing Technology and Quality Management - Dr.-Ing. Christoph Herrmann, private lecturer, Braunschweig Technical University, Institute of Machine Tools and Production Technology - Jaroslaw Kurosz, Head of Production — Foundry, Volkswagen Poznań	Contact for content-related questions Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
6	Automotive production		Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
7	Components curriculum		Dr. Thomas Hillmann-Ruge thomas.hillmann-ruge@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2237

8	Lightweight construction: Foundry technology	Prof. Dr.-Ing. habil. Dr. Ing. E.h. Rüdiger Bähr, Institute of Manufacturing Technology and Quality Management, Otto von Guericke University, Magdeburg	Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
9	Light weight construction: Plastics technologies- Fibre reinforced plastics (FRP)	Prof. Dr.-Ing. Werner Hufenbach, Head of the Institute of Lightweight Engineering and Plastics Technology, Dresden Technical University	Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
10	Lightweight construction: Lightweight steel technology	Prof. Dr.-Ing. Wolfgang Bleck, Head of the Institute of Iron and Steel Metallurgy, RWTH Aachen	Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
11	The energy-efficient factory in car manufacturing	Prof. Dr.-Ing. Egon Müller, Head of the Department of Factory Planning and Factory Operation, Chemnitz Technical University	Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
12	E-Production: Production of the electric motor	Prof. Dr.-Ing. Achim Kampker, Head of the Department of Production Management, RWTH Aachen	Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
13	E-Production: Production of the high-voltage battery (pack)	Prof. Dr.-Ing. Achim Kampker, Head of the Department of Production Management, RWTH Aachen	Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018
14	E-Production: Electric-vehicle production	Prof. Dr.-Ing. Achim Kampker, Head of the Department of Production Management, RWTH Aachen	Thorsten Becker thorsten.becker3@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2018

## (3) 조달연구소 교육내용

	교육내용	강의자	내용 문의 연락처
1	Procurement markets of the future	Prof. Dr. Dr. h.c. Ulli Arnold, Chair of Business Management, Investment Goods Marketing and Procurement Management, University of Stuttgart	Dr. Frank Czymmek frank.czymmek@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2214
2	The supplier as a source of innovation	Prof. Dr. Holger Schiele, University of Twente - Marco Philippi, Group Procurement, Volkswagen AG	Dr. Frank Czymmek frank.czymmek@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2214
3	Total cost of ownership in procurement	Prof. Dr. Robert Alard, University of Applied Sciences and Arts Northwestern Switzerland	Dr. Frank Czymmek frank.czymmek@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2214
4	Compliance in procurement	Prof. Dr. Dr. h.c. Ulli Arnold, Chair of Business Management, Investment Goods Marketing and Procurement Management, University of Stuttgart	Dr. Frank Czymmek frank.czymmek@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2214
5	The optimal number of suppliers	Prof. Dr. Dr. h.c. Ulli Arnold, Chair of Business Management, Investment Goods Marketing and Procurement Management, University of Stuttgart	Dr. Frank Czymmek frank.czymmek@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2214
6	The future of raw materials		Dr. Dirko Thomsen dirko.thomsen@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2125
7	International negotiation		Dr. Dirko Thomsen dirko.thomsen@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2125
8	Successful quality management across the supplier chain	Dr. Matthias Grupe, Group Quality Assurance – Bought-in Parts - Manfred Lehrach, Head of Bought-in Parts Management, Volkswagen AG	Liane Röhrdanz liane.roehrdanz@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2110
9	Framework conditions in the supplier market of China	Prof. Markus Taube, Chair of East Asian Economic Studies / China, University of Duisburg-Essen	Dr. Frank Czymmek frank.czymmek@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2214
10	Raw materials management in procurement		Dr. Frank Czymmek frank.czymmek@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2214

11	Supplier integration	Prof. Dr. Johannes Walther, Ostfalia University of Applied Sciences, Wolfsburg telephone +49 5361-896-2214	Dr. Frank Czymmek frank.czymmek@volkswagen.de,
12	Purchasing decision making and strategy execution	Univ.-Prof. Dr. Lutz Kaufmann and Jun.-Prof. Dr. Matthias Ehrigott, WHU – Otto Beisheim School of Management	Dr. Frank Czymmek frank.czymmek@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2214

(4) 마케팅연구소 교육내용

	교육내용	강의자	내용 문의 연락처
1	Marketing and sales here and now		Jochen Wawer jochen.wawer@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2108
2	After sales here and now	Prof. Dr. Hans-Gerhard Seeba, Ostfalia University, Wolfsburg - Oke Christian Beckmann, ICDP (International Car Distribution Programme)	Markus Krause markus.krause.vwqg@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2202
3	The future of the car retail sector from the customer's perspective		Dr. Dirko Thomsen dirko.thomsen@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2125
4	Financial services here and now		Markus Krause markus.krause.vwqg@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2202
5	Customer enthusiasm via service quality A myth or a realistic objective?	Prof. Dr. Dr. h.c. Bernd Stauss, Ingolstadt	Liane Röhrdanz liane.roehrdanz@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2110
6	South America and Volkswagen: The car market in South America		Dr. Frank Czymmek frank.czymmek@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2214
7	Mobility concepts of the future		Markus Krause markus.krause.vwqg@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2202
8	Online marketing Old hataready?		Jochen Wawer jochen.wawer@volkswagen.de,teleph one +49 (0)(0)5361 896 2108
9	Quality and the customer An international comparison of quality experiences	Prof. Dr. Matthias Gouthier, EBS University of Business and Law, Oestrich-Winkel	Liane Röhrdanz liane.roehrdanz@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2110
10	Marketing, sales and financial services		Markus Krause markus.krause.vwqg@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2202

11	Sales psychology	Prof. Dr. Klaus-Peter Wiedmann, Institute of Marketing and Management, Leibniz University, Hannover	Jochen Wawer jochen.wawer@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2108
----	------------------	--	--

## (5) 정보기술연구소 교육내용

	교육내용	강의자	내용 문의 연락처
1	Cloud-based app service landscape for cars	Prof. Dr. Bernhard Rumpe and Antonio Perez Navarro, RWTH Aachen, Department of Software Engineering	Kathlen Siegmund kathlen.siegmund@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2218
2	Organic computing About Balinese water temples, ants and self-modifying code	Prof. Dr. Christian Müller- Schloer, Leibniz University, Hannover	Kathlen Siegmund kathlen.siegmund@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2218
3	Textmining	Wilfried Hartewieg, Product Support –. Technical Groups, Volkswagen AG - Prof. Dr. Gerhard Heyer, Automatic Language Processing, University of Leipzig	Kathlen Siegmund kathlen.siegmund@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2218
4	Master data: Companies' hidden	Volker Donnermann, Head of ITP –. Finance, Communications and GRC, Volkswagen AG - Jan Stüben, Senior Manager, PricewaterhouseCoopers (PwC), audit and management consultancy firm	Kathlen Siegmund kathlen.siegmund@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2218
5	Mainframes Dinosaurs or the vanguard of technological progress?	Prof. Dr.-Ing. Wilhelm Spruth, University of Leipzig and University of Tübingen - Edgar Klopp, IT Operations Management, Volkswagen AG	Kathlen Siegmund kathlen.siegmund@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2218
6	Agile software development An overview of methods		Kathlen Siegmund kathlen.siegmund@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2218
7	Global IT supply models	Volker Donnermann, Head of ITP –. Finance, Communications and GRC, Volkswagen AG - Marko Nööhren, Chair of General Management and Information Systems, University of Mannheim - Ittoop Kurian, Head of Products –. India, Accenture	Kathlen Siegmund kathlen.siegmund@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2218

		- Luis Eduardo Cachóon Uribe, Head of International AMS, Volkswagen AG	
8	Open source		Kathlen Siegmund kathlen.siegmund@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2218
9	The customer online		Dr. Dirko Thomsen dirko.thomsen@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2125
10	Data mining	Prof. Dr. Frank Klawonn, Head of the Institute of Applied Informatics and the Lab for Data Analysis and Pattern Matching, Ostfalia University of Applied Sciences, Wolfenbüttel	Kathlen Siegmund kathlen.siegmund@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2218
11	User experience User-centered software development		Kathlen Siegmund kathlen.siegmund@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2218

(6) 노사관리연구소 교육내용

	교육내용	강의자	내용 문의 연락처
1	Current findings from personnel research		Prof. Dr. Ulrich Jürgens extern.ulrich.juergens@volkswagen. de, telephone +49 5361-896-2242
2	Current topics in high-performance work practices research	Edward Lazear, Jack Steele Parker Professor of Human Resources Management and Economics, Stanford University - Kathryn Shaw, Ernest C. Arbuckle Professor of Economics, Graduate School of Business, Stanford University - John Paul MacDuffie, Associate Professor of Management, Wharton School, and Co-director of the International Motor Vehicle Program (IMVP), the research network founded at M.I.T. to study the challenges facing the global automotive industry	Prof. Dr. Bernd Frick extern.bernd.frick@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2242
3	New inputs concerning HR, leadership and organisation		

4	IN DEMAND The forum for HR Officers		Prof. Dr. Ute Goetzen ute.goetzen@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2130
5	IFAP Kolleg		Dr. habil. Sonia Hornberger sonia.hornberger@audi.de, telephone +49 841-89-32148
6	Personnel forum for leading experts		Prof. Dr. Ute Goetzen ute.goetzen@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2130
7	HR curriculum		Jessica Zander jessica.zander@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2209
8	HR curriculum Advanced modules		Jessica Zander jessica.zander@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2209
9	HR curriculum II Strategic personnel management in conjunction with corporate management		Prof. Dr. Ute Goetzen ute.goetzen@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2130
10	Automotive engineering for non-engineers		Dr. Ralf May ralf.may@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2100
11	The principles of industrial engineering		Prof. Dr. Ute Goetzen ute.goetzen@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2130
12	Demographic challenges and HR management	Dr. habil. Sonia Hornberger, AUDI AG, Ingolstadt, IFAP Audi; private lecturer, Catholic University of Eichstätt-Ingolstadt	Dr. habil. Sonia Hornberger sonia.hornberger@audi.de, telephone +49 841-89-32148

## (7) 재무통제연구소 교육내용

	교육내용	강의자	내용 문의 연락처
1	Economy and ecology Conadictions and similarities from the perspective of conolling	Prof. Dr. Klaus Möller, Director of the Institute of Accounting, Controlling and Auditing at the University of St. Gallen	Dr. Dorothea Gerloff dorothea.gerloff@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2127
2	Innovation controlling (How)cna creativity be controlled?	Prof. Dr. Klaus Möller, Director of the Institute of Accounting, Controlling and Auditing at the University of St. Gallen	Dr. Dorothea Gerloff dorothea.gerloff@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2127
3	Procurement controlling		Dr. Dorothea Gerloff dorothea.gerloff@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2127
4	Operational risks caused by business crime		Dr. Dorothea Gerloff dorothea.gerloff@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2127

5	Process controlling Planning, optimising and controlling management processes	Prof. Dr. Klaus Möller, Director of the Institute of Accounting, Controlling and Auditing at the University of St. Gallen	Dr. Dorothea Gerloff dorothea.gerloff@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2127
6	Multidimensional performance measurement and management	Prof. Dr. Klaus Möller, Director of the Institute of Accounting, Controlling and Auditing at the University of St. Gallen	Dr. Dorothea Gerloff dorothea.gerloff@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2127
7	Transfer pricing		Dr. Dorothea Gerloff dorothea.gerloff@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2127
8	IFRS compact		Dr. Dorothea Gerloff dorothea.gerloff@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2127

(8) 커뮤니케이션연구소 교육내용

	교육내용	강의자	내용 문의 연락처
1	PR in practice		Amélie Sophie Salau amelie.sophie.salau@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2010
2	Every minute counts: How radio appeals to us	Georg Poetzsch, Editor-in-chief, Hit-Radio Antenne	Amélie Sophie Salau amelie.sophie.salau@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2010
3	The dialogue principle: Volkswagen in communication with society	Dr. Manfred Grieger, Head of Historical Communications, Volkswagen AG	Amélie Sophie Salau amelie.sophie.salau@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2010
4	Truth effect	Dr. Thomas Zerback, Department of Communication Science and Media Research, LMU Munich - Dr. Thomas Koch, Department of Communication Science and Media Research, LMU Munich	Amélie Sophie Salau amelie.sophie.salau@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2010
5	Sustainabilityreportingstan dards	Maaïke Fleur, Global Reporting Initiative, Amsterdam - Dr. Arndt Hardtke, management consultant, Gaimersheim - Dr. Gerhard Prätorius, Coordination, CSR and Sustainability,	Dr. Michael Mesterharm michael.mesterharm@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2104

		Volkswagen AG - Dr. Daniel-Sascha Roth, Environment Strategy and Mobility, Volkswagen AG	
6	On misunderstandings and speechlessness in communications between the economy and politics	Dr. Thomas Steg, Head of External Relations, Volkswagen AG	Amélie Sophie Salau amelie.sophie.salau@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2010
7	1:0 for sport communications: The emotionalisation of brands and markets	Nicolai Laude, Head of Sport Communications, Volkswagen AG	Amélie Sophie Salau amelie.sophie.salau@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2010
8	From media analysis to topic selection	Christian Sommer, Project Leader, Prime Research International	Amélie Sophie Salau amelie.sophie.salau@volkswagen.de, telephone +49 5361-896-2010

## 논문발표 Session 6

### Session 6: Global Finance Ⅱ (Phu Quoc 2)

사회자: 문희철 (충남대)

- 1. A Study on the Impact of Exchange Risk Management Using Derivatives on stock Prices of Listed Companies -Focused on Forward and KIKO- ..... 409
  - 발표자: 김태중, 이재호(경희대)
  - 토론자: 양오석(한동대)
  
- 2. International Comparisons of Characteristics of Major Exchange Rates Using Jump-diffusion Process ..... 431
  - 발표자: 윤종인(백석대)
  - 토론자: 강신애(서울과학기술대)
  
- 3. The Differential Stock Price Impact of Appointment or Dismissal of Outside Directors by Corporate Governance Quality of Korean Firms ..... 445
  - 발표자: 김동순, 노승재(중앙대)
  - 토론자: 정태영(홍익대)



## 파생상품을 이용한 환위험관리가 기업주가에 미치는 영향에 관한 연구

-KIKO와 기타 환위험파생상품 비교를 중심으로-

김 태 중(제1저자)

경희대학교 정경대학 무역학과 박사후 연구원

tjkim006@khu.ac.kr

이 재 호(교신저자)

경희대학교 정경대학 무역학과 조교수

jaeholee@khu.ac.kr

### 요 약

본 논문은 파생상품거래가 상장기업의 주가에 어떠한 영향을 주고, 거래되는 파생상품 종류별로 각 기업에 어떠한 영향이 미치는지, 환율변동이 파생상품거래 기업의 주가에 어떠한 영향을 미치는지 연구하고자 한다. 연구 대상은 증권거래소에 상장된 수출기업 중에서 2008년 금융감독원에 제출한 반기보고서 기준으로 파생상품거래로 손실을 기록한 기업들로 설정하였다. 파생상품을 거래하는 상장기업 주가 변화에 대한 실증연구를 통하여 사건발생 전후 주가의 누적평균초과수익률(CAAR)를 측정하여 기업의 파생상품 손실 공시 사건이 기업 주가에 어떠한 영향을 주는지 분석하였다.

실증분석결과 첫째, 파생상품손실보고서 공시 사건은 해당기업주가에 유의한 음(-)의 영향을 미쳤다. 둘째, 환위험에 대한 헤지 비중이 높을수록 손실 규모가 컸고 주가반응도 유의한 음(-)으로 나타났다. 셋째, KIKO 거래는 파생상품거래 상장기업 주가에 유의한 음(-)의 영향을 미쳤지만 선도거래나 통화선물거래, 환변동보험 등은 파생상품거래 상장 기업 주가에 유의한 영향을 미치지 않았다. 마지막으로 환율 변동폭은 파생상품거래 상장기업 주가에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다.

주제어: 환위험, 통화옵션, 파생상품, 누적평균초과수익률(CAAR), 헤지 비중

# **A Study on the Impact of Exchange Risk Management Using Derivatives on Stock Prices of Listed Companies**

**- Focused on Forward and KIKO -**

**Tae Joong Kim**

Post Doctor, International Business & Trade, KyungHee University

**Jae Ho Lee**

Assistant Professor, International Business & Trade, KyungHee University

## **Abstract**

This paper is focused on how foreign exchange risk management, especially through foreign exchange derivatives, of a company influences the company's stock price. This study analyzes the impact of existence of derivatives contracts as well as derivatives types on the company's stock prices. Also, how foreign exchange rate change influence these companies' values.

The research is based on biannual reports of 2008, of companies with loss of derivatives trading, submitted to the Financial Supervisory Service. Research method is event study. This paper tries to find whether disclosure of the event of corporate derivatives loss to Company stock price have any impact. The result shows that disclosure of derivatives loss report causes stock prices of these companies with significantly negative impact. Also, this shows that the higher hedge ratio a company does, the larger losses are. As for KIKO trading, the results show significantly negative impact on stock prices. Also, foreign exchange rate fluctuations don't show significant impact on the company's stock values.

**Key Words:** Foreign Exchange Risk, Currency Option, Derivatives, CAAR, Hedge Ratio

# I. 서론

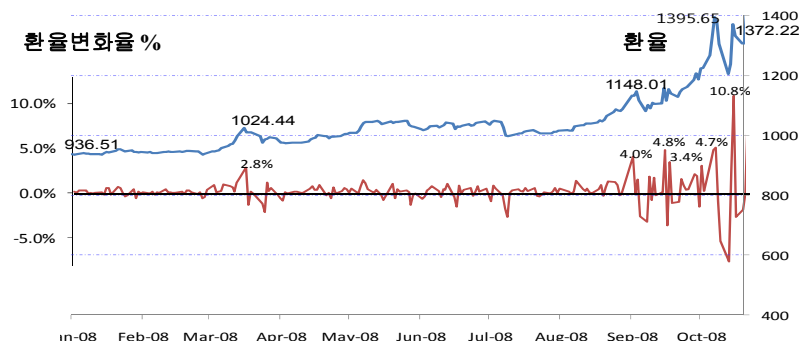
## 1. 연구배경

“통화옵션상품인 키코(KIKO)에 가입한 기업들의 손실이 3조9000억원(실현 손실 2조4000억원, 평가손실 1조5000억원)에 달하는 것으로 나타났다고.... ..기업별 손실은 중소기업이 2조8000억원, 대기업이 1조원으로 중소기업이 전체의 약 74%를 차지했다. 213개사가 28억달러 규모의 KIKO 상품에 가입했다. 이 가운데 90%에 해당하는 193개사가 중소기업으로...”

2009년 10월 12일자 매일경제 온라인 발췌

기대하지 않았던 환율변동에 의해 뜻하지 않게 손해를 보게 될 위험을 환위험이라고 한다. 기업이 본원적 거래에 따른 노출을 줄이기 위한 거래는 위험회피적 동기에 의한 것이라고 할 수 있고, 반대로 본원적 거래에 따른 노출을 증가시키기 위한 거래는 투기적 동기에 의한 것이라고 할 수 있다. 현재 기업들이 환노출을 조절하기 위하여 진행하고 있는 거래는 실제 현물통화의 교환보다는 선도거래, 통화선물, 통화옵션 혹은 통화스왑 등 외환파생상품(Derivatives)의 거래를 통하여 이루어지고 있다(차백인 2001).

[그림1] 2008년 환율 변화 추이 (출처: 한국은행경제통계시스템 ECOS)



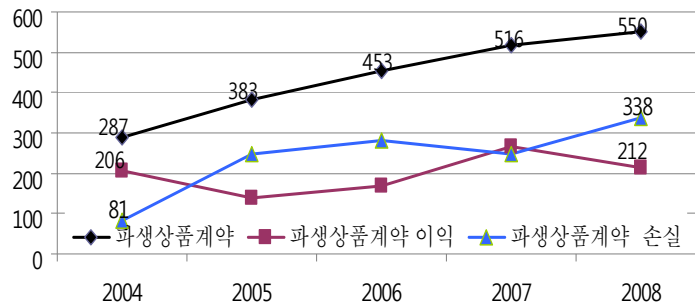
최근 1년 동안 원화 환율의 급격히 상승하고 일련의 국제금융시장 불안요인 발생으로 자금경색이 심화되면서 기업의 어려움이 확대되고 있다. 일부 기업<sup>1)</sup>의 경우 이익실현에도 불구하고 환위험 헤지를 위해 이용한 파생상품<sup>2)</sup>의 평가손실 발생 등으로 자금 유동성이 부족하여 흑자도산의 위기에 처하게 되었다. 금융감독원 공시시스템인 DART 자료에 의하면 2008년 1월부터 8월까지 수출 기업 중 KIKO거

1) 금융감독원의 보도자료에 의하면 대부분 손실기업이 중소 수출기업 임.

2) 대표적인 파생상품으로 KIKO, 스노볼, 피벗, 통화옵션, 선도거래, 선물거래, 환변동보험 등.

래를 체결한 기업은 517개로 상장대기업 45개, 상장중소기업 70개 이다.

[그림2] 파생상품계약을 한 상장기업 손익의 연도별 통계



2008년 6월말 기준으로 금감원 공시시스템에 보고된 KIKO를 포함한 통화파생상품 거래손실 규모는 유가증권 5,680억 원, 코스닥 상장사 5,941억 원에 달한다. 코스닥시장에서는 4개사가 자본잠식으로 상장폐지가 되어 관리종목으로 지정되었다. 이러한 상황에서 2008년 5월에 “환헤지 피해기업 공동대책위원회”가 설립되었고, 6월에는 공정거래위원회에서 “KIKO 불공정 거래여부를 조사”하기 시작하였으며, 10월에는 중소기업청이 KIKO 거래 등으로 환손실을 본 중소기업에게 300억 원의 긴급 자금지원을 하였고, 일부 KIKO손실기업과 선도거래를 한 조선업종을 구제하여 상장 퇴출을 막기 위하여 파생상품평가 회계처리방법 개선을 추진하였다. 이처럼 환위험 회피를 목적으로 가입한 파생상품이 오히려 기업들에게 존립 자체를 흔들 수 있는 피해를 가져왔다.

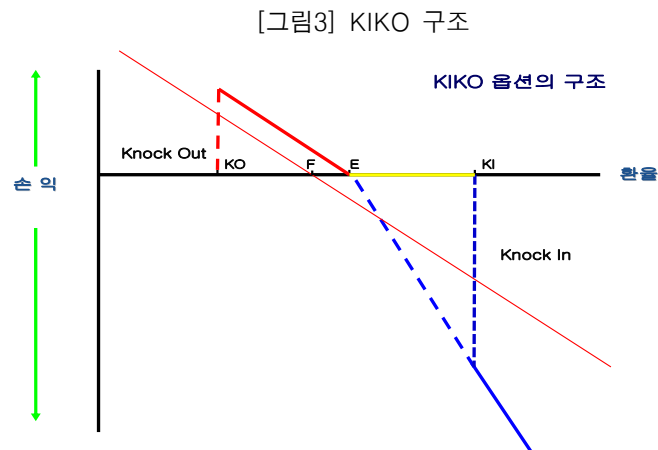
본 논문에서는 파생상품계약과 환율변동이 기업의 가치에 대한 영향을 살펴보고자 한다. 특히 파생상품 유형 및 Hedge Ratio의 차이가 기업가치에 미치는 영향 정도를 중점적으로 다룰 것이다. 또한 KIKO거래에 대한 부정적인 보도가 기타 파생상품에 대비하여 많이 보도 되었는데, KIKO거래가 기타 환헤지 파생상품에 비해서 주가에 부정적인 영향을 미쳤는가에 대해서도 분석을 하고자 하였다..

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 1장에서는 최근에 문제가 되고 KIKO가입 기업들의 손실현황을 살펴보고 문제제기를 하였다. 2장에서는 KIKO에 대한 설명과 환위험관리에 대한 선행연구를 통해 가설을 도출하였다. 3장에서는 연구대상인 파생상품 가입 기업에 대한 설명 및 구체적인 연구방법론에 대하여 설명하였다. 4장에서는 실증분석의 결과를 제시하였으며, 마지막 5장에서는 연구 결과를 정리하였다.

## II. KIKO 설명 및 선행연구

### 1. 환위험 헤지 파생상품으로써 KIKO

KIKO(Knock In, Knock Out)의 정식 명칭은 Window Barrier Target Forward Option 이다. KIKO는 만기 환율에 따라 은행과 고객기업이 달러의 매도와 매수 의무를 각각 달리 정한 통화옵션상품의 일종으로서, 은행과 고객기업은 통상 1~2년을 계약기간으로 하고 보통 1~2개월 단위로 정산을 한다. KIKO의 가장 큰 특징 2가지는 기업이 KIKO상품거래와 관련하여 비용을 지불하지 않는다는 Zero-Cost와 고객이 보유한 Put Option과은행이 보유한 Call Option을 동일한 가치로 일치시켜 놓았다는 점이다.



이러한 특징으로 인해 계약 구간 내에서 환율이 변동할 경우에는 기업이 이익을 보지만 구간을 초과하여 상승할 경우 계약금액의 2~3배에 해당하는 외화를 약정환율로 은행에 매각해야 하는 의무를 가지게 된다. 따라서 최초 가입 시에는 큰 비용이 들지 않지만, 환율이 급변하게 되면 기업의 큰 손실을 보게 되는 구조를 내포하고 있는 것이다.

〈표 1〉 KIKO의 구간별 분석

Knock Out 구간	계약환율에 매각할 수 있는 권리의 효력이 상실됨
통화옵션 유효구간(Put Option 유효구간)	KO~E 구간에서는 약정환율로 외환매입, 시장환율로 매각함으로써 환차익 발생
Knock In 구간(Call Option 유효구간)	계약환율로 계약금의 2~3배를 은행에 매각

## 2. 선행연구

기업의 환위험이란 영업이나 재무활동으로 인해 발생한 환노출이 실제 환율이 변동함에 따라 발생하는 위험을 의미한다. 즉, 기업이 환노출이 있는 상황에서 예상치 못한 환율변화가 기업의 수익에 영향을 미침으로 기업의 가치, 해당기업의 주가가격의 변화를 가져올 경우 이 기업은 환위험에 노출되었다고 정의한다. 구체적으로 환노출이라는 것은 미래의 특정 시점에 발생한 예상치 못한 환율변화로 외국 통화의 실질 구매력이 변화했을 때 기업이 지닌 실물 또는 금융 자산의 국내 통화표시 실질가치가 변화하는 정도를 나타내는 외국통화의 양이라 할 수 있다. 본 논문의 연구대상은 기업거래 특성상 환위험에 노출되어 있을 수 밖에 없어서 파생상품거래를 하여 환율변동으로 인한 수익과 현금흐름의 변동을 최소화하려고 하는 제조업 기반의 수출기업이다. 연구에서 제시한 기업의 파생상품거래와 주가의 상호관계는 또한 기업의 환노출과 기업가치의 상호관계로도 볼 수 있다.

Warner(1977)는 재무부실비용이 기업규모에 반비례하므로 소기업일수록 환차손으로 인한 파산위험이 커서 환위험 헤지를 많이 한다고 주장하였다. 이와 달리 Nance et al(1993)은 기업이 파생상품을 통하여 환위험 헤징을 하는데 있어 헤징비용과 관련된 규모의 경제가 고려되어야 하기 때문에 규모의 경제에 대한 변수로 기업규모를 고려하여 기업의 규모가 클수록 헤징비용에 있어서 규모의 경제를 갖게 되고 소규모기업보다 헤징을 쉽게 하게 되므로 기업규모가 클수록 환위험에 대한 노출이 작을 것이라고 설명하였다.

Jorion(1990)은 미국의 다국적 기업 중 287개의 비석유기업을 대상으로 환위험이 주식시장의 개별기업주가에 미치는 영향에 관한 연구를 통하여 환율변동에 따라 기업의 현금흐름이 영향을 받는 정도를 나타내는 환노출과 기업의 가치와의 관계가 정(+)의 상관관계가 있음을 보여 주었으며, 기업의 해외영업 의존도가 기업의 환위험 노출 정도에 영향을 주는 주요한 요인임을 밝혔다. 하지만 Jorion(1991)은 미국의 주식시장을 대상으로 한 실증분석에서 환위험이 유의적인 주가가격결정요인이 아니라고 보고하고 있다.

Allaynannia and Ofek(2001)는 미국의 기업들을 대상으로 한 분석에서 통화파생상품거래가 단기적 환노출을 감소시켜 준다고 보고하였다. 그러나 Nguyen and Faff(2003)은 호주기업들을 대상으로 한 분석에서 통화파생상품거래가 기업들의 환노출을 크게 완화시켜 주지 못하는 것으로 보고하였다.

Hentschel and Kothari(2001)는 기업의 주가변동과 파생상품 포지션간 유의적인 관련성은 발견하지 못하였고, 기업의 파생상품 포지션이 이자율과 환율변화에 대한 노출과 직접적 관련이 없다고 보고하였다. 그리고 이러한 결과는 파생상품을 통한 헷징이 기업 전체 위험의 일부분만 감소시키기 때문이라고 하였다. 이는 파생상품을 이용한 헷징이 기업의 위험을 감소시키기 위한 전체 위험관리전략의 일환이고 기업은 결합적인 헷징 의사결정을 통하여 위험을 관리한다.

Amihud(1994)는 Fortune지 선정 “50대 주요 수출업체” 중 32개 미국 수출 대기업의 1979년1월부터 1988년12월까지의 월별자료를 이용하여 주가수익률과 동시적인 환율변동간의 관계를 분석하였다. 그는 동시적인 환율 변동은 수익률에 영향을 주지 못하였으나 지연된 환율변동은 주가 수익률에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

223개 국내 비금융기업을 대상으로 한 김우찬, 성태윤(2004)의 연구에서도 외환위험관리의 비용측면을 대변하는 기업규모가 외환위험관리여부를 결정하는 가장 중요한 요인으로써 기업규모가 클수록 위험관리를 상대적으로 많이 하고 있다고 주장하였다.

김보민(1995)은 환율 변동과 산업별 주가 수익률간의 관계를 시계열 분석하였는데 대부분의 산업에서 유의한 결과를 얻지 못하였으나 시차를 두었을 경우 통계적으로 유의한 값이 증가하였고, 환율의 움직임에 대한 일반적인 견해와는 달리 원화 가치 하락 시 기업 가치가 내려 갔는데 이의 원인으로 환위험 결정 요인으로 수출 비중외에 수입 비중, 외화 자산, 부채 등을 고려하면 다른 결과가 나올 수 있을 것이라는 결론 내렸다.

이영광(1999)은 자유변동환율제도하에서 환율의 변화는 국제거래에 참여하는 국내외 수출기업에게 외환위험으로서 작용하고 있음을 주장하였다. 환율의 불확실성은 수출모형과의 연계분석을 통해 살펴보면 물량과 가격에 모두 정(+)의 효과를 보이고 있음을 제시하였다. 환율변동성의 위험을 최소화 할 수 있는 관리방법을 도입하는 것이 수출기업의 위험관리방안으로서 적절함을 제안하였다.

문선영(2007)는 해외 부채 사용으로 인한 환위험에 노출된 기업은 통화파생상품을 이용하여 환위험을 관리함으로써 기업의 가치를 증가시킨다는 것으로 나타났다.

정성창, 권택호(2007)는 통화파생상품거래를 하고 있는 한국 기업들에게서 외화표시부채로부터의 환노출 감소는 나타나지만 수출로부터의 환노출 감소는 나타나지 않았다. 즉 통화파생상품거래가 수출에 의한 환노출의 관리에 효과적으로 활용되지 못하고 있음을 의미한다.

안순권(2006)는 외환위기 이후 주가수익률 자료를 이용해 환노출을 분석한 연구들은 환율이 상승하면 동시에적으로는 기업가치가 하락하는 방향으로 환노출이 나타난 것으로 보고 있다.

권택호, 주경원(2004)은 환율의 상승은 동시에적으로는 기업의 가치를 하락시키지만 지연된 환노출은 환율의 상승이 기업의 가치를 상승시키는 영향을 준다고 보고 하였다. 이들은 환율의 상승이 동시에로는 기업의 가치를 하락시키는 것으로 나타나는 이유를 외화차입이나 수입결제에서의 유전스(Usance)방법의 사용 결과 기업이 외화표시 부채를 갖고 있기 때문이라고 설명하였다.

본 논문에서는 파생상품을 통한 환위험 관리와 기업의 주가가격의 관련성을 분석하려고 한다. 파생상품거래가 상장기업의 가치에 어떠한 영향을 주고, 거래되는 파생상품 종류별로 각자 기업에 대해 어떠한 영향이 존재하고, 환율변동이 파생상품 거래 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지 연구하려고 한다. 따라서 본 논문에서는 아래와 같은 가설들을 설정하였다.

가설1: 파생상품손실에 대한 손실 보고서 공시 사건은 해당 기업의 주가에 유의한 음(-)의 영향을 미친다.

가설2: 수출기업이 거래하는 파생상품 유형별로 기업 주가에 대한 영향 정도는 서로 다르다.

가설3: 일별 환율 상승폭이 클수록 해당 기업 주가에 대한 음(-) 영향 정도는 클 것이다.

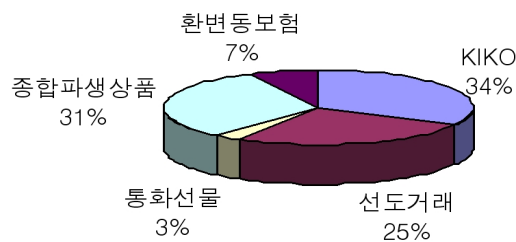
가설4: 이벤트 시점 전후로 High Hedge Ratio 기업들의 주가 손실은 Low Hedge Ratio 기업들의 손실보다 크다.

### Ⅲ. 표본 및 연구방법론

#### 1. 표본

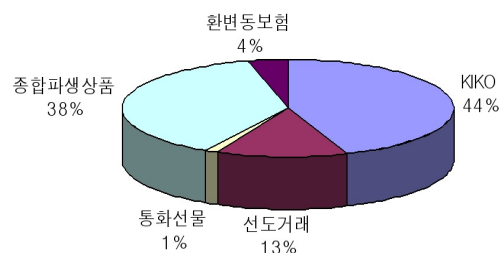
본 연구에 사용된 표본은 금융감독원 전자공시시스템(Dart)에 2008년 반기보고서를 제출한 증권거래소에 상장한 기업 중 파생상품거래를 하여

손실을 기록하고 있는 수출기업으로 제조업을 대상으로 하였다. 통계결과 전체 상장기업(KOSPI, KOSDAQ) 1,740개 기업 중 278개 기업이 재무제표 손익계산서 상 파생상품 거래손/익과 파생상품 평가손/익의 합계가 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 반기보고서의 파생상품에 대한 설명에 기록된 파생상품 종류별로 볼 때 278개 수출기업 중 KIKO거래 만 계약한 기업이 92개, 선도거래만 계약한 기업이 70개, 통화선물거래만 한 기업이 9개, 환변동보험만 계약한 기업이 20개이다. 상기 4가지 종류의 파생상품 중 2개 이상을 계약한 기업(본 논문에서는 종합파생상품이라고 함)은 87개이다.



[그림4] 파생상품손실기업 파생상품 종류별 분포 상황

최근에 파생상품 손실 문제가 이슈화 되면서 일부 기업들은 금융감독원에 별도로 파생상품손실보고서를 공시하였다. 2008년 5월1일부터 2008년 10월30일까지 파생상품손실보고서를 공시한 기업은 총 77개 기업이다. 그 중 KIKO계약만 한 기업은 35개, 선도거래만 계약한 기업은 10개, 통화선물을 계약한 기업은 1개, 종합파생상품 거래를 한 기업은 28개, 환변동보험만 계약한 기업은 3개이다. 이상의 결과를 종합해보면, 기업이 1분기 보고서와 반기보고서 및 파생상품 손실보고서에 공시된 파생상품을 분석하면 대부분의 기업은 KIKO거래나 선도거래를 이용하여 환위험을 헤지 하였다.



[그림5] 파생상품손실보고서 제출 기업 파생상품 종류별 분포 상황

환율 상승에 따라 기업들에게 미치는 영향을 정확하게 분석하기 위해서는 수출·수입대금의 환차손익뿐만 아니라 통화관련 파생상품 및 기타 외환거래 등의 환차손익을 함께 고려해야 하는데 KIKO거래 관련 환차익 산정 시 개별기업별로 원자재 수입의존도, 기타 외환거래 등을 정확히 파악하기가 실무적으로 어렵고 또한 은행에서는 KIKO 거래 시 예상수출실적 등의 자료만을 받고 있으며, 원자재 수입 비중, 기타 외환거래(현물·선물) 자료 등을 받는 것은 사실상 곤란하기에 수출대금과 원자재 수입대금의 입금·지급에 시차가 있는 경우 수출실적과 수입실적을 동시에 반영하기가 곤란한 측면이 있어서 KIS-Value에서 부득이 수출금액만을 기준으로 환차익을 추정하였다.

## 2. 방법론

사건연구방법(Event Study)이란 합병, 증자, 배당, 스톡옵션 부여, 자사주 매입, M&A, 이익공시 등과 같은 기업의 고유한 사건들이 해당기업 주식가격에 미치는 영향을 평가하는 실증적 연구방법론이다. 재무 및 회계학 분야의 실증연구에서 가장 많이 사용되는 연구방법이며, 경영전략, 마케팅 등에도 응용이 가능한 방법론이다. 초기에는 재무 및 회계학에서만 사용되었으나, 최근에는 사건연구의 응용범위가 확대되고 있다. 사건일을 기준으로 비정상수익률을 계산하고 그 평균의 크기가 양인가 음인가를 검정하거나 비정상수익률의 결정요인을 파악한다. 특정한 사건(Event)가 발생한 후, 비정상적인 “초과수익률”이 나타나는가를 검증한다. 비정상적인 “초과수익률”은 정상적인 “기대수익률”이 전제될 때 구할 수 있게 된다. 특정한 사건이 발생하기 이전의 기간 동안에는 정상적인 “기대수익률”이 발생했다고 가정하고, 그 기간을 근거로 사건발생 전후 “초과수익률”이 발생했는가를 분석한다. 따라서 사건연구는 2단계로 나누어서 진행되는데 1단계는 비사건기간(Estimation Period)을 대상으로 이른바 판정기준을 만드는 과정이고 2단계는 사건기간(Event Period)을 적용하여 초과수익률의 발생을 판단하는 과정이다.

본 연구에서는 사건연구를 이용하여 파생상품 관련 공시가 주가에 미치는 영향을 분석한다. 최초 공시가 이루어진 날을 사건일( $t=0$ )로 정의했으며, 개별 공시가 발생한 공시 시간을 토대로 만약 공시가 거래소 폐장 시간 이후에 발생한 경우에는 공시일 다음 거래일을 사건일로 간주하였다.

연구의 분석기간은 거래일 기준으로 공시 전 120일~공시 후 30일까지 총 151일이다. 이 중 비사건기간은 공시 전 120일~공시 전 31일까지의 90일간이며, 사건기간은 공시일을 기준으로  $\pm 30$ 일로 설정했다.

사건연구를 위해서는 비정상 초과수익률(이하 초과수익률이라 함)을 측정해야 한다. 일반적으로 초과수익률을 측정하는 모형은 평균조정모형 (Mean Adjusted Returns Model), 시장조정모형 (Market Adjusted Returns Model), 시장모형(OLS Market Model) 등 3가지가 자주 사용되는데, 본 연구에서는 시장모형을 선택하였다. Brown & Warner(1985), 김찬웅·김경원(1997), 정형찬(1997) 등은 복잡한 모형보다 시장모형이 여러 상황 하에서 검증력이 더 좋다는 연구결과를 제시한 바 있어, 본 연구에서는 시장모형을 이용한다.

초과수익률 도출과 검증을 위한 구체적인 절차는 다음과 같다.

① 정상적인 기대수익률로부터  $\hat{\alpha}_i$  및  $\hat{\beta}_i$  구하기

먼저 개별 주식 i의 비사건기간(-120, -31) 동안의 시계열 자료를 대상으로 식 (1)의 OLS(Ordinary Least Square)에 의한 회귀계수  $\alpha_i$ 와  $\beta_i$ 를 추정한다. 이 때 시장지수로는 종합주가지수를 사용한다. 한국의 경우 KOSPI지수나 KOSDAQ지수 등을 적절히 사용할 수 있다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (1)$$

Rit: 개별주식 i의 t일 수익률

Rmt: t일의 벤치마크 시장지수 수익률

eit: : 개별 주식 i의 t일 오차항

## ② 초과수익률(CAAR) 구하기

본 단계는 사건기간의 시계열 자료를 적용하는 것으로 앞에서 정상적인 기대수익률로부터 추정했던  $\hat{\alpha}_i$  및  $\hat{\beta}_i$ 를 이용하여 사건기간 동안 비정상적인 초과수익률이 발생했는가를 검증하려는 것이다. 분석은 “개별 표본의 일별 초과수익률 산정( $AR_{it}$ ) → 일별평균 초과수익률 측정( $\overline{AR}_t$ ) → 누적평균초과수익률 측정( $CAAR(t_1, t_2)$ )”의 순서로 진행되며, 유의성 검정을 병행한다. 구체적으로는 아래와 같다.

우선 식 (1)의 계수 추정치인  $\hat{\alpha}_i$  및  $\hat{\beta}_i$ 를 이용하여 식 (2) 및 식 (3)과 같이 사건기간 동안 비정상적인 초과수익률이 발생 하였는가를 정한다. 식 (2)는 개별 표본의 일별 초과수익률 (AR: Abnormal Return)이며, 식 (3)은 일별평균 초과수익률(AAR: Average Abnormal Returns)을 의미한다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (2)$$

$$AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it} \quad \because N_t : t\text{일의 표본기업 개수} \quad (3)$$

t1부터 t2까지의 누적평균초과수익률(CAAR: Cumulative Average Abnormal Returns)은 해당기간 동안의 일별평균 초과수익률을 누적한 것으로 다음 식 (4)로 표현된다.

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (4)$$

사건연구에 있어 귀무가설은 사건일에 초과수익률은 존재하지 않는다는, 귀무가설은 기본적으로 t-검정을 통하여 검증된다. 귀무가설 검증을 위한 검정통계량은 일반적인 경우는 횡단면 종속성을 가정한다. 즉 일반적인 상황 하에서의 t-통계량은 다음과 같이 정의된다. 다음 비사건기간은 (-120일, -31일), 사건기간은 (-30일, +30일)로 정의한 경우이다. 만약 비사건기간과 사건기간을 변경할 경우에는 이를 반영하여 사용하여야 한다.

AAR<sub>t</sub>의 유의성 검증을 위한 검정통계량은 다음의 식을 따른다.

$$t_{AAR_t} = \frac{AAR_t}{\hat{S}(AAR_t)}$$

$$\therefore \hat{S}(AAR_t) = \sqrt{\frac{1}{(90-1)} \sum_{t=-120}^{-31} (AAR_t - \overline{AAR_t})^2}$$

$$\therefore \overline{AAR_t} = \frac{1}{90} \sum_{t=-120}^{-31} AAR_t$$

여기에서 사건기간 중 특정일(예를 들어서 공시일인 시점)의 평균초과수익률이 0과 다른가를 검증하는데 있어서 비사건기간의 표준편차를 이용하여 t-검정을 수행한다는데 주의해야 한다.

CAR( $t_1, t_2$ )의 유의성 검증을 위한 검정통계량은 다음의 식 (6)을 따른다.

$$t_{CAR(t_1, t_2)} = \frac{CAR(t_1, t_2)}{\hat{S}(CAR)} = \frac{1}{\sqrt{\tau}} \frac{CAR(t_1, t_2)}{\hat{S}(AAR_t)} \quad (6)$$

$$\therefore CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

$$\therefore AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it} \quad \therefore N_t : t\text{일의 표본기업 개수}$$

$$\therefore \hat{S}(AAR_t) = \sqrt{\frac{1}{(90-1)} \sum_{t=-120}^{-31} (AAR_t - \overline{AAR_t})^2}$$

$$\therefore \tau \text{는 } t_1 \sim t_2 \text{까지의 기간, 즉 } \tau = t_2 - t_1 + 1$$

검정통계량을 구하기 위한 표준편차 계산은 비사건기간 동안의 시계열 자료를 이용하는 것에 주의하여야 한다.

### 3. hedge ratio에 대한 정의

본 논문은 2008년 반기 보고서의 재무제표의 손익계산서 상에서 파생상품거래손/익, 파생상품평가손/익의 합계가 음(-)인 수출기업들을 연구대상으로 선정하였다. 기업의 환위험 관리에 있어서 환위험 헤지 상품의 사용 정도는 외화표시자본의 흐름과 적절한 비례가 되어야 헤지 목적을 달성할 수 있다. 환위험 헤지 상품을 너무 많이 사용하는 경우 Over Hedge로 오히려 기업에게 환위험 헤지 상품 사용으로 인한 손실을 가져다 줄 수 있고 너무 적게 사용하는 경우 진정한 환위험 헤지의 효과를 볼 수 없을 수도 있다.

본 논문에서는 연구대상의 환위험 헤지 수준을 분류하여 연구하기 위하여 2008년 9월 중소기업중앙회가 작성한 “수출기업 KIKO 피해긴급조사”의 보고서 내용을 참고하여 Hedge Ratio라는 헤지 비율에 대한 설정을 하였다. Hedge Ratio의 정의는 다음과 같다.

$$\text{Hedge Ratio} = \left| \frac{\text{파생상품거래 손/익} + \text{파생상품 평가손/익}}{\text{기업의수출액}} \right|$$

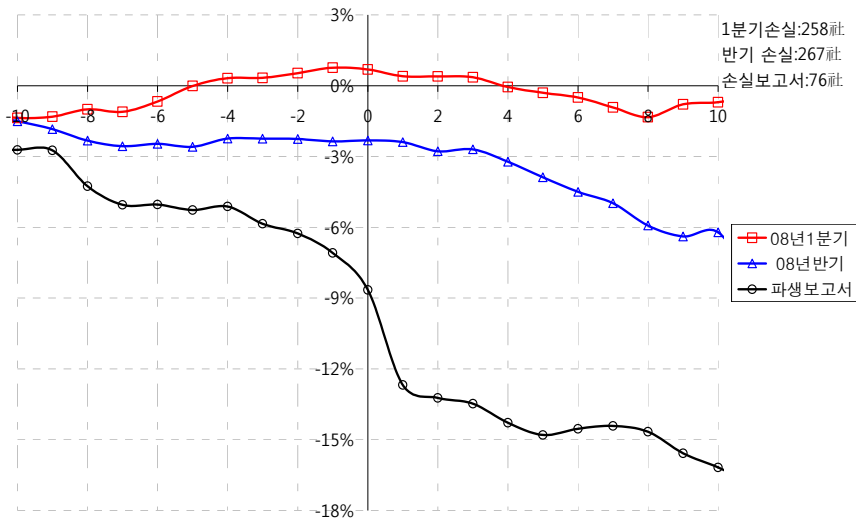
본 논문에서는 2008년 반기 보고서 기준으로 기업의 재무제표 손익계산서 중 파생상품거래 손/익 및 파생상품평가 손/익 합계를 해당 기업의 같은 시기 수출액과 비교한 결과를 본 논문에서는 해당 기업의 Hedge Ratio라고 한다. 파생상품거래를 한 기업을 Hedge Ratio가 낮은 기업(Low Hedge Ratio)와 높은 기업(High Hedge Ratio) 기업으로 나눈다. Hedge Ratio가 0.2 미만인 기업들을 Low Hedge Ratio기업이라고 하고 Hedge Ratio가 0.5를 초과하는 기업들을 High Hedge Ratio기업이라고 한다. 이 두 기업군에 대해서 사건 발생시점으로부터 주가가 어떻게 변동하는 것을 분석하여 헤지 비중이 기업의 가치에 어떠한 영향을 주는지 알아본다.

## IV. 실증분석의 주요 결과

### 1. 이벤트 발생 시점에 따른 차이

사건발생시점 즉 이벤트 시점에 따른 차이를 비교분석 하기 위하여 본 논문에서는 분기 공시, 반기 공시, 파생상품손실보고서 공시 사건 중에서 분기 보고서와 반기보고서 제출일을 이벤트 발생 시점으로 설정하였다. 2008년 1분기 재무제표 손익계산서 상 파생상품 거래/평가의 손/익 합계가 손실인 기업은 258개 기업이고, 2008년 반기보고서 기준으로 손실 기업은 267개이며, 별도로 파생상품손실보고서를 제출한 기업은 76개 기업이다. 실증결과는 아래 그림에 나타난다. 결과로 볼 때 분기 공시와 반기 공시를 이벤트 발생일로 선정하였을 때 파생상품 계약이 주가에 대한 음(-)의 영향은 유의 하지 않았다. 하지만 파생상품손실보고서 제출 기업을 상대로 이벤트일별 파생상품계약이 주가에 대한 영향에 대하여 살펴보면 유의한 음(-)의 영향이 존재한다는 것을 알 수 있다. 특히 파생상품손실보고서 제출 사건 전후로 주가에 대한 영향 정도는 크게 나타났다.

[그림6] 이벤트 시점 선정에 따른 주가 CAAR 추이



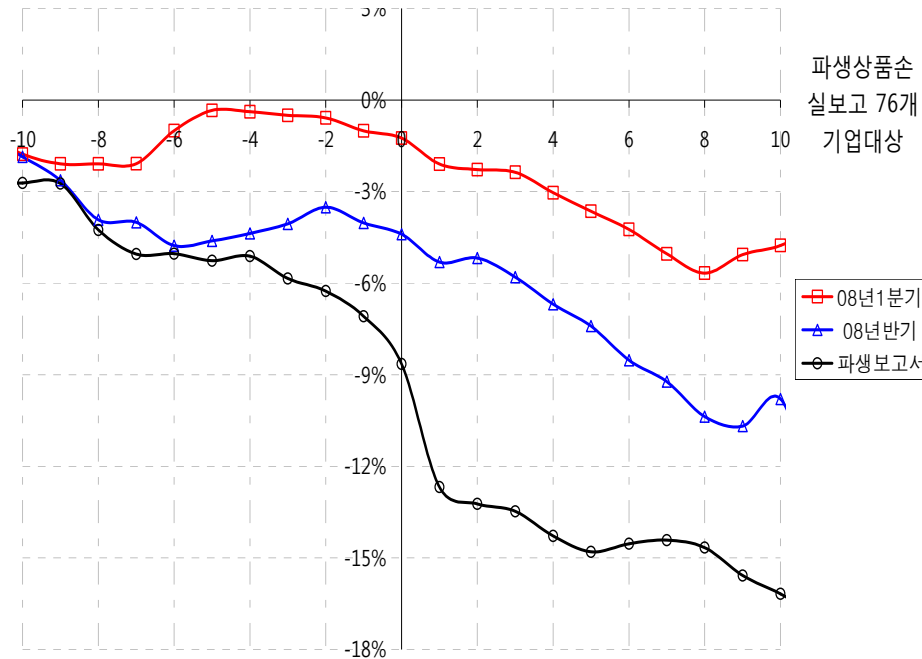
위의 결과로부터 이벤트 발생 시점을 파생상품손실보고서를 제출일로 설정하였을 경우 사건발생일 전후로 기업의 주가 손실이 뚜렷이 크다는 것을 알 수 있다. 여기에서 분석 대상이 부동함으로 인한 편차를 없애기 위하여 파생상품손실보고서를 제출한 기업만 상대로 2008년 1분기보고서 공시일, 반기보고서 공시일, 파생상품손실 보고서 공시일을 이벤트 발생일로 설정하여 실증분석을 반복 하였다. 그 분석결과 역시 파생상품손실보고서 공시일을 이벤트 발생 시점으로 설정하였을 때 기업의 주가가 사건 발생일 전후로 크게 하락한다는 것을 볼 수 있다. 다시 말하면 파생상품손실에 대한 보고서 공시는 기업을 주가에 뚜렷한 음(-)의 영향을 준다는 결론을 얻을 수 있었다.

〈표2〉 이벤트 시점 선정에 따른 주가 CAAR 및 t-test 결과

	구분	(-1,+1)	(-2,+2)	(-3,+3)	(-4,+4)	(-5,+5)
파생상품손실보고서 제출기업	CAAR	-0.0641***	-0.0738***	-0.0836***	-0.0901***	-0.0977***
	t-value	-9.1712	-8.1770	-7.8197	-7.4410	-7.2920
08년반기보고서 제출기업	CAAR	-0.0013	-0.0053	-0.0046	-0.0063	-0.0141
	t-value	-0.2439	-0.7661	-0.5527	-0.6717	-1.3575
08년1분기보고서 제출기업	CAAR	-0.0013	0.0006	0.0004	-0.0004	0.0037
	t-value	-0.1915	0.0729	0.0361	-0.0357	0.2787

(주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의미함을 의미한다.

[그림7] 파생상품손실보고서 제출 기업 주가 CAAR 추이



〈표3〉 파생상품손실보고서 제출 기업 주가 CAAR 및 t-test 결과

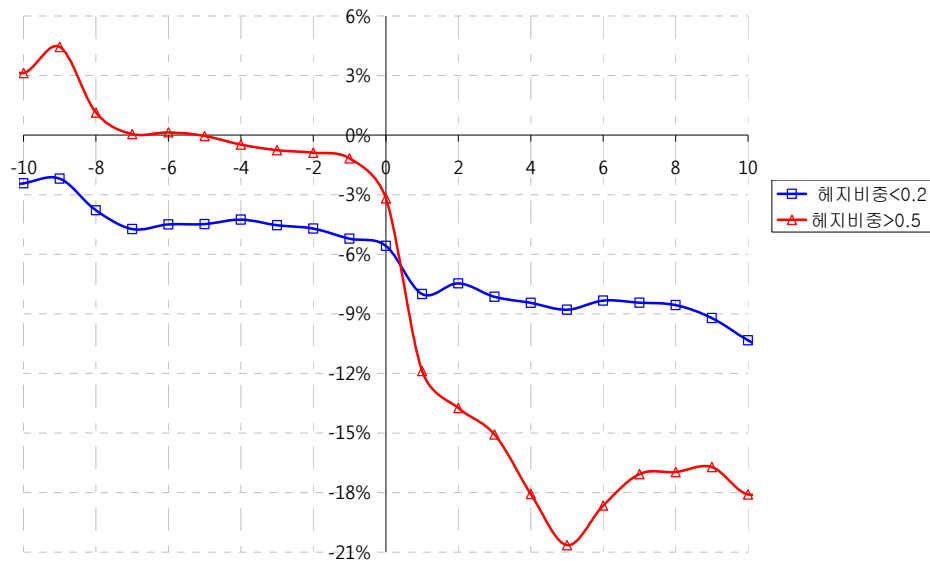
	구분	(-1,+1)	(-2,+2)	(-3,+3)	(-4,+4)	(-5,+5)
파생상품손실보 고서 제출일	CAAR	-0.0641***	-0.0738***	-0.0836***	-0.0901***	-0.0977***
	t-value	-9.1712	-8.1770	-7.8197	-7.4410	-7.2920
08년반기보고서 제출일	CAAR	-0.0180*	-0.0111	-0.014	-0.0207	-0.0263
	t-value	-2.1178	-1.0180	-1.1056	-1.4120	-1.6214
08년1분기보고서 제출일	CAAR	-0.0151	-0.0177	-0.0198	-0.027	-0.0264
	t-value	-1.4042	-1.2779	-1.2085	-1.4479	-1.2848

(주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의미함을 의미한다.

## 2. 환위험 Hedge Ratio에 따른 차이

파생상품손실보고서 제출기업 대상으로 Hedge Ratio에 따른 주가의 반응을 관찰하였다. 본 논문에서는 Hedge Ratio에 따라서 기업을 헤지 비중이 높거나 헤지 비중이 낮은 두 가지 분류로 기업을 분류하여 분석하였다. 앞부분에서 설명한 대로 Hedge Ratio가 0.2미만 기업을 Low Hedge Ratio기업이라고 하였고 Hedge Ratio가 0.5를 초과하는 기업을 High Hedge Ratio기업이라고 하였다. 이 두 기업의 CAAR추이는 아래와 같다.

[그림8] Hedge Ratio에 따른 CAAR 추이



분석 결과 이벤트 발생일 전후로 Hedge Ratio가 높은 기업의 주가의 하락폭이 더 크게 나타났다. 이는 시장이 헤지 비중이 높은 기업 다시 말하면 환위험 관리에 있어서 다소 투기 목적을 갖고 파생상품을 거래한 기업에 대해서는 부정적으로 움직여서 주가 하락폭이 크지만 환위험 관리에 있어서 위험 회피를 목적으로 하고 있었던 헤지 비중이 낮은 기업들에 대해서는 시장이 부정적으로 움직이지 않았음을 보여주는데 이런 경우 주가 손실이 상대적으로 작았다.

〈표4〉 Hedge Ratio에 따른 CAAR 및 t-test 결과

	구분	(-1,+1)	(-2,+2)	(-3,+3)	(-4,+4)	(-5,+5)
High Hedge Ratio	CAAR	-0.1099***	-0.1298***	-0.146***	-0.1802***	-0.2078***
	t-value	-4.9406	-4.5185	-4.2958	-4.6774	-4.8783
Low Hedge Ratio	CAAR	-0.0329**	-0.0292**	-0.0388**	-0.0397**	-0.0429**
	t-value	-3.7710	-2.5914	-2.9090	-2.6208	-2.5649

(주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의미함을 의미한다.

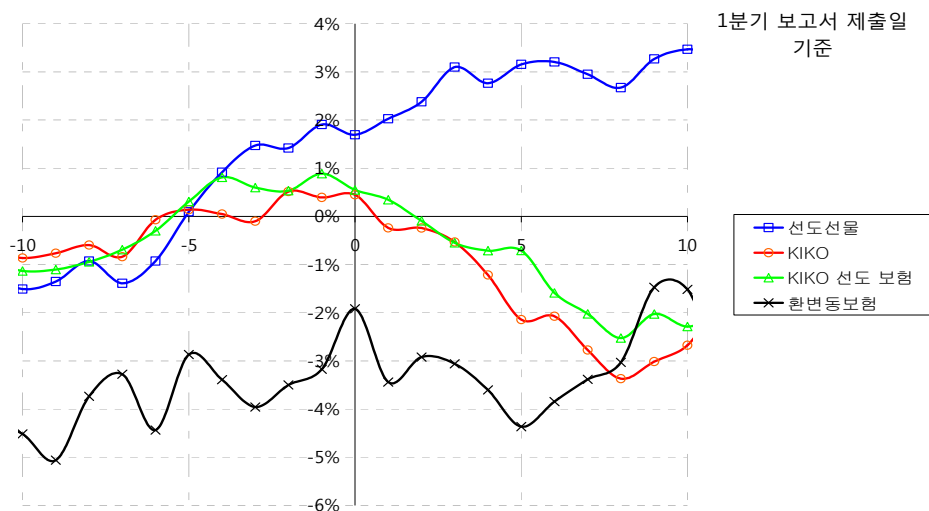
### 3. 거래되는 파생상품 종류별 차이

기업이 공시한 파생상품에 대한 구체적 설명부분을 보면 기업이 주로 거래한 파생상품은 2가지 KIKO와 같은 통화옵션과 통화선도거래이다. 통화선물과 환변동보험은 상대적으로 차지하는 비중이 적고 통화스왑과 이자율스왑 등 상품거래는 아주 드물었다. 이론적으로 통화옵션과 선도거래는 성격상 유사한 상품으로 이에 대한 시장의 반응도 비슷해야 하는데 최근에 초점이 계속 KIKO에 몰리고 KIKO

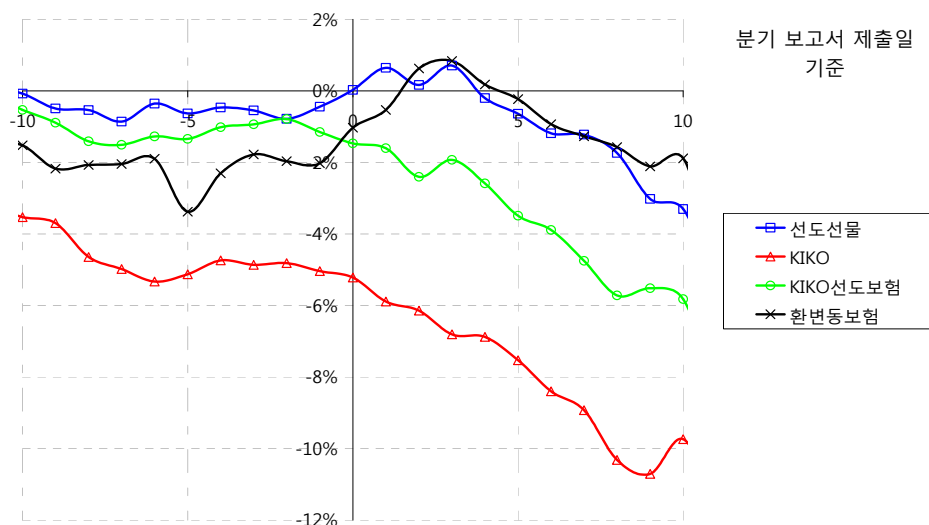
에 대한 부정적인 보도가 많이 되었는데 이런 상황에서 이 두 가지 파생상품간의 차이도 살펴볼 필요가 있다.

본 논문에서는 파생상품 종류별로 파생상품거래 기업의 주식가격에 어떠한 영향을 주었는지 살펴보았다. 거래되는 파생상품 종류별로 파생상품거래 기업의 주식가격에 어떠한 영향을 주었는지 살펴 본 결과 1분기보고서 제출일을 이벤트 발생시점으로 설정할 때 KIKO거래를 하는 기업들이 이벤트 발생 시점 전후로 주가의 하락이 발생한 것을 볼 수 있고 반대로 선도거래를 한 기업들은 이벤트 발생 후 주가의 상승이 있다는 것을 볼 수 있고 환변동보험에 가입한 기업인 경우 이벤트 발생에 따른 주가의 주기적인 변화가 없는 것을 볼 수 있다.

[그림9] 파생상품 종류에 따른 CAAR 추이

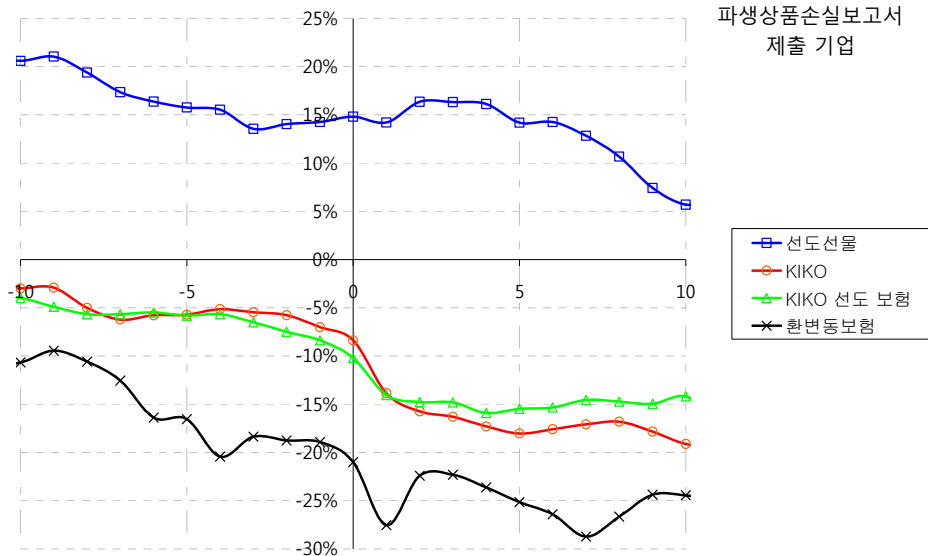


[그림10] 파생상품 종류에 따른 CAAR 추이



반기보고서 제출일을 이벤트 발생시점으로 설정할 때 KIKO거래를 하는 기업들이 이벤트 발생 시점 전후로 주가의 하락이 발생한 것을 볼 수 있고 반대로 선도거래나 통화선물 계약 환변동보험에 가입한 기업들은 이벤트 발생 후 일정한 기간이 지난 뒤에 주가 하락이 발생하는 것을 볼 수 있다.

[그림11] 파생상품 종류에 따른 CAAR 추이



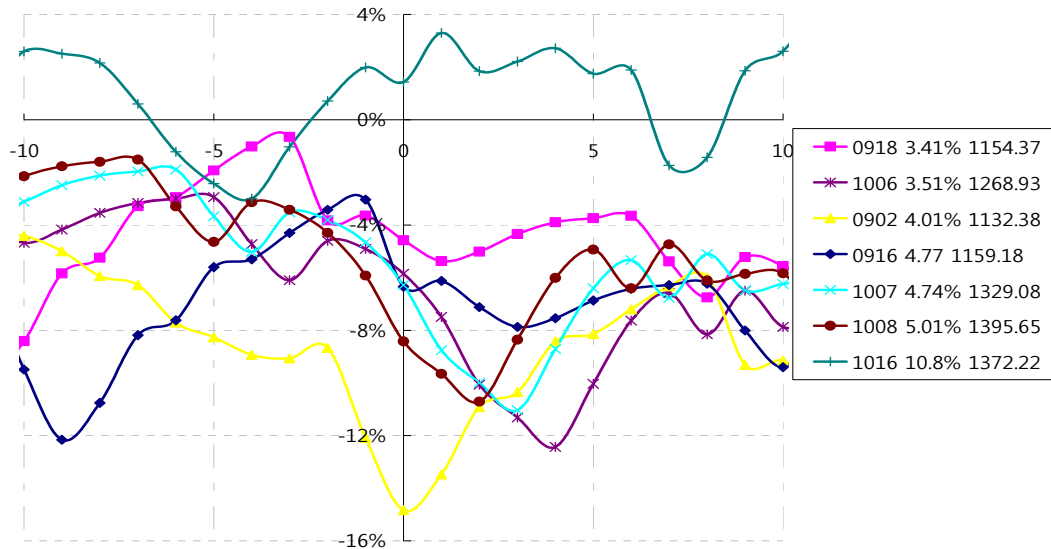
<표5> 파생상품 종류에 따른 CAAR 및 t-test 결과

	구분	(-1,+1)	(-2,+2)	(-3,+3)	(-4,+4)	(-5,+5)
KIKO	CAAR	-0.0809***	-0.1026***	-0.1116***	-0.1158***	-0.1226***
	t-value	-7.5890	-7.4611	-6.8552	-6.2755	-6.0097
선도 선물	CAAR	0.0016	0.0279	0.0079	0.0036	-0.0218
	t-value	0.0878	1.1911	0.2839	0.1134	-0.6274
종합 파생상품	CAAR	-0.0657***	-0.0827***	-0.0914***	-0.1009***	-0.0999***
	t-value	-6.0749	-5.9186	-5.5263	-5.3843	-4.8217
환변동보험	CAAR	-0.0878	-0.0403	-0.0188	-0.0708	-0.0876
	t-value	-1.4800	-0.5266	-0.2080	-0.6890	-0.7709

(주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의미함을 의미한다.

#### 4. 급격한 환율변동이 파생상품거래 기업주가에 미치는 영향

[그림12] 환율변동폭에 따른 CAAR 추이



<표6> 환율변동폭에 따른 CAAR 및 t-test 결과

Date	Foreign Exchange	Change rate %	CAAR	T- value
20081016	1372.22	10.80	0.0259*	2.2518
20081008	1395.65	5.01	-0.0536***	-5.1762
20080916	1159.18	4.77	-0.0271**	-2.6110
20081007	1329.08	4.74	-0.0495***	-4.7863
20080902	1132.38	4.01	-0.0481***	-4.6713
20081006	1268.93	3.51	-0.0289**	-2.8117
20080918	1154.37	3.41	-0.0155	-1.4750

(주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의미함을 의미한다.

위의 그림과 표에서 보듯이 환율변동폭이 큰 날짜를 이벤트 발생시점으로 설정하여 실증 분석한 결과를 살펴보면 CAAR 그래프로 볼 때 환율변동폭과 주가 하락폭과의 연관성은 없는 것으로 보인다. 따라서 환율의 변동이 주가에 직접적인 영향을 주지 않는다는 결론을 얻을 수 있다.

#### V. 결론

본 논문은 파생상품 거래가 상장기업 기업 가치에 대한 영향을 분석하였다. 기업의 가치에 대한 평가 척도는 기업의 주시가격을 참고 하였다. 사건연구 방법을 사용하여 파생상품거래가 존재하는 수출 기업들이 파생상품손실에 대한 공시가 해당기업의 주가를 하락 시켰는지 상승 시켰는지 분석하였다.

사건발생일은 파생상품 공시일로 금융감독원에 제출한 2008년1분기, 반기, 파생상품손실 보고서 제출일로 설정하였다.

사건 발생 전 30일부터 발생 후 30일까지 기업의 주가 반응을 분석한 결과, 첫째, 파생상품손실보고서 공시 사건은 파생상품거래를 진행한 상장기업 주가에 유의한 음(-)의 영향을 주지만 1분기, 반기보고서 공시 사건은 파생상품거래 상장기업의 주가에 대한 유의한 영향을 주지 않았다. 둘째, 헤지 비중에 따른 파생상품거래기업의 주가 변동 추이를 살펴보기 위하여 Hedge Ratio가 0.2미만인 Low Hedge Ratio기업과 Hedge Ratio가 0.5이상인 High Hedge Ratio기업을 구분하여 분석하였다. 분석결과 파생상품으로 환위험을 헤지한 기업 중에서 High Hedge Ratio 기업의 주가 손실은 Low Hedge Ratio 기 보다 4, 5배 정도 컸다. 셋째, 기업이 거래하는 파생상품 종류별로 기업의 가치에 대한 영향 정도를 분석하기 위하여 기업들을 KIKO만 거래한 기업, 선도거래와 통화 선물만 거래한 기업, 환변동보험에 만 가입한 기업, 위의 4가지 파생상품 중에서 2가지 이상을 거래한 종합파생상품 거래기업 4가지로 분류하여 분석한 결과 파생상품거래를 한 기업 중에서 거래되는 파생상품에 종류에 따라 주가의 변동은 상이하다는 것을 발견하였다. 특히 KIKO거래나 종합파생상품거래는 상장 기업의 주가에 유의한 음(-)의 영향을 미쳤지만 선도거래나 통화선물거래, 환변동보험에 가입한 것은 상장 기업 주가에 변동에 유의한 영향을 미치지 않았다. 넷째, 환율변동이 파생상품 거래 기업의 주식가격에 대한 영향 정도를 살펴보기 위하여 2008년1월에서 10월 중 환율변동폭이 큰 몇 개 시점을 이벤트 발생시점으로 설정하여 분석한 결과 환율의 변동은 파생상품을 거래하는 상장 기업의 주가에 유의한 음(-)영향을 미치지 않았다.

원화가 국제화되지 않은 상황에서 수출을 위주로 하는 기업은 수출의 대가로 외화를 받을 수 밖에 없게 되어 자연스럽게 환위험에 노출되게 된다. 따라서 기업의 경영진은 환위험을 줄여 기업의 현금흐름의 불확실성을 줄이고 기업가치를 제고하기 위하여 환위험을 헤지하고자 다양한 금융상품에 가입을 하고 있다. 하지만 환위험을 줄이기 위해서 가입한파생상품거래로 인한 손실이 발생하게 되면 기업의 주가에는 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 더욱 문제가 되는 것은 KIKO에 가입한 기업들의 손실은 현재에도 계속 진행되고 있으며, 상품의 특성으로 인하여 향후 환율이 다시 하락하더라도 그 손실이 줄어들지 않는다는 문제점을 안고 있다. 즉, 기업이 처하게 되는 환위험은 단기간의 환율의 급격한 변동보다는 보다 장기적인 기준에 맞춰서 헤지를 하는 것이 좋을 것이다.

KIKO가 본격적으로 국내시장에서 거래된 것은 최근의 일이다. 아직도 많은 기업들이 환위험을 헤지하기 위해서 다양한 종류의 상품에 가입하고 있다. 하지만 단순 헤지 상품이 아닌 KIKO와 같은 복잡한 파생상품의 가입은 환위험의 헤지가 아니라 오히려 환투기와 같은 결과를 가져오게 된다는 것을 이번 분석을 통해서 알 수 있었다.

## 참고문헌

- 권택호, 주경원, 「여수산업단지 기업들의 환위험 특성과 관리방안에 관한 연구」, 『국제경영연구』, 2004, 제15권 4호
- 김우찬, 성태윤, 「기업의 외환위험관리 결정요인에 관한 연구」, 『한국개발연구원 정책연구시리즈』, 2004-10
- 김찬웅, 김경원, 「사건연구에서의 주식성과 측정」, 『증권학회지』, 1997, 제20집, 301-372
- 문선영, 「파생상품을 이용한 위험관리 활동이 기업가치에 미치는 영향 연구: 통화파생상품을 이용한 환 위험관리를 중심으로」, 2007년, 『서울대학교 대학원 석사학위 논문』
- 안순권, 「한국기업의 환노출 특성에 관한 연구」, 『한국경제연구원 연구보고서』, 2006
- 이영광, 「원화환율의 불확실성위험과 한국의 수입」, 『한국경제연구』, 1999, 제3권, 23-38
- 정성창, 권택호, 「기업의 통화파생상품거래, 환노출을 감소시키는가?」, 『국제경영연구』, 2007, 제18권 4호
- 정형찬, 「한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론 고안」, 『재무관리연구』, 1997, 제14권 제2호, 273-312
- 중소기업중앙회, 「수출기업 KIKO 통화옵션 피해긴급조사」, 2008년 9월
- 차백인, 「국내기업 환위험관리의 문제점과 개선방안」, 『KIF금융논단』, 2001, 235-240
- 금융감독원 전자공시 시스템 Dart.
- 한국신용평가원 Kis Value.
- 한국은행 경제통계시스템 ECOS.
- Allayannis, George and Eli Ofek, "Exchange Rate Exposure, Hedging and the Use of Foreign Currency Derivatives", 2001, *Journal of International Money and Finance*.
- Amihud, Yakov, "Evidence on exchange rates and valuation of equity shares, in Y. Amihud and Richard M. Levich, Eds.: Exchange rates and Corporate performance", 1994, *Irwin Professional Publishing*.
- Brown S. J, Warner J. B, 1985 "Using Daily Stock Returns" *Journal of financial economics*, Vol 14, pp3-31
- Hentschel, L, and S. P. Kothari, "Are Corporations Reducing or Taking Risks with Derivatives?", 2001, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 36, pp. 93-118.
- Jorion, Philippe, "The Exchange Rate Exposure Of US Multinationals", 1990, *Journal of Business*, Vol. 63, No.3, pp.331-345
- Jorion, Philippe, "The Pricing of Exchange Rate Risk in the Stock Market", 1991, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.26, No.3, pp.363-376
- Nance, D, C. Smith, and C. Smithson, 1993, "On the Determinants of Corporate Hedging", *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1, pp. 267-284
- Nguyen.H. and R.W. Faff, "Can the Use of Foreign Currency Derivatives Explain Variations in Foreign Exchange Exposure? Evidence from Australian Companies", 2003, *Journal of multinational Financial Management*. Vol 13, Issue 3, pp. 193-215
- Warner. J. B, 1977, "Bankruptcy Costs: Some Evidence", *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp. 337-347

### <부록> KIKO 계약 기업 피해 및 현재 상황

KIKO등 파생상품 거래 손익에 대해서는 2008년8월말(환율 : 1,089원) 기준으로 중소기업들의 KIKO 계약 금액은 59억 달러이며, KIKO 거래 관련 손실은 평가손실 7,700억원을 포함하여 1.28조원 수준이다.

〈표7〉 2008년 KIKO계약 체결 기업 현황

(단위: 개,억달러)

구분	업체수	계약잔액	연수출액	계약비율(%)
중소기업	471	59	204	42.1
대기업	46	20	82	36.1
합계	517	79	286	40.4

KIKO 거래와 관련하여 유동성 부족 등 어려움을 겪는 기업은 다음과 같은 유형 중 하나인 것으로 판단된다. ① KIKO 계약금액(콜옵션 매도금액 기준)이 계약 기간 중 수령할 수출대금을 초과하는 경우(과도계약), ② 당초 예상되었던 수출에 차질이 발생하여, 예상된 수출대금을 수령하지 못하게 된 경우(과도계약과 동일), ③ 환율 상승으로 수입 원자재 가격이 상승함에 따라 수익성이 악화된 경우 등이 있다. 이 중에서①의 경우, 기업들의 과도한 거래를 은행이 유도했는지에 대해서는 은행 점검/검사를 통해 조사할 사항이지만 ②, ③의 경우, 기타 경영여건 변화에 따른 것으로 KIKO 거래와는 직접적인 관련이 없다고 볼 수 있다.

그리고 은행은 기업과 KIKO거래를 할 때 수출현황 등의 정보는 기존 거래관계에서 파악한 자료와 기업의 주장 등에 주로 의존 하기에 기업의 동의 없이 은행간 거래 정보를 공유하는 것은 실명법상 불가능 하다. ‘과도 계약’은 기업의 잘못된 수출관련 정보 제공, 기업·은행간 합의, 은행간 KIKO거래정보 미공유 등으로 발생하는 것이다. 금감원은 현장점검을 통해 ‘과도 계약’ 실태를 파악 중이며, 아울러 과도한 헤지를 방지하기 위해 은행연합회 주관으로 은행간 파생상품 정보공유시스템을 구축하고 있다.



# 점프확산과정을 이용한 주요국 환율의 국제비교

윤종인

백석대학교 경상학부

## I. 문제제기

외환위기가 수습되면서 원화의 가치는 안정을 되찾았고 원화가치의 폭락은 과거의 일처럼 느껴졌는지도 모른다. 하지만 미국금융위기 이후 원화가치는 다시 폭락하였고 2009년 3월 3일에는 외환위기를 방불케 하듯이 대미달러환율이 1,573.6원까지 급상승하였다. 자본시장의 자유화와 변동환율제도를 고려한다면 환율의 급격한 변동이란 항상 대비해야 하는 사안이다.

환율이 급격한 변동을 보인다는 사실은 이미 잘 알려져 있다. 이에 환율의 급격한 변동을 분석하는 다양한 방법이 도입되었는데 점프확산과정(jump diffusion process)도 그 중의 하나이다. 즉 환율의 움직임을 확산과정과 점프과정의 합으로 설명하는 방식이다.

원화가치뿐만 아니라 모든 나라의 통화가치는 급격한 변동을 겪곤 한다. 본 연구가 주목하려는 것은 점프확산과정의 국제비교이다. 즉 대미달러환율을 이용하였을 때 주요국 통화가치의 움직임을 점프확산과정을 이용하여 추정하고 그 차이를 찾아내려는 것이다. 점프확산과정을 이용한다면 우리는 점프의 크기와 intensity를 비교해야 한다. 점프의 크기란 점프가 발생한다면 그 크기가 얼마인가를 나타내고 intensity는 점프발생의 빈번함을 나타낸다.

본 연구는 원화의 대미환율이 보여 왔던 점프의 크기와 빈번함을 주요국 통화의 대미환율이 보여 왔던 점프의 크기와 빈번함과 비교하게 될 것이다. 이하의 결과에 따르면 특이한 현상을 관찰할 수 있었다. 점프의 크기는 크지만 intensity가 작은 통화가 있는 반면 점프의 크기는 작지만 intensity가 큰 통화가 있었다는 점이다. 원화의 경우 전자에 속하는 편이었는데 이 사실은 환위험관리에서 충분히 고려되어야 할 것으로 보인다. 왜냐하면 점프가 빈번하게 발생하지는 않지만 점프가 일단 발생한다면 매우 큰 규모로 나타남을 의미하기 때문이다.

본 연구는 깁스샘플링(Gibbs sampling)을 이용하여 점프확산과정을 추정한다. 깁스샘플링은 MCMC(Markov Chain Monte Carlo) 알고리즘 중의 하나이다. 본래 MCMC 알고리즘은 엄청난 계산을 필요로 하기 때문에 많이 이용되지 못하였다. 하지만 최근 컴퓨터의 발달로 인해 계산이 용이해지고 Geman and Geman(1984)이 깁스샘플링을 제안한 이후 활용도가 매우 높아졌다. 깁스샘플링은 MCMC 알고리즘 중 가장 많이 이용되는 것이다.

깁스샘플링의 가장 큰 장점은 고도의 복잡한 모형도 추정할 수 있다는 점이다. 예를 들면 관측할 수

없는 자료(unobservable variables)가 있는 경우 기존의 방법으로는 추정이 어려웠던 여러 모형들도 깃스 샘플링을 이용하여 추정할 수 있게 되었다. 점프확산과정의 추정에도 이와 같은 문제가 내재되어 있는데, 이에 본 연구는 깃스샘플링을 이용하기로 하였다.

## II. 자료 및 연구방법

가장 먼저 자료에 대해 설명하고 이어서 실증분석방법에 대해 설명한다. 실증분석방법으로 점프확산 과정에 대해 설명하고 이어서 점프확산과정의 모수에 대해 조건부사후분포를 제시한다. 끝으로 깃스샘플링을 수행하는 방법에 대해 간략하게 설명한다.

### 1. 자료의 설명

본 연구는 1997년 11월 1일~2013년 5월 16일 주요 15개국 통화의 대미달러환율의 일별자료를 이용하였다. 1997년 11월 1일 이후의 자료를 이용한 이유는 이 시기부터 우리나라의 외환시장제도가 환율변동폭의 제한이 없는 변동환율제도로 이행하였기 때문이다. 물론 표본기간 중 중국이나 말레이시아 등 외환시장이 통제되는 나라들도 있다. 따라서 이하에서 실증분석결과를 해석할 때 외환시장의 특성은 충분히 고려되어야 할 것이다. 또한 모든 환율자료는 한국은행 경제통계시스템으로부터 구하였다.

주요국 통화의 환율은 미국달러(USD)를 달러로 나타낼 때 원/달러(KRW), 일본엔/달러(YEN), 달러/유로(EUR), 달러/영국파운드(GBP), 캐나다달러/달러(CAD), 스위스프랑/달러(CHF), 홍콩달러/달러(HKD), 스웨덴크로네/달러(SEK), 달러/호주달러(AUD), 덴마크크로네/달러(DKK), 노르웨이크로네/달러(NOK), 싱가포르달러/달러(SGD), 말레이시아링기트/달러(MYR), 중국원(元)/달러(CNY), 태국바트/달러(THB)이다.

### 2. 점프확산과정

환율을  $S$ 라 할 때  $S$ 가 점프확산과정을 따른다면 아래와 같이 나타낼 수 있다.

$$(1) d \log S = \mu dt + \sigma dW_t + Y dN_t$$

위 식에서  $\mu$ 와  $\sigma$ 는 drift와 변동성이며  $W_t$ 는 표준적인 브라운운동이다.  $S$ 의 점프를 표현해 주는 것은 셋째 항인데  $Y$ 는 평균이  $k$ 이고 분산이  $s^2$ 인 정규분포를 따르고  $N_t$ 는 intensity가  $\lambda$ 인 포아송과정(poisson process)을 따른다. 또한  $W_t$ ,  $Y$ ,  $N_t$ 는 서로 독립인 확률변수이다.

연속적인 과정으로 표현되고 있지만 우리가 가진 자료는 이산적 자료이므로 이에 적합하게 (1)식을

다시 표현하면 아래와 같다.

$$(2) \Delta \log S = \mu \Delta t + \sigma \Delta W_t + Y \Delta N_t$$

$\Delta t$ 가 충분히 작으면  $\Delta N_t$ 는  $\lambda \Delta t$ 의 확률로 1이고  $1 - \lambda \Delta t$ 의 확률로 0이다. 우리는 확산과정의 모수인  $\mu$ 와  $\sigma$ , 그리고 점프과정의 모수인  $\lambda$ ,  $k$ ,  $s^2$ 를 추정하려 한다.

### 3. 조건부사후분포의 도출

본 연구의 방법이 MCMC알고리즘이므로 모수추출절차는 베이즈안추론에 근거한다. 따라서 모수의 사전분포(prior distribution)를 정해야 하는데 사후분포(posterior distribution)가 사전분포와 공액이 되도록 공액사전분포(conjugate prior distribution)를 이용한다. 물론 본 연구가 이용하는 사전분포와 사후분포는 베이즈안추론에서 이미 일반화된 것이다.

하지만 깃스샘플링은 보통의 베이즈안추론과는 조금 다른 사후분포를 이용한다. 여러 명칭이 있지만 본 연구는 이를 조건부사후분포(conditional posterior distribution)라고 부른다. 이에 관한 자세한 내용은 Gelman et al.(2003)과 Rossi et al.(2006)을 참조할 수 있다.

첫째  $\mu$ 의 사전분포와 조건부사후분포는 다음과 같다. 우선  $\mu$ 의 우도함수는 (3)식과 같다.

$$(3) L(\mu) \propto \prod_{i=1}^n \exp \left[ -\frac{(x_i - \mu \Delta t - Y_i \Delta N_i)^2}{2\sigma^2 \Delta t} \right] \\ \propto \exp \left\{ -\frac{1}{2\sigma^2} \left[ \mu - \sum_{i=1}^n (x_i - Y_i \Delta N_i) \right]^2 \right\}$$

사전분포로  $N(m, \tau^2)$ 을 이용하면  $\mu$ 의 조건부사후분포는 다음과 같이 정리할 수 있다.

$$(4) N \left( \frac{\tau^2 \sum_{i=1}^n (x_i - Y_i \Delta N_i) + m\sigma^2/n}{\tau^2 + \sigma^2/n}, \frac{\tau^2 \sigma^2}{n\tau^2 + \sigma^2} \right)$$

둘째  $\sigma^2$ 의 사전분포와 조건부사후분포는 다음과 같다. 우도함수는 아래와 같다.

$$(5) L(\sigma^2) \propto (\sigma^2)^{-n/2} \exp \left[ -\frac{1}{2\sigma^2 \Delta t} \sum_{i=1}^n (x_i - \mu \Delta t - Y_i \Delta N_i)^2 \right]$$

사전분포로  $IG(\alpha, \beta)$ 을 이용하면  $\sigma^2$ 의 조건부사후분포는 다음과 같이 정리할 수 있다.

$$(6) \quad IG\left(\alpha + n/2, \beta + \sum_{i=1}^n (x_i - \mu\Delta t - Y_i\Delta N_i)^2/2\Delta t\right)$$

셋째  $\lambda$ 의 사전분포와 조건부사후분포는 다음과 같다. 우선 우도함수는 아래와 같다.

$$(7) \quad L(\lambda) \propto (\lambda\Delta t)^N (1 - \lambda\Delta t)^{n-N}$$

여기에서  $N$ 은 점프가 발생한 수를 의미한다. 사전분포로  $Be(a, b)$ 를 이용하면  $\lambda$ 의 조건부사후분포는 다음과 같이 정리할 수 있다.

$$(8) \quad Be(a + N, b + n - N)$$

넷째  $k$ 의 사전분포와 조건부사후분포는 다음과 같다. 우선 우도함수는 (3)식과 같은 방식으로 이해할 수 있다. 따라서 사전분포로  $N(m_Y, \tau_Y^2)$ 을 이용하면 조건부사후분포는 다음과 같다.

$$(9) \quad N\left(\frac{\tau_Y^2 \sum_{i=1}^N Y_i / N + m_Y s^2 / N}{\tau_Y^2 + s^2 / N}, \frac{\tau_Y^2 s^2}{N\tau_Y^2 + s^2}\right)$$

다섯째  $s^2$ 의 사전분포와 조건부사후분포는 다음과 같다. 우선 우도함수는 (5)식과 같은 방식으로 이해할 수 있다. 따라서 사전분포로  $IG(\alpha_Y, \beta_Y)$ 을 이용하면 조건부사후분포는 다음과 같다.

$$(10) \quad IG\left(\alpha_Y + N/2, \beta_Y + \sum_{i=1}^N (Y_i - k)^2/2\right)$$

모수의 추정을 위한 조건부사후분포는 위와 같지만 위의 사후분포는  $\Delta N_i$ 와  $Y_i$ 에 대해 조건지워진 것이다. 따라서 깃스샘플링을 수행하려면  $\Delta N_i$ 와  $Y_i$ 도 시뮬레이션해야 한다. 이를 위해 우선 다음의 사실을 알 수 있다.

$$(11a) \quad x_i | \Delta N_i = 0 \sim N(\mu\Delta t, \sigma^2\Delta t)$$

$$(11b) \quad x_i | \Delta N_i = 1 \sim N(\mu\Delta t + k, \sigma^2\Delta t + s^2)$$

이제 베이즈정리(Bayes' theorem)를 이용하면  $\Delta N_i$ 의 조건부사후분포는 다음과 같이 구할 수 있다.

$$(12a) \quad P(\Delta N_i = 1 | x_i) = \frac{P(x_i | \Delta N_i = 1)}{P(x_i | \Delta N_i = 1)\lambda\Delta t + P(x_i | \Delta N_i = 0)(1 - \lambda\Delta t)}$$

$$(12b) \quad P(\Delta N_i = 0 | x_i) = 1 - P(\Delta N_i = 1 | x_i)$$

다음으로 점프의 크기  $Y_i$ 는  $\Delta N_i = 1$  일 때만 구하면 되므로 다음과 같이 조건부사후분포를 구할 수 있다.

$$(13) \quad Y_i | x_i \sim N\left(\frac{(x_i - \mu\Delta t)/\sigma^2\Delta t + k/s^2}{1/\sigma^2\Delta t + 1/s^2}, \frac{1}{1/\sigma^2\Delta t + 1/s^2}\right)$$

이로써 깃스샘플링을 위한 모든 조건부사후분포를 구한 셈이다.

#### 4. 깃스샘플링

모수에 대한 조건부사후분포를 구했으므로 이에 근거하여 깃스샘플링을 수행한다. 이 과정을 간단하게 설명하면 다음과 같다. 가장 먼저 초기치  $\mu_0, \sigma_0^2, \lambda_0, k_0, s_0^2$ 를 정하고 이로부터  $\Delta N_i^{(0)}$ 와  $Y_i^{(0)}$ 를 추출한 후 다음의 단계를 반복하여 수행하면 된다.

step 1 :  $\mu_j \sim p(\mu_j | \sigma_{j-1}^2, k_{j-1}, s_{j-1}^2, \lambda_{j-1})$  from (4)

step 2 :  $\sigma_j^2 \sim p(\sigma_j^2 | \mu_j, k_{j-1}, s_{j-1}^2, \lambda_{j-1})$  from (6)

step 3 :  $\lambda_j \sim p(\lambda_j | \mu_j, \sigma_j^2, k_{j-1}, s_j^2)$  from (8)

step 4 :  $k_j \sim p(k_j | \mu_j, \sigma_j^2, s_{j-1}^2, \lambda_j)$  from (9)

step 5 :  $s_j^2 \sim p(s_j^2 | \mu_j, \sigma_j^2, k_j, \lambda_j)$  from (10)

step 6 :  $\Delta N_i^{(j)} \sim p(\Delta N_i^{(j)} | \mu_j, \sigma_j^2, k_j, s_j^2)$  from (12)

step 7 :  $Y_i^{(j)} \sim p(Y_i^{(j)} | \mu_j, \sigma_j^2, k_j, s_j^2)$  from (13)

step 1에서 시작하여 step 7를 마치면 1번의 샘플링을 한 셈이고 그 다음에는 step 1에서 시작하여 step 1~step 7의 샘플링을 반복한다.

깃스샘플링에 관한 자세한 논의를 생략하였지만 위의 깃스샘플링이 MCMC알고리즘인 이유를 간략하게 언급하는 것이 좋을 듯하다. 우선 이 알고리즘이 마르코프체인(Markov Chain)인 것은 위 절차에서

$i$ 번째 추출된 값과  $i+1$ 번째 추출된 값이 마르코프체인이기 때문이다. 또한 모수추출절차에서 값을 추출하는 방법이 베이지안추론에 근거한 몬테카를로시뮬레이션(Monte Carlo simulation)이다. 따라서 간단하게 말하면 MCMC이란 몬테카를로시뮬레이션에 의해 추출된 모수가 마르코프체인이 되는 알고리즘이라고 볼 수 있다.

중요한 것은 MCMC에 의해 추출된 값들이 모수의 정상적 분포(stationary distribution)로부터 추출된 것으로 볼 수 있다는 점이다. 그렇기 때문에 MCMC에 의해 추출된 값들을 이용하면 우리는 모수의 정상적 분포를 얻을 수 있게 된다. 본 연구는 4,000번 샘플링을 수행하였고 초기치의 영향을 제거하기 위해 처음 10%의 추출값을 소각(burn-in)하였다. 초기치의 영향이 크지 않았는데 그 결과는 이하에서 간략하게 제시할 것이다.

### III. 실증분석결과

우선 깃스샘플링에 의한 점프확산과정의 추정결과를 제시하고, 이에 근거하여 주요국 통화환율의 특성을 비교하기로 한다.

#### 1. 점프확산과정의 추정결과

이미 언급한 바와 같이 본 연구는 4,000번 샘플링을 수행하였고 초기치의 영향을 제거하기 위해 처음 10%의 추출값을 소각하였다. 깃스샘플링의 결과에 대한 초기치의 영향이 크지 않았는데 그 결과는 <그림 1>에서 쉽게 확인할 수 있다.

<그림 1>에는 원/달러의 경우 확산과정의 모수인  $\mu$ 와  $\sigma$ , 그리고 점프과정의 모수인  $\lambda$ ,  $k$ ,  $s^2$ 에 대한 깃스샘플링결과가 제시되어 있다. 초기치로는  $\mu=0$ ,  $\sigma=1$ ,  $\lambda=6$ ,  $k=0$ ,  $s^2=1$ 을 취하였으나 초기치의 영향은 추출 초기에 대부분 사라지고 <그림 1>에서 확인할 수 있듯이 추출값들은 안정적인 분포에서 추출된 것으로 판단된다. 물론 초기치의 영향을 제거하기 위하여 처음 10%의 추출값을 소각한 결과를 이하에서는 제시한다. 다른 모든 환율의 경우에도 같은 결과를 얻었으므로 이에 대한 결과를 굳이 제시하지 않기로 한다.

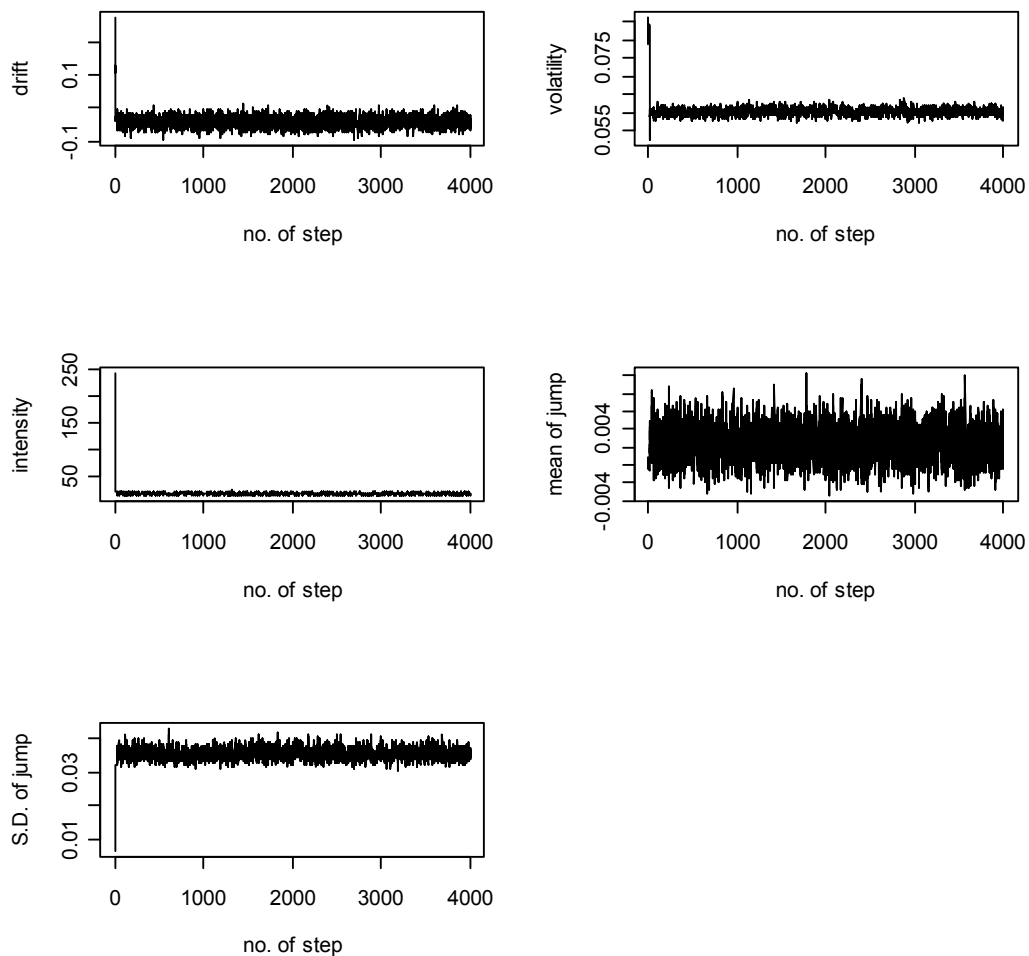
15개 주요국 통화환율에 대한 점프확산과정의 추정결과는 <표 1>에 제시되어 있다.

확산과정의 drift를 의미하는  $\mu$ 의 추정결과를 요약하면 다음과 같다. 원/달러의 경우 -0.00016인 것으로 나타났는데 주요국 통화 중에서는 가장 절대값이 큰 편이다. 연율(annual rate)으로 환산하면 1년에 4%씩 하락하여 왔다는 뜻이다. 스웨덴크로네/달러와 태국바트/달러의 경우 -0.00010로 큰 편이며 1년에 2.5~2.8%씩 하락하였다는 뜻이다. 달러/유로, 캐나다달러/달러, 스위스프랑/달러, 싱가포르달러/달러의 경우에는 거의 무시할 만한 값을 가진 것으로 나타났다.

확산과정의 drift가 지니는 의미를 보이기 위해 <그림 3>을 예시한다. <그림 3>에는 점프가 없을 때 (a) 원/달러, (b) 달러/유로, (c) 일본엔/달러, (d) 달러/영국파운드의 경우 <표 1>의 추정결과에 근거하여 환율 움직임을 시뮬레이션하여 얻은 예이다. (a), (c), (d)와 비교할 때 drift가 거의 0에 가까운 (b)의 경우 달러/유로의 움직임은 매우 안정적이었던 것으로 나타나고 있다.

확산과정의 변동성(volatility)을 의미하는  $\sigma^2$ 의 추정결과를 요약하면 다음과 같다. 원/달러의 경우 0.00024인 것으로 나타났는데 주요국 통화 중에서는 중간이었던 것으로 판단된다. 연율 단위의 표준편차로 환산하면 24.5%나 되는 값이므로 상당히 큰 값이다. 하지만 엔/달러, 달러/파운드, 스웨덴크로네/달러, 덴마크크로네/달러, 노르웨이크로네/달러의 경우 0.00037을 넘는 값을 가지는 것으로 나타났다. 스웨덴크로네/달러의 경우 연율 단위의 표준편차로 환산하면 32.4%나 되어 원/달러의 값보다 더 크다. 반면에 달러/유로, 캐나다달러/달러, 스위스프랑/달러, 홍콩달러/달러, 싱가포르달러/달러의 경우 0.00003 이하의 매우 작은 값을 가진 것으로 나타났다. 달러/유로의 경우 연율 단위의 표준편차로 환산하더라도 7.1% 정도이다.

<그림 1> 원/달러의 경우 깃스샘플링



점프과정의 intensity를 의미하는  $\lambda$ 의 추정결과를 요약하면 다음과 같다. 원/달러의 경우 0.00440인 것으로 나타났는데 주요국 통화 중에서는 비교적 낮은 편이었던 것으로 판단된다. 연율로 환산하면 1년에 1.1회 점프가 발생하였던 것으로 해석할 수 있다. 스위스프랑/달러의 경우 0.02987으로 가장 큰 편이었는데 연율로 환산하면 1년에 7.47회나 발생하였다는 뜻이다. 달러/유로, 캐나다달러/달러, 달러/호주달러, 싱가포르달러/달러의 경우에도 매우 큰 편이었다. 연율로 환산하면 1년에 4.86~6.87회나 점프가 발생하였다는 뜻이다. 반면에 엔/달러, 홍콩달러/달러, 덴마크크로네/달러의 경우 작은 편이었다. 홍콩달러/달러의 경우 연율로 환산하더라도 1년에 0.07회 발생하였다는 뜻이므로 점프는 매우 드물었다. 위안/달러의 경우 작은 편이었고 말레이시아링기트/달러의 경우 0.01036으로 꽤 큰 값을 보였다. 말레이시아링기트/달러의 경우 연율로 환산하면 1년에 2.59회 점프가 발생하였다는 뜻이다.

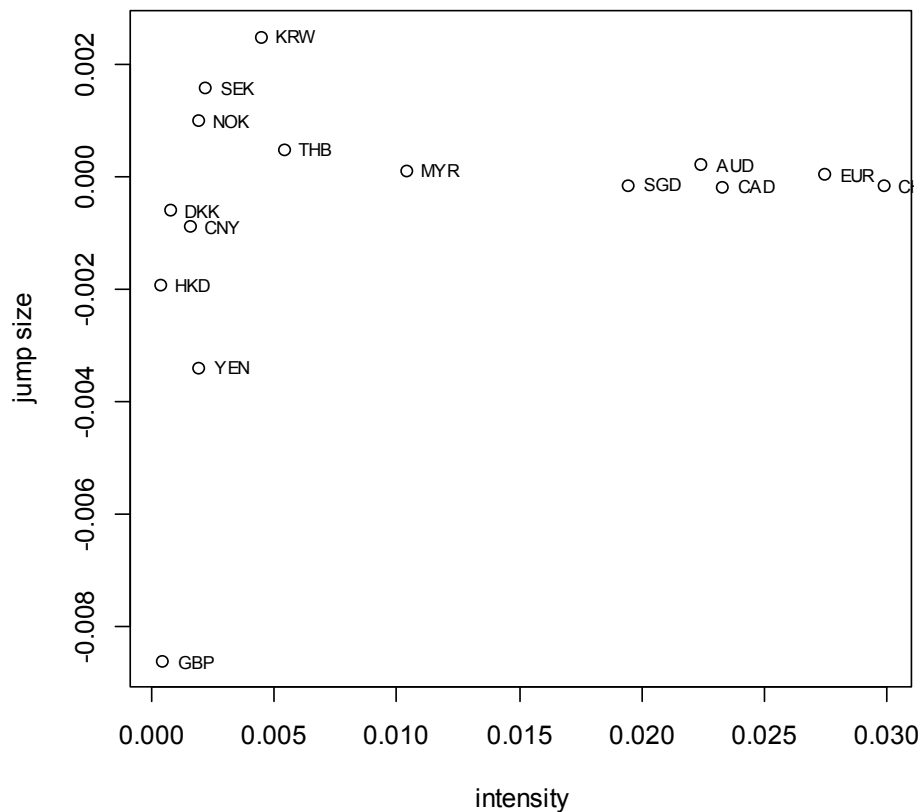
〈표 1〉 점프확산과정 추정결과

주요국 통화환율	$\mu$	$\sigma^2$	$\lambda$	$k$	$s^2$
원/달러	-0.00016	0.00024	0.00440	0.00249	0.03532
엔/달러	0.00008	0.00037	0.00186	-0.00339	0.03128
달러/유로	0.00000	0.00002	0.02746	0.00005	0.01267
달러/파운드	0.00004	0.00037	0.00038	-0.00861	0.06196
캐나다달러/달러	0.00000	0.00002	0.02327	-0.00018	0.01298
스위스프랑/달러	0.00000	0.00003	0.02987	-0.00016	0.01303
홍콩달러/달러	0.00001	0.00003	0.00029	-0.00193	0.06008
스웨덴크로네/달러	-0.00010	0.00042	0.00214	0.00158	0.03268
달러/호주달러	0.00000	0.00002	0.02240	0.00022	0.01753
덴마크크로네/달러	-0.00002	0.00038	0.00069	-0.00059	0.05047
노르웨이크로네/달러	-0.00010	0.00042	0.00185	0.00099	0.03852
싱가포르달러/달러	0.00000	0.00002	0.01942	-0.00015	0.01084
말레이시아링기트/달러	-0.00004	0.00008	0.01036	0.00011	0.01560
위안/달러	-0.00005	0.00004	0.00150	-0.00089	0.02693
태국바트/달러	-0.00011	0.00017	0.00535	0.00049	0.02259

점프의 크기를 의미하는  $k$ 의 추정결과를 요약하면 다음과 같다. 원/달러의 경우 0.00249이었던 것으로 나타났는데 꽤 큰 편에 속한다. 연율로 환산하면 62%나 되므로 drift에 비하면 무려 15.6배나 더 컸다. 점프의 크기가 가장 컸던 환율은 달러/파운드로 -0.00861이나 되었다. 환율의 표시방법이 다르므로 -0.00861이란 영국파운드의 가치 하락을 의미하는데 파운드 가치가 하락할 때 점프의 크기는 매우 컸음을 알 수 있다. 한편 스웨덴크로네/달러, 노르웨이크로네/달러의 경우 점프의 크기는 꽤 큰 편이었다. 반면에 스위스프랑/달러, 달러/유로, 캐나다달러/달러, 달러/호주달러, 싱가포르달러/달러의 경우 점프의 크

기는 매우 작은 편이었다. 달러/유로와 싱가포르달러/달러의 경우 연율로 환산하면 점프의 크기는 1%와 4%에 불과하다.

〈그림 2〉 intensity와 jump size의 국제비교

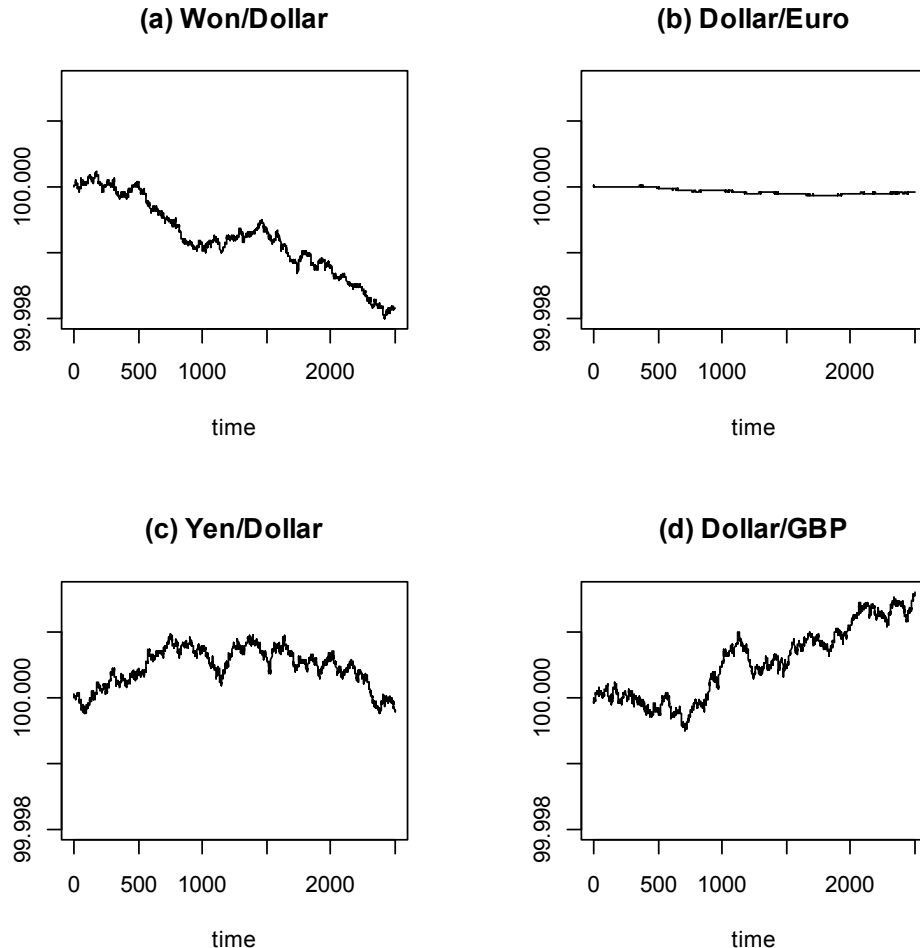


## 2. 점프과정의 국제비교

점프과정에 주목하면 국제비교에서 꽤 특이한 현상을 관찰할 수 있었다. 점프의 intensity인  $\lambda$ 가 크고 점프의 크기  $k$ 가 작은 통화들이 많았고, 반대로 점프의 intensity인  $\lambda$ 가 작고 점프의 크기  $k$ 가 큰 통화들이 많았다는 점이다. 이에 <그림 2>를 제시한다.

<그림 2>는 점프의 intensity와 크기를 함께 보여 준다. 주목할 것은 스위스프랑/달러, 달러/유로, 캐나다달러/달러, 달러/호주달러, 싱가포르달러/달러의 경우 점프의 intensity는 매우 컸지만 점프의 크기는 매우 작았다는 점이다. 반면에 달러/파운드, 원/달러, 스웨덴크로네/달러, 노르웨이크로네/달러, 홍콩달러/달러의 경우 점프의 intensity는 작았지만 점프의 크기는 큰 편이었다. 끝으로 태국바트/달러, 덴마크크로네/달러, 위안/달러는 점프의 intensity와 크기가 모두 작은 편에 속했다.

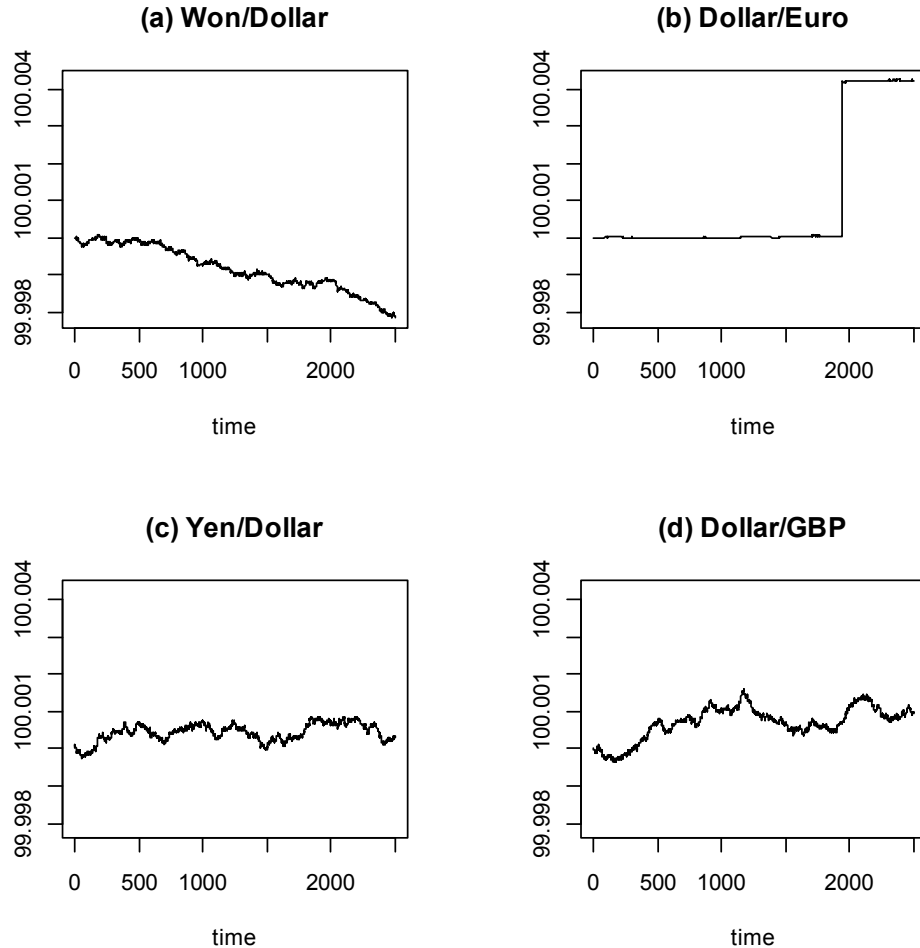
〈그림 3〉 점프가 없는 경우 시뮬레이션의 예



스위스프랑/달러, 달러/유로의 경우 점프의 *intensity*는 크고 점프의 크기는 작았는데 이는 작은 점프가 상대적으로 빈번하게 발생하였음을 의미한다. 물론 점프의 크기가 작다고 해서 무시할 수 있는 것은 아니다. <그림 4>에는 달러/유로의 움직임만에 점프가 있을 때 (a) 원/달러, (b) 달러/유로, (c) 일본엔/달러, (d) 달러/영국파운드의 경우 각 환율의 움직임을 시뮬레이션하여 얻은 예이다. (a), (c), (d)와 비교할 때 (b)의 경우 달러/유로의 움직임은 매우 급격하였음을 알 수 있다. <그림 4>의 (b) 결과를 <그림 3>의 (b)와 비교해 보면 그 차이는 확연하다. 아무리 점프의 크기는 작다고 하더라도 그 효과는 놀라운 정도이다.

원/달러의 경우 점프의 *intensity*는 작고 크기가 크다는 사실은 점프가 상대적으로 드물게 발생하지만 점프가 발생할 때 큰 점프가 일어난다는 뜻이다. 바꾸어 말하면 원/달러의 경우 점프가 드물기는 하지만 일어나기만 한다면 큰 규모로 일어났음을 알 수 있다.

〈그림 4〉 점프가 있는 경우 시뮬레이션의 예



모든 경제주체들이 합리적으로 행동한다면 점프의 *intensity*가 큰 나라의 경제주체들과 작은 나라의 경제주체들은 합리적으로 점프에 대비할 것이다. 하지만 경제주체들이 근시안적(myopic)으로 행동한다면 점프의 *intensity*가 큰 나라의 경우 점프에 대비할 가능성이 높지만 점프의 *intensity*가 작은 나라의 경우 점프에 대비할 가능성은 상대적으로 낮을 것이다.

이와 같은 근시안적 행동의 가능성을 고려한다면 우리나라의 경제주체들은 점프위험에 대한 대비에 주의해야 한다. 문제는 점프위험에 대한 소홀한 대비로 인해 매우 큰 피해를 입을 수 있다는 점이다. 왜냐하면 우리나라의 경우 점프가 빈번하게 발생하지는 않지만 점프가 일단 발생한다면 매우 큰 규모의 점프가 발생할 것이기 때문이다. 빈번하게 발생하지 않는다고 해서 큰 규모의 점프에 합리적으로 대비하지 않는 것은 위험관리에서 큰 잘못임에 틀림없다.

### 3. 결론 및 시사점

본 연구는 갑스샘플링을 이용하여 주요국 통화가치의 점프확산과정을 추정하였고 그 결과를 비교하였다. 점프확산과정의 국제비교에서 초점은 점프의 크기와 intensity이다.

추정결과에 따르면 특이한 현상을 관찰할 수 있었다. 점프의 크기는 크지만 intensity가 작은 통화가 있는 반면 점프의 크기는 작지만 intensity가 큰 통화가 있었다는 점이다. 즉 달러/파운드, 원/달러, 스웨덴크로네/달러, 노르웨이크로네/달러, 홍콩달러/달러의 경우 점프의 크기는 큰 편이었지만 점프의 intensity는 작은 편이었다. 반면에 스위스프랑/달러, 달러/유로, 캐나다달러/달러, 달러/호주달러, 싱가포르달러/달러의 경우 점프의 크기는 작은 편이었지만 점프의 intensity는 큰 편이었다. 반면에 끝으로 태국 바트/달러, 덴마크크로네/달러, 위안/달러는 점프의 크기와 intensity가 모두 작은 편에 속했다.

원/달러의 경우 점프의 크기는 큰 편이었지만 점프의 intensity는 작은 편이었다. 이 사실은 환위험관리에서 충분히 고려되어야 할 것으로 보인다. 경제주체들이 근시안적으로 행동한다면 점프의 intensity가 큰 나라의 경우 점프에 대비할 가능성이 높지만 점프의 intensity가 작은 나라의 경우 점프에 대비할 가능성은 상대적으로 낮을 것이기 때문이다.

그렇다면 우리나라의 경우 점프위험에 대한 대비가 미흡할 가능성이 상대적으로 높다. 문제는 이로 인한 손실이 매우 클 수 있다는 점이다. 점프가 빈번하게 발생하지는 않지만 점프가 일단 발생한다면 매우 큰 규모의 점프가 발생할 것이기 때문이다. 빈번하지 않지만 큰 위험에 대해 소홀하게 대비하는 것만큼 위험관리에서 잘못된 것은 없는지도 모른다.

## 참고문헌

- Benartzi, S., and Thaler, R. H. (1995), "Myopic loss aversion and the equity premium puzzle", *Quarterly Journal of Economics* 110, pp. 73-92.
- Campbell, J. Y., and Viceira, L. M. (2001), "Who Should Buy Long-Term Bonds?", *American Economic Review* 91, pp.99-127
- Gelman, A., Carlin, J.B., Stern, H.S., and Rubin, D.B.(2003), *Bayesian Data Analysis*, Chapman & Hall, New York
- Geman, S., and Geman, D.(1984), "Stochastic Relaxation, Gibbs Distributions, and the Bayesian Restoration of Images". *IEEE Transactions on Pattern Analysis and Machine Intelligence* 6, 721-741
- Rossi, P.E., Allenby, G.M., and McCulloch, R.(2006), *Bayesian Statistics and Marketing*, Wiley, West Sussex



## 한국기업의 사외이사 임면의 공시 효과: 기업지배구조에 따른 차별화

### The Differential Stock Price Impact of Appointment or Dismissal of Outside Directors by Corporate Governance Quality of Korean Firms

김동순\*

노승재\*\*

#### 요 약

본 연구는 한국기업에 있어 사외이사 선임 및 해임 공시가 주가에 어떠한 영향을 미치며, 특히 기업 지배구조의 우수성 여부에 따라 차별적인 주가 영향이 존재하는지를 실증분석하였다. 사건연구와 t-test 등을 통해 나타난 주요 연구결과는 다음과 같다. 첫째, 사외이사 선임 공시의 경우 공시일 직후까지 단기적으로 주가에 부정적인 영향을 주지만 이후에는 주가가 반등하였다. 또한 신규선임은 주가에 유의한 영향을 미치지 않는 반면, 재선임은 전반적으로 긍정적인 영향을 미쳤다. 둘째, 기업지배구조 수준에 따라 선임공시 효과는 차별화가 나타나서, 특히 지배구조가 취약한 기업은 사외이사의 선임이 오히려 주가에 부정적인 영향을 미쳤다. 셋째, 사외이사 해임 공시와 정기해임 공시는 주가에 유의한 영향을 미치지 않는 반면, 중도해임 공시는 주가에 유의하게 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업과 투자자 간의 정보비대칭성 문제를 야기할 수 있기 때문인 것으로 해석된다. 넷째, 지배구조 수준에 따라 해임공시 효과도 차별화가 나타나서, 특히 지배구조가 취약한 기업은 사외이사의 해임에 따라 주가가 크게 하락하는 것으로 나타났다.

결론적으로 기업지배구조가 취약한 기업은 사외이사의 선임 및 해임 모두 공시효과가 부정적으로 나타났다으며 이에 따라 전반적인 지배구조를 개선하는 조치들이 선행되어야 함을 시사한다. 또한 지배구조가 우수한 기업은 가능한 한 사외이사의 연임을 추진함으로써 기업가치를 제고할 수 있을 것으로 기대된다.

\* 중앙대학교 경영학부 교수; e-mail: dkim@cau.ac.kr

\*\* 중앙대학교 경영학부 강사; e-mail: rowesj@hanmail.net

## I. 서론

기업지배구조와 관련하여 사외이사의 선임과 해임이 기업 성과 및 가치에 미치는 영향에 대하여 여러 연구들이 이루어지고 있는 가운데, 이러한 영향은 국가마다 차이를 나타내고 있다. 일반적으로 선진국의 경우, 사외이사 선임은 기업지배구조에 긍정적인 영향을 미친다는 연구결과가 나타난다. 한국의 경우 1998년 외환위기 이후 정부의 기업개혁 프로그램의 일환으로 기업들의 투명성 향상과 감독기능을 강화하기 위하여 사외이사 제도를 본격적으로 도입하기 시작하였다. 선진국 시장에 비하여 기업지배구조 제도의 도입이 늦은 상황에서 이 제도의 실효성에 명확한 결론을 내리기는 이를 수가 있다.

본 연구에서는 사외이사 선임 및 해임 공시가 주가에 미치는 영향을 살펴보고, 더 나아가 사외이사 임면공시가 기업지배구조 수준에 따라 주가 반응의 차이를 나타내는지 분석하고자 한다. 사건연구 방법론을 이용하여 사외이사 선임 또는 해임공시의 정보효과에 대해 분석하며, 기업지배구조 그룹별 주가반응의 차이를 살펴보기 위하여 t-test 분석을 수행한다.

본 연구에서 사외이사 임면 공시에 대한 주가 반응에 있어, 특히 기업지배구조 수준에 따라서 선임 및 해임에 대한 주가반응이 다르게 나타나는지를 분석한다. 더욱이 사외이사 해임이 기업과 투자자 간에 정보비대칭성 문제를 야기하여 주가에 부정적인 영향을 미치는지를 살펴볼 것이다. 일반적으로 기업지배구조가 좋지 않은 기업들의 경우 지배구조가 좋은 기업들보다 감시 기능이 더 필요한데, 사외이사 해임은 이러한 견제기능 약화에 대한 시장의 우려를 증폭시킬 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2절에서는 본 연구의 주요 주제와 관련된 선행연구를 검토하고, 3절에서는 이를 토대로 적절한 가설들을 도출한다. 4절에서는 본 논문의 실증분석에 사용된 연구자료와 연구방법론을 기술한다. 5절에서는 기초통계량분석 및 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 6절에서는 본 논문의 결과를 요약하고, 연구 결과들의 시사점을 제시하고, 본 연구의 성과와 한계 및 향후 연구방향 등을 제시한다.

## II. 기존연구의 검토

기업지배구조에 있어서 사외이사의 역할은 크게 두 가지로 구분된다. 이사회를 통해 경영자를 선임하고 해임하며, 보상하는 감독 역할(*monitoring role*), 그리고 경영자들의 중요한 경영전략 의사결정 등과 관련한 조언 역할(*advisory role*)로 구분할 수 있다. 이러한 핵심기능을 효율적으로 수행함으로써 기업의 사외이사는 기업가치의 제고에 기여하게 된다.

경영자에 대한 감독 기능에 대해 시장참가자들은 경영자와 사적인 친분이 있는 회색이사들(*grey directors*) 보다는 독립이사들(*independent directors*)이 그 역할을 잘 수행할 것으로 판단한다. 일반적으로 소액투자자들은 감독기능을 스스로 수행하는 것에 대해 제약이 있으며, 일반 주주들은 그들이 보유하고

고 있는 보통주에 대해서만 통제권을 행사할 수 있다(Kose and Senbet, 1998). 한편 Fama(1980)와 Fama and Jensen(1983) 등은 독립적인 사외이사들은 전문적인 심판으로서 이사회에 투명성을 향상시킬 뿐 아니라, 최고경영자들이 주주 대신 자신의 사적 이익을 추구하는 행태의 가능성을 줄인다고 주장한다.

사외이사와 기업지배구조의 관계를 연구한 기존 연구들은 이사회 규모, 독립이사의 비율 및 보유 지분, 이사회 개최 빈도, 주주참여도, 이사 보수, 내부주주 및 기관투자자 지분율, 인수관련 반대조항(anti-takeover provisions) 등의 제한된 자료에 의존하여 분석하였다. 즉, Dyck and Zingales(2004), Nenova(2003)의 이사회 규모, Yermack(1996)의 독립이사의 비율, Klein(2002)의 이사 보수, Mehran(1995)의 이사회 개최 빈도, Vafeas(1999)의 내부소유 지분, Hermalin and Wesbach(1991)의 기관소유 지분, Hartzell and Starks(2003)의 인수반대조항 등이 있다.

사외이사 선임 및 해임이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 선행연구들은 일반적으로 사외이사의 신규선임은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 반면, 사외이사 해임은 기업가치에 영향이 없거나 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타난 가운데, 연구대상 국가에 따라서 결과가 다소 엇갈렸다. Rosenstein and Wyatt(1990)은 사외이사 선임일의 주가변동을 분석한 결과, 양(+)의 비정상수익률이 나타나서 사외이사 제도의 중요성을 보여주었다. 또한 Kaplan and Minton(1999)은 일본기업에 대한 연구에서 사외이사 선임이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 발표하였다. Fama and Jensen(1980)도 사외이사가 경영진을 감시할 목적으로 전문가적인 식견을 가진 감시자로서 명성 유지를 한다는 관점에서, 사외이사는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. Lin et al(2003)도 강력한 감시통제 인센티브를 가지고 있는 사외이사의 선임은 대리인문제를 완화시켜 기업가치가 향상된다고 밝혔다.

이에 대해 사외이사 사임과 관련하여 Vafeas(1999)은 기업 실적이 저조한 경우 법적 부담을 회피하고 자신의 명성에 나쁜 영향을 피하고자 이사들은 자발적으로 회사를 떠나는 현상을 발견하였다. 이는 사외이사의 사임이 투자자들에게 부정적인 뉴스로 해석될 수 있다는 것을 시사한다. 또한 사외이사 역할에 대한 부정적인 견해로서 Vafeas(2003)는 사외이사의 재직기간이 길어질수록 본연의 감시기능이 잘 수행되지 못하고 경영자와 우호적인 협력관계를 나타내는 현상을 보고하였다. Yermack(2004)은 Fortune 500대 기업을 대상으로 사외이사 해임기업의 특징을 분석한 결과, 기업의 성과 부진이 사외이사 해임의 결정 요인이라는 것을 보고하였다.

한편, Masulis and Mobbs(2008)는 내부이사가 다른 기업의 사외이사로 선임될 경우 주가는 긍정적으로 나타난다는 결과를 밝혔다. 그러나 Peyer and Perry(2003)는 독립적인 사외이사 비중이 낮고, 자신의 소유지분이 낮은 기업에서 재직하는 경영자가 다른 기업에 사외이사로 선임될 경우에는 주가에 부정적인 영향을 미친다는 것을 발표하였다.

그밖에 외국인 사외이사가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구로서, Masulis, Wang, and Xie(2010)는 외국인 사외이사들은 사업이 외국인 사외이사가 속한 국가에서 발생될 경우 기업 성과에 긍정적인 영향을 미치지만, 그렇지 않을 경우 기업 성과에 상당히 부정적인 영향을 미친다는 연구 결과를 발표하였다. 투자자 보호에 대한 법적 수준이 낮은 국가들의 경우 지배구조가 강한 국가 출신의 독립적인 외국인 사외이사를 임명하게 되면 이사회 감시와 전체적인 기업지배구조의 개선을 추진할 수 있다.

사외이사 선임 및 해임에 관련한 국내 연구로서 최정호, 김성진, 김성중(2003)은 자산규모 2조원 미만의 법령상 최소 사외이사 비율인 25%의 초과 조건을 갖춘 기업을 대상으로 사외이사 제도가 경영진에 대한 효율적인 감독기구의 기능을 수행할 수 있음을 밝혔다. 김문현, 백재승(2005)은 사외이사 해임 효과를 분석한 결과, 사외이사 해임공시일 전후 비정상수익률이 음(-)의 값으로 나타났다. 이들은 독립적이고 전문적인 사외이사의 해임이 기업의 전문성과 이사회 의사결정의 독립성을 저해하게 되어 주가에 부정적으로 작용하는 것으로 해석하였다. 김동순 등(2008)은 사외이사 선임 및 해임 공시가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구에서 사외이사 선임은 기업가치에 긍정적 영향을 미치고, 해임은 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못한다고 하였다. 또한 기업특성과 관련하여서는 기업규모가 크거나 부채비율이 낮은 경우 주가반응은 긍정적이고, 기업의 성장성은 주가에 부정적인 영향을 미치는 것을 밝혔다. 김창수(2006)는 사외이사 제도가 기업지배구조를 개선시켜 기업가치를 향상시키는지 분석한 결과, 사외이사 제도의 개선책으로 정부가 제시하는 최소 기준을 이행하고 실질적인 운영은 기업의 자율에 맡기는 것이 바람직하다고 주장하였다. 정광선 등(1999)은 우리나라의 경우 사외이사 제도가 도입된 지 얼마 되지 않아서 사외이사의 선임이 대부분 대주주에 의하여 이루어지며, 이러한 사외이사들은 감시기능을 제대로 수행할 수 없고 단지 조언 역할만 할 수 있기 때문에 사외이사의 역할에 대해 회의적인 결과를 발표하였다. 이는 한국기업의 경우 소유와 경영이 분리되지 않고 있어, 지배주주에 의한 기업통제가 있는 경우 사외이사들이 그 기능을 제대로 수행하지 못한다는 Pedersen and Thomsen(1997)의 연구결과와 일치하는 것이다.

### III. 가설의 설정

Kaplan and Minton(1999)은 일본기업을 대상으로 한 연구에서 사외이사 선임이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 밝혔다. Rosenstein and Wyatt(1990)도 사외이사 선임이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 발표했다. Fama and Jensen(1980)은 사외이사가 전문적인 식견이 있으며, 명성 유지를 고려할 경우 사외이사는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 국내 연구에서도 김동순 등(2008)은 사외이사 선임이 기업 성과에 긍정적인 영향을 미친다고 밝혔다. 그러나 정광선(1999) 등은 우리나라의 경우 사외이사 선임이 대부분 대주주에 의하여 선임되며 대주주에 의하여 선임된 사외이사들은 감시기능을 충실히 수행할 수 없다는 이유로 사외이사의 선임에 대해 회의적인 결과를 발표하였다. 사외이사제도의 제도적 정착이 오래된 선진국과 달리, 신흥시장의 경우 대주주에 의한 회색이사(grey outsider director) 임명이 보편화되어 있다. 한국기업의 경우 사외이사 선임이 기업가치 개선에 대한 기대감이 적을 것으로 판단되며 사외이사 선임이 주가에 미치는 영향은 제한적일 것을 전제로 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1. 사외이사 선임 공시는 주가에 영향을 미치지 못한다.

김문현, 백재승(2005)은 사외이사 해임효과를 분석한 결과, 사외이사 해임공시일 주변 초과수익률이 음(-)의 값으로 나타나서 사외이사 해임이 주가에 부정적인 영향을 미친다고 발표하였다. 김동순 등(2008)은 사외이사 해임공시가 주가에 영향을 미치지 않는 것으로 발표하였다. 사외이사 사임의 경우에 대한 해외연구로 Vafeas(1999)는 기업의 실적이 저조한 경우 법적 부담과 자신의 명성에 나쁜 평판을 우려한 사외이사들이 자발적으로 회사를 떠나는 사례를 발견하여 이러한 사외이사의 자발적인 사임은 투자자들에게 좋지 않은 영향을 미친다는 것을 밝혔다. 우리나라의 경우 언론을 통하여 기업 지배구조에 대한 문제점이 제기될 경우 집단적, 개별적으로 사외이사가 해임 또는 자진사임하는 것으로 볼 수 있다. 이러한 경우를 볼 때 사외이사 해임은 기업 외부, 내부에 문제가 있을 수 있다는 시장의 우려를 낳을 수 있다. 또한 사외이사들의 중도해임은 투자자들에게 정보비대칭성 문제를 야기시킴으로써 주가에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 이에 따라 사외이사 해임 공시는 주가에 부정적인 영향을 줄 것이라는 가설을 설정한다.

#### 가설 2. 사외이사의 해임 공시는 주가에 부정적인 영향을 미친다.

대기업의 독립적인 사외이사들은 이사회 구성에 대해 강제조항이 없는 소규모 기업들에 비하여 이사회 개최 빈도가 높고, 이사회 출석률이 높으며, 자산을 불법적으로 타인에게 헐값에 넘기는 불법적인 행위를 감시함으로써 기업의 성과를 향상시키는 데 기여를 하는 것으로 알려져 있다. 또한 독립적인 사외이사의 요구사항이 강화될수록 소액주주 보호가 잘 지켜지며 지배구조의 질이 긍정적으로 변한다는 것은 여러 연구를 통하여 확인할 수 있다(Black and Kim, 2007).

이와 같이 기업규모가 큰 기업들이 기업자원을 이용하여 지배구조를 개선할 수 있다는 가설과는 달리 Baysinger and Hoskisson(1995)은 사외이사들은 사내이사들에 비하여 기업의 내부정보나 기업전략에 대해 잘 알지 못하기 때문에 장기적인 관점에서 기업의 연구개발 및 투자를 저해하는 요인으로 작용할 수 있다는 결과를 보이기도 하였다.

우리나라의 경우 자산규모가 일정 이상인 기업의 경우 이사회 구성에 대해 법적으로 강제조항이 부과되기 때문에 자산규모에 따라 이사회 구성에 차이를 나타낼 수 있다.

Cotter et al.(1997)은 사외이사의 전문성이 높을수록 주주가치 극대화의 노력을 더 많이 기울여 기업 가치 상승을 가져온다고 보고하였다. 지배구조가 우수한 기업들은 대부분 대기업들로서 지배구조를 개선하기 위하여 기업자원을 충분히 사용할 수 있기 때문에 전문성과 능력이 있는 사외이사를 영입할 수 있다. 본 연구는 우수한 지배구조를 가진 기업들은 대체적으로 기업자원을 많이 사용할 수 있다고 가정한다. 그러므로 사외이사 선임 및 해임 공시에 있어 우수한 지배구조를 가지고 있는 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비하여 초과수익률이 높을 것이라는 가설을 설정할 수 있다.

#### 가설 3. 사외이사의 선임 및 해임 공시에 대한 주가반응은 기업지배구조 수준에 따라 차이를 나타낸다.

가설 3-1. 사외이사 선임에 대하여 지배구조가 우수한 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비하여 누적 비정상수익률이 더 높다.

가설 3-2. 사외이사 해임에 대하여 지배구조가 우수한 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비하여 누적 비정상수익률이 더 높다.

## IV. 연구자료 및 연구방법론

### 4.1 연구자료

본 연구에 필요한 기업지배구조 자료는 한국기업지배구조원<sup>4)</sup>에서 매년 7월 1일에 전년도 실적 및 기업현황을 바탕으로 발표하는 기업지배구조 지수 내지 평가점수를 사용한다. 이에 따라 기업지배구조가 우수한 기업들과 지배구조가 취약한 기업들에 대해 주가에 미치는 영향에 차이가 나타나는지를 분석하기 위해 기업지배구조 지수 총점을 기준으로 표본기업을 4등급으로 분류한다.

한국기업지배구조원은 사업보고서 및 각종 공시자료 등에 기초하여 매년 상장기업의 지배구조를 평가하고 있는데, 지배구조 평가모형은 주주권리 보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영의 과실배분과 같이 5개의 중분류로 구성되어 있다. 사외이사 선임 및 해임 공시가 주가에 미치는 영향에 관한 연구기간은 2005년~2010년으로 한다. 평가에 사용된 기업지배구조 점수들은 2006년~2011년도에 발표된 지수를 사용한다. 표본기업은 한국증권거래소 유가증권시장 소속기업으로 한정한다. 본 연구는 유가증권 소속 국내기업들 중 아래의 요건을 충족하는 국내기업을 분석대상으로 한다.

- 1) 회계연도가 12월말로 종료되는 기업
- 2) 분석기간(2005 - 2009)년 동안 회계연도의 변경이 없는 기업
- 3) 금융업종 기업이 아닌 회사

위에 언급된 요건들 중 1), 2)는 표본의 동질성을 유지하고 자료의 분석을 용이하게 하고자 하며, 3)은 금융업종(은행, 증권회사, 보험회사)이 정부의 금융정책에 의하여 영업성과가 영향을 받는 특수성을 고려하기 때문이다. 또한 사외이사선임 및 해임 공시자료는 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 수집하였다. 실증분석에 사용된 사외이사 선임 및 해임의 사건 수는 총 1,715건으로, 사외이사 선임과 해임은 각각 1,345건과 370건이었으며 이들 중 신규선임이 966건, 재선임이 379건이었다. 또한 중도해임은 220건, 정기해임의 사건 수는 150개였다.

4) 한국기업지배구조원은 한국거래소, 금융투자협회, 한국상장회사협의회, 코스닥협회를 사원기관으로 두고 있으며, 2002년에 설립되어 2003년부터 매년 상장기업의 지배구조를 실시하고 있다.

## 4.2 연구방법론

사외이사 선임 및 해임이 주가에 어떤 영향을 미치는지를 분석하기 위해 기본적으로 사건연구(event study) 방법론을 이용한다. 본 연구는 사건연구에서 비정상수익률을 추정하는 데 사용하는 세 가지 모형 중 시장조정수익률 모형(market-adjusted return model)을 이용하여, 사외이사가 선임 또는 해임된 일자를 기준으로 -20일~+20일 사이의 비정상수익률( $AR$ )과 누적비정상수익률( $CAR$ )을 구하여 기업지배구조의 수준에 따라 차별적인 주가 반응이 나타나는지를 분석한다. 시장조정수익률 모형을 통한 비정상수익률은 다음과 같이 구한다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

여기서,  $R_{it}$ :  $t$ 일의 기업( $i$ ) 주식수익률,  $R_{mt}$ :  $t$ 일의 시장 포트폴리오수익률

식(1)에 의해 구해진 개별기업의 비정상수익률을  $t$ 일의 표본기업 수로 나누어  $t$ 일에서의  $AR$ 을 식(2)로 계산한다.

$$AR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it} \quad (2)$$

$N_t$ :  $t$ 일의 기업( $i$ ) 개수

$CAR$ 은 사건기간 동안의  $AR$ 을 누적한 것이며, 다음의 식(3)으로 계산한다.

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \quad (3)$$

어느 특정기간 동안의 누적 비정상수익률은 식(3)과 같이 나타낼 수 있다. 사건기간 동안  $AR$ 과  $CAR$ 의 통계적 유의성을 알아보기 위하여  $t$  검증을 실시하며, 이를 위하여 횡단면 독립성을 가정한 Brown and Warner의 방법을 사용하여 검정통계량을 구한다. 사건기간 동안의  $AR$ 과  $CAR$ 의 검정통계량은 각각 식(4)와 식(5)에 의해서 계산된다.

$$t_{AR_t} = \sqrt{N_t} \cdot \sum_{i=1}^{N_t} \frac{AR_{it}}{\widehat{S}(AR_{it})} \quad (4)$$

$$\text{여기서, } \hat{S}(AR_{it}) = \sqrt{\left( \sum_{t=-20}^{+20} (AR_{it} - AR_i^*) \right) / 41}$$

$$AR_i^* = \frac{1}{41} \sum_{t=-20}^{+20} AR_{it}$$

$$t_{CAR}(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t / \sqrt{\sum_{t=t_1}^{t_2} \hat{S}^2(AR_t)} \quad (5)$$

$$\text{여기서, } \hat{S}^2(AR_t) = \frac{1}{41} \sum_{t=-20}^{+20} (AR_t - AR^*)^2$$

$$AR^* = \frac{1}{41} \sum_{t=-20}^{+20} AR_t$$

## V. 실증분석 결과

### 5.1. 사외이사 선임, 해임 공시에 대한 기초통계분석

<표 1>에서 사외이사 선임공시 및 해임공시에 대한 사건의 수를 살펴보면 사외이사 선임공시에 대한 사건의 수가 해임공시에 대한 사건의 수보다 많음을 알 수 있다. 신규선임의 경우 2005년에는 28명으로 저조하였으나 기업지배구조 개선 등의 차원에서 점차적으로 늘어나 2009년, 2010년에 이르러는 200명 이상에 달하고 있음을 알 수 있다. 재선임의 경우에도 시간이 지남에 따라 늘어나서 2005년 7명에서, 2010년에는 135명에 이르고 있다.

한편, 사외이사 해임의 경우에는 먼저 중도해임은 시간이 지남에 따라 늘어나고 있다. 이는 사외이사의 자진 사임일 수도 있는 가운데, 투자자에게는 부정적인 뉴스로 받아들여질 수 있다. ?? 정기해임의 경우에는 점차적으로 줄어들어서 사외이사의 전문성 축적 등의 관점에서 바람직한 현상으로 받아들여진다.

<표 1> 사외이사 선임 및 해임공시에 대한 연도별 사건 수

연도	사외이사 선임		사외이사 해임		N
	신규선임	재선임	중도해임	정기해임	
2005	28	7	0	2	37
2006	218	32	0	55	305
2007	142	42	2	51	237
2008	159	50	6	36	251
2009	211	113	97	3	424
2010	208	135	115	3	461
N	966	379	220	150	1,715

## 5.2. 사외이사 선임(신규선임, 재선임) 공시 효과

사외이사 선임 공표에 대한 주가반응을 보여주는 평균 비정상수익률(AR)과 누적비정상수익률(CAR)의 값은 부록의 <부표 1>에 요약되어 있다. Kaplan and Minton(1994), Rosenstein and Wyatt(1999) 등 다수의 국외의 연구에서 사외이사 선임공시가 주가에 긍정적인 영향을 미친다는 결과와는 달리, 사외이사 선임공시에 대한 주가반응은 공시일을 전후하여 +3일에 누적비정상수익률(CAR)이 -1% 내외의 유의한 음(-)의 값을 나타내서 주가에 부정적인 영향을 미치고 가설 1이 기각되는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 한국기업의 경우 사외이사들의 상당수가 지배주주들에 의하여 일방적으로 임명되는 회색이사(grey director)들이 주종을 이루고 있고 이렇게 임명된 이사들은 대주주에 대한 감시기능을 하기 힘들다는 것을 투자자들이 판단하고 있음을 보여주는 것이라고 볼 수 있다. 그러나 공시 이후에는 점차로 주가가 반등하여 전반적으로 양(+)의 CAR 값을 나타냈다.

한편, 사외이사 선임을 신규선임과 재선임으로 구분하여 공시효과를 보다 세부적으로 분석하면,<sup>5)</sup> 먼저 사외이사 신규선임 공시에 대한 주가반응은 <그림 1>에서 볼 수 있듯이 공시일 이전에는 CAR이 유의하지 않은 음(-)의 값을 나타내서 주가에 별 영향을 미치지 못했다. 공시일 이후에도 다소 유의한 양(+)의 값을 보이기도 하였으나, 사외이사 신규선임 공시는 전반적으로 주가에 별다른 영향을 미치지 못함으로써 가설 1이 지지되는 것으로 보인다.

다음으로 사외이사 재선임의 경우에는 공시일 이전에는 CAR이 유의한 음(-)의 값을 나타내서 주가가 하락하였다. 그러나 공시일 이후에는 유의한 양(+)의 값을 나타내서 주가가 반등하였다. 이러한 결과는 사외이사가 재선임되는 경우 해당 사외이사의 기업 경영에 대한 노하우나 전문성 등이 축적되어 투자자에게 좋은 뉴스로 작용하는 것으로 해석된다.

종합적으로 사외이사 선임의 경우 신규선임과 재선임 공시가 주가에 차별적인 영향을 미침에 따라, 기업은 가능한 한 사외이사의 연임을 추진함으로써 기업가치 제고에 기여할 수 있음을 시사한다.

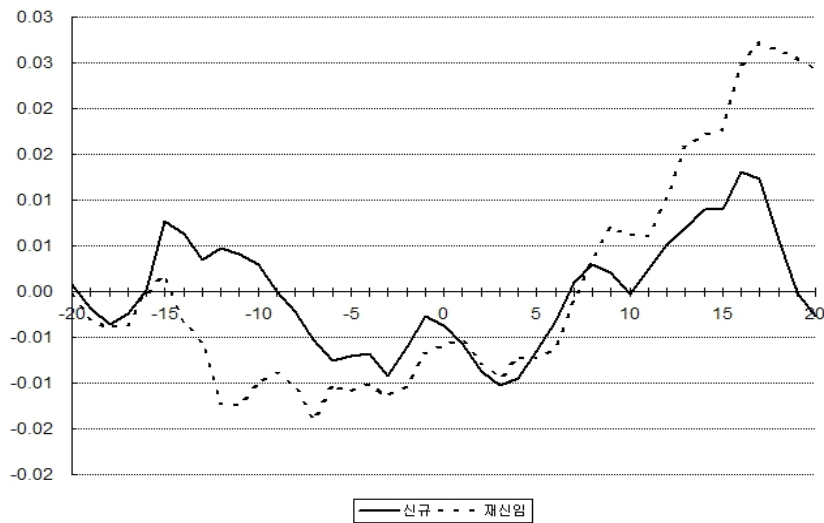
## 5.3. 사외이사 선임에 대한 지배구조 그룹별 CAR 분석

사외이사 선임 공시에 따른 주가 영향은 신규선임과 재선임에 따라 차별화가 나타났다. 추가적으로 기업지배구조의 수준에 따른 주가 차별화가 나타나는지를 분석한다. 여기서 그룹 1(G1)이 지배구조가 가장 우수한 기업그룹이며 순서에 따라 그룹 4(G4)가 가장 취약한 그룹으로 분류한다.

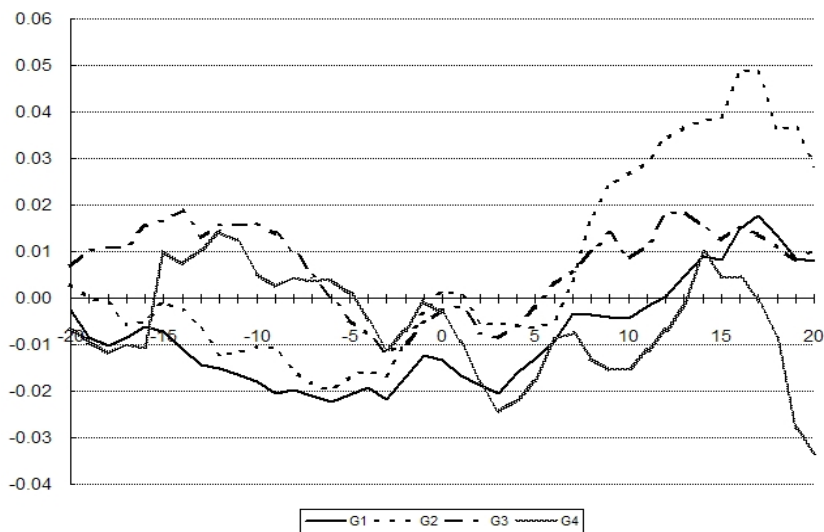
먼저 기업지배구조가 우수한 그룹 1의 경우, 공시일 전후 -20~+6일까지 누적비정상수익률이 유의한 음(-)의 값을 나타냈다. 그러나 공시일 이후 +16~+18일에는 CAR이 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이에 따라 공시일 이전에는 주가가 하락하다가, 이후에는 다시 반등하는 추세를 보임으로써 우수한 지배구조 기업의 경우에는 주가가 부정적인 영향을 받지 않음을 볼 수 있다.

5) 지면 관계상 사외이사 신규선임 및 재선임에 따른 AR, CAR 표는 생략하며, 독자의 요구에 따라 제공할 수 있음.

〈그림 1〉 사외이사 선임(신규선임, 재선임) 공시에 따른 CAR 추이



〈그림 2〉 사외이사 선임에 대한 지배구조그룹(G1, G2, G3, G4)별 CAR 추이



다음으로 지배구조 그룹 2의 경우에도 선임 공시 이전에는 음(-)의 유의한 CAR 값을 보이지만, 공시 이후에는 유의한 양(+)의 CAR 값을 보임으로써 그룹 1과 유사하게 주가가 반등하고 있었다. 다만 그룹 1에 비해 주가 반등의 폭이 다소 높았다.

지배구조 그룹 3에 속한 기업은 오히려 공시일 이전 -20~-9일까지 CAR이 유의한 양(+)의 값을 나타내서 주가가 상승하였으나, 그 이후 주가가 하락하였다. 공시일 이후에는 유의하지 않은 양(+)의 CAR을 기록하여 선임 공시에 따른 전반적인 주가 영향은 나타나지 않았다. 마지막으로 지배구조 그룹 4의 경우에는 공시일 이전과 이후에 지속적으로 주가가 하락하는 것을 볼 수 있다.

## 5.4. 지배구조 그룹별 사외이사 선임공시 효과 차이

<표 2>에서 보는 바와 같이 지배구조 그룹 2의 경우 사외이사 선임에 따른 CAR은 +2.82%로서 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 그룹 1과 그룹 3은 유의하지 않은 양(+)의 CAR 값을 나타냈으며, 그룹 4는 대조적으로 유의하지 않은 음(-)의 CAR 값을 나타냈다.

지배구조 그룹별 사외이사 선임공시 효과가 차이가 나는지를 t-test를 통해 검증한 결과는 <표 3>에 요약되어 있다. 이에 앞서 <그림 1>과 <그림 2>에서 살펴본 지배구조 그룹별 사외이사 선임효과와, 전반적인 사외이사 신규선임 및 재선임의 효과는 <표 2>에 제시되어 있다.

사외이사 선임에 따른 지배구조 그룹별 CAR을 비교한 결과, <표 3>에서 보는 바와 같이, 지배구조 그룹 1과 그룹 4 간에 유의한 선임효과 차이가 나타났다. 이에 따라 우수한 지배구조를 가진 기업들과 취약한 지배구조를 가진 기업들에 있어, 사외이사 선임에 대한 주가반응에 차이가 나타남으로써 가설 3-1이 지지되고 있다. 그러나 그룹 1과 2, 그룹 1과 3의 경우에는 주가반응의 차이가 나타나지 않았다. 이에 따라 기업지배구조 수준에 따라 투자자는 사외이사의 선임 효과를 차별적으로 받아들이고 있음을 시사한다. 특히 지배구조 수준이 취약한 기업은 사외이사의 선임이 오히려 주가에 부정적인 영향을 미쳤다.

<표 2> 사외이사 선임공시(신규선임, 재선임)에 대한 누적비정상수익률(CAR) 및 기업 지배구조 그룹별 주가반응 - 공시일 전후 [-20일, +20일]

구분	사외이사선임	사외이사 신규선임	사외이사 재선임
전체	0.4790	-0.2661	2.4045**
Group 1	0.80		
Group 2	2.82*		
Group 3	1.40		
Group 4	-3.33		

주 : \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄. 이하 동일함.

<표 3> 사외이사 선임에 대한 기업지배구조 그룹별 CAR 차이 t-test

구분		CAR 평균				
	그룹 1	그룹 2	그룹 3	그룹 4	CAR 차이	t-값
사외이사	0.8%	2.82%			-2%	-1.05
선임	0.8%		1.04%		-0.2%	-0.16
	0.8%			-3.3%	4.13%	2.02**

주 : \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄. 이하 동일함.

## 5.5. 사외이사 해임(정기해임, 중도해임) 공시 효과

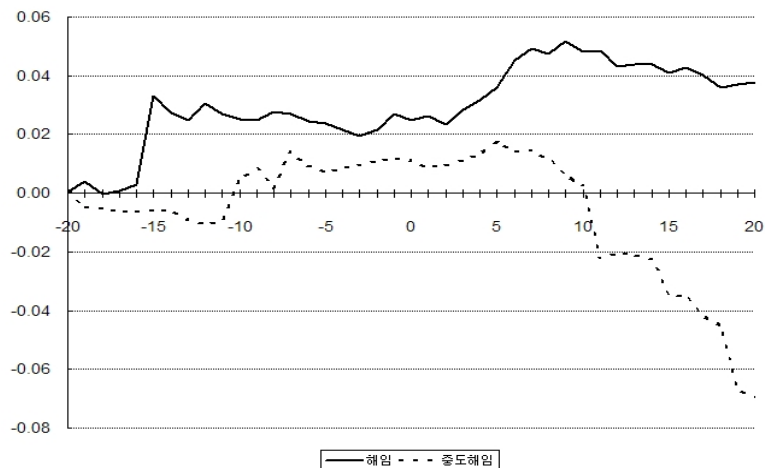
사외이사 해임에 대한 주가반응을 나타내는 비정상수익률과 누적비정상수익률의 값은 부록의 <부표 2>에 요약되어 있다. 선행연구 중 김문현, 백재승(2005)은 사외이사 해임공시일 주변 초과수익률이 음(-)의 값으로 나타나 사외이사 해임이 주가에 부정적인 영향을 미친다고 발표하였고, 김동순 등(2008)은 사외이사 해임공시가 주가에 미치는 영향이 없는 것으로 발표하기도 하였다. Vafeas(1999)는 실적이 부진한 기업의 경우 법적책임에 대한 부담, 자신의 평판에 대한 우려에 대한 이유로 자발적으로 사외이사가 사임을 하는 경우에 주가에 부정적인 영향을 미친다는 결과를 보여주었다.

본 연구에서는 실증분석 결과 사외이사 해임공시에 대해 주가 반응이 유의한 음(-)값을 나타내지 않는 것으로 나타났다. 이에 따라 사외이사 해임공시가 주가에 부정적인 영향을 미친다는 가설 2가 지지되지 않았다.

그러나 사외이사 해임을 정기해임과 중도해임으로 구분하여 살펴보면, <그림 3>을 통해서 중도해임의 경우 공시일 이후 주가가 크게 하락하는 것을 볼 수 있다. 그러나 사외이사 정기해임의 경우에는 공시일 이후 +6일~+14일에 지속적으로 높은 양(+)의 CAR 값을 유의하게 나타냈다. 한국의 경우 시간이 지남에 따라 사외이사의 독립성에 대한 투자자의 요구가 많은데, 사외이사의 정기해임은 새로운 독립적이고 전문성 있는 사외이사 선임에 대한 기대감을 반영하는 현상으로 볼 수 있다.

이와는 대조적으로 사외이사 중도해임의 경우 공시일 이전에는 주가 움직임이 거의 없는 가운데, 공시일 이후에는 지속적으로 주가가 하락하여 +20일에는 CAR 값이 -6.97%에 이르고 있다. 중도해임의 경우에는 사외이사 해임이 주가에 부정적인 영향을 미친다는 가설 2가 부분적으로 지지되는 결과를 나타냈다. 이에 따라 정기적으로 이루어지는 사외이사 교체 내지 정기해임과는 달리 중도해임은 투자자들의 입장에서 정보 비대칭성 문제가 악화될 것으로 판단하기 때문에 주가 반응이 부정적으로 나타난 것으로 해석된다.

〈그림 3〉 사외이사 해임 (정기해임, 중도해임)에 대한 CAR 추이

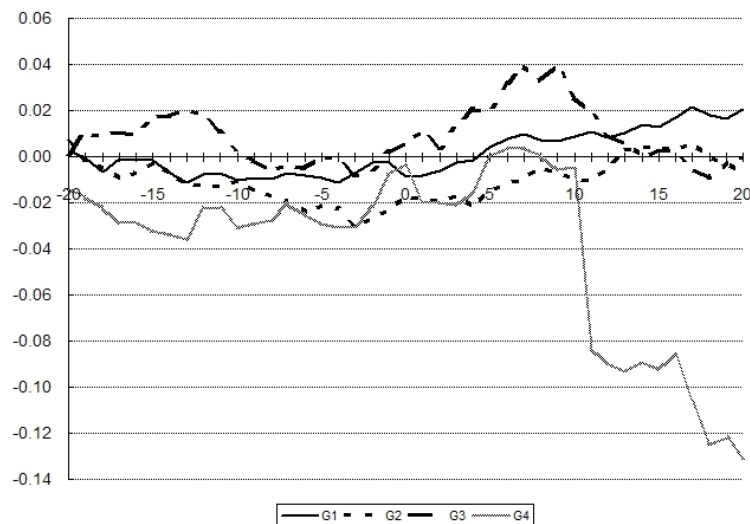


## 5.6. 사외이사 해임에 대한 지배구조 그룹별 CAR 분석

앞서 사외이사 해임공시에 대한 주가 반응은 정기해임이나 중도해임이나에 따라 엇갈리게 나타났다. 여기서는 기업지배구조의 수준에 따라 해임공시 효과의 차이가 있는지를 분석한다. 이를 위해 앞서 선임공시 경우와 마찬가지로 그룹 1이 가장 우수한 지배구조를 가진 기업그룹으로, 그룹 4가 가장 취약한 지배구조를 가진 그룹으로 분류한다. <그림 4>는 기업지배구조 그룹별 누적비정상수익률 추이를 나타내고 있다.

사외이사 해임공시를 지배구조 그룹별로 분류하여 분석해보면, 지배구조 그룹 1, 2, 3은 사건연구일 전체기간에 걸쳐 유의한 CAR 값이 나타나지 않았다. 그러나 지배구조 그룹 4의 경우에 공시일 이전 -20~-8일까지 음(-)의 유의한 CAR 값을 나타냈으며, 공시일 이후에도 특히 +18~+20일에 CAR이 매우 큰 음(-)의 값을 유의하게 나타내고 있다. 이는 기업지배구조가 취약할수록 이사회 감시 견제기능이 필수적인데, 사외이사 해임은 이러한 견제기능 약화에 대한 투자자들의 우려를 증폭시킬 수 있음을 시사하는 것이다. 또한, 기업지배구조가 취약한 기업의 사외이사는 자신의 평판을 유지하기 위하여 기업 성과가 부진할 경우에 자발적으로 사임할 수도 있으며 이에 따라 시장에서 부정적인 반응을 가져올 수 있다. 결국 사외이사 해임공시에 대한 주가반응이 지배구조에 따라서 달라질 수 있다는 가설 3-2이 지지되고 있다.

<그림 4> 사외이사 해임에 대한 지배구조 그룹별(G1, G2, G3, G4) CAR 추이



## 5.7. 지배구조 그룹별 사외이사 해임공시 효과 차이

<표 4>에서 보고된 사외이사 해임에 대한 지배구조 그룹별 누적비정상수익률을 토대로 지배구조 그룹간 차이가 존재하는지 t-test를 수행하였다. <표 4>는 특히 지배구조 그룹 1과 그룹 4에서 그룹간 해

임공시 효과가 유의하게 차이가 있음을 보여준다. 이러한 결과는 지배구조가 우수한 기업들은 취약한 기업들에 비하여 사외이사 해임공시에 대하여 누적비정상수익률이 더 높다는 가설 3-2를 지지하는 것이다. 그러나 그룹 1과 그룹 2, 그룹 1과 그룹 2 간에는 해임공시에 따른 주가반응의 차이가 유의하지 않은 것으로 나타나서, 어느 정도 지배구조를 갖춘 기업들은 사외이사 해임공시가 주가에 영향을 미치지 못하는 것으로 보인다. 결국 사외이사 해임의 경우에 있어서도 지배구조가 취약한 그룹 4에 속한 기업들은 정보비대칭성이 더욱 심화되고 사외이사의 견제기능이 약화될 것을 우려한 투자자들의 부정적인 반응이 나타나는 것으로 해석된다.

## VI. 요약 및 결론

본 연구는 한국기업의 사외이사 선임 및 해임 공시가 주가에 미치는 영향을 기업지배구조 관점에서 실증분석하였다. 사건연구 방법론으로 시장조정모형을 이용하여 공시일 전후 기간인 -20~+20일에 대한 비정상수익률과 누적비정상수익률의 추이를 분석하였고, t-test를 통해 지배구조의 차이에 따른 공시 효과의 차별화 여부를 분석하였다. 전반

〈표 4〉 사외이사 해임공시(정기해임, 중도해임)에 대한 누적비정상수익률(CAR) 및 지배구조 그룹별 주가반응 - 공시일 전후 [-20, +20일]

구분	사외이사 해임	사외이사 정기해임	사외이사 중도해임
전체	-2.6052	3.7676	-6.9703**
Group 1	2.04		
Group 2	0.6		
Group 3	-0.1		
Group 4	-13.1*		

주 : \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄. 이하 동일함.

〈표 5〉 사외이사 해임공시에 대한 기업지배구조 그룹별 평균 CAR, t-test 결과

구분	CAR 평균					
	그룹 1	그룹 2	그룹 3	그룹 4	CAR 차이	t-값
사외이사	2.04%	0.6%			1.44%	0.87
해임	2.04%		-0.1%		2.05%	0.49
	2.04%			-13.1%	15.14%	2.09**

주 : \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄. 이하 동일함.

적으로 사외이사 임면에 대한 주가반응은 지배구조 수준에 따라서 차이를 나타냈으며, 해임 공시의 경우 정보비대칭성을 우려한 투자자들의 우려가 주가에 반영되는 것으로 나타났다. 주요 실증분석 결과들은 다음과 같다.

첫째, 사외이사 선임공시 효과는 주가에 긍정적인 영향을 미친다는 기존연구 결과와는 달리 한국기업의 경우 주가에 단기적으로는 부정적인 영향을 미쳤다. 이는 사외이사의 역할에 대한 시장의 신뢰가 구축되지 못하였다는 것을 반증하는 것으로 볼 수 있다. 그러나 선임 공시일 이후에는 주가가 반등하였으며, 특히 사외이사의 재선임은 주가에 긍정적인 영향을 미쳤다. 둘째, 기업지배구조의 수준에 따라서 선임공시 효과가 차이를 나타냈다. 지배구조가 좋은 기업들의 경우 그렇지 않은 기업들보다 사외이사 선임에 대하여 누적비정상수익률이 더 높게 나타나고, 지배구조가 취약한 기업은 주가에 부정적인 영향이 컸다.

셋째, 사외이사 해임공시 효과는 전반적인 해임 공시와 정기해임 공시는 주가에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 그러나 중도해임 공시는 주가에 유의하게 부정적인 영향을 미쳤다. 이는 기업과 투자자 간의 정보비대칭성 문제를 야기시킬 수 있는 가능성 등에 기인하는 것으로 해석된다. 넷째, 지배구조 수준에 따라 해임공시 효과도 차별화가 나타나서, 지배구조가 취약한 기업은 사외이사의 해임에 따라 주가가 크게 하락하는 것으로 나타났다.

본 연구는 기업지배구조 및 사외이사 임면과 관련하여 다음과 같은 시사점을 제공한다. 기업지배구조가 취약한 기업은 사외이사의 선임 및 해임 모두 공시효과가 주가에 부정적으로 영향을 미치고 있으므로, 전반적인 지배구조를 개선하는 조치들이 선행되어야 함을 시사한다. 또한 지배구조가 우수한 기업은 가능한 한 사외이사의 연임을 추진함으로써 기업가치를 제고할 수 있을 것으로 기대된다. 사외이사 해임과 관련하여 특히 중도해임에 대하여 주가 반응이 부정적인 것은 정보비대칭성에 대한 투자자들의 우려를 나타내는 것으로 정보비대칭성 해소를 위해 기업들이 노력해야 할 것으로 사료된다.

주요 연구결과와 시사점들에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 누적비정상 수익률에 영향을 미치는 기업의 설명변수들을 추가로 발견해야 할 것이다. 또한 선임 및 해임 공시를 구분하여 좀 더 정직한 분석이 이루어져야 할 것이다. 또한 향후 표본 수가 증가하면 시계열적인 공시 효과의 변화도 분석할 수 있을 것으로 사료된다.

## 참고문헌

- 김동순, 최문성, 이승현(2008). “사외이사 선임 및 해임 공시가 기업가치에 미치는 영향,” 대한경영학회지 제21권 제5호. pp. 2257-2291.
- 김문현, 백재승(2005). “사외이사 해임정보가 기업가치에 미치는 영향,” 한국증권학회지, 34(2), pp. 209-246.
- 김창수(2006). “한국의 사외이사제도 도입과 기업가치,” 재무연구, 한국재무학회 Vol.19 No.2
- 정광선, 김영호, 문영구(1994) “한국형 사외이사 제도에 관한 연구,” 상장사협의회 연구보고서.
- Barclay, M., and C. Holderness(1991). “Negotiated Block Trades and Corporate Control?,” *Journal of Financial Economics* Vol.46 pp.861-878.
- Baysinger, B. D. and H. N Butler(1995). “Corporate Governance and Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition,” *Journal of Law, Economics and Organization*. 1(1). pp.102-124.
- Bhagat, Sanjai and Bernard Black(1999). “The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance” *Business Lawyer* Vol. 27. pp.231-273.
- Black, Bernard S., Woonchan Kim(2007). “The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Using Korea Data,” European Corporate Governance Institute Finance Working Paper No.179.
- Boubakera, Sabri and Florence Labégorre(2008). “Ownership Structure, Corporate Governance and Analyst Following - A study of French Listed Firms,” *Journal of Banking and Finance*. Vol. 32. No. 6. pp.961-976.
- Choi, J. Jay, S. Woon Park, and Sean Sehyun(2007). “The Value of Outside Directors : Evidence from Corporate Governance Reform in Korea,” *Journal of Finance and Quantitative Analysis*. Vol. 42. No. 4. pp.941-962.
- Claessens, Stijn and Joseph P.H. Fan(2002). “Corporate Governance in Asia: A survey,” *International Review of Finance* 3. pp.71-103.
- Cotter, J., Shivdasani, A. and M. Zenner(1997). “Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers,” *Journal of Financial Economics*. 43(2). pp.195-218.
- Denis, Diane K. and J. McConnell(2003). “International Corporate Governance,” *Journal of Finance and Quantitative Analysis*. Vol.38 No.1
- Doidge, Craig, and Rene M. Stulz(2004). “Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance?,” NEBR Working Paper No.10726.
- Durnev, Art and E. Han Kim(2005). “To Steal of Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation,” *Journal of Finance* Vol. 60, No.3 pp.1461-1493.
- Fama, E(1980). “Agency Problems and Theory of the Firm,” *Journal of Political Economy*. 88. pp.289-307.

- Fama, E, and M.C Jensen. (1983). "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*. 27. pp.327-349.
- Gul Ferdinand A. and Han Qiu(2002). "Legal Protection, Corporate Governance and Information Asymmetry in Emerging Markets," working paper series.
- Guner, A. B., Ulrike Malmendier, and Geoffrey Tate(2008). "Financial Expertise of Directors", *Journal of Financial Economics*. 88. pp.323-354.
- Hartzell, Jay C. and Laura T. Starks(2003). "Institutional Investors and Executive Compensation," AFC 2003 Washington, D.C Meetings. 2003.
- Hermalin, Benjamin E. and Michael S. Weisbach(1991). "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management* 20(4). 1991. pp.101-112.
- Kose, John, and Lemma W. Senbet(1998). "Corporate Governance and Board Effectiveness," *Journal of Banking and Finance* 22(4). pp.371-403.
- Kaplan, Steven N. and Bernadetta A. Minton(1999) "Appointment of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," working paper series.
- Klein, A(1998) "Firm Performance and Board Committee Structure," *Journal of Law and Economics* 41(1). pp.275-303.
- Klein, A(2002). "Audit committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management," *Journal of Accounting and Economics*. 33. pp.375-400.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny(1998). "Law and Finance," *Journal of Political Economy*. 106. pp.1113-1115.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny(2000). "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*. Vol.58. pp.3-27.
- Lin, S., Pope, F. and S. Young(2003) "Stock Market Reaction to the Appointment of Outside Director," *Journal of Business, Finance and Accounting*. 30(3-4). pp.351-382.
- Masulis, Ronald W., and H. Sharn Mobbs(2008). "Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market," AFA 2009 San Francisco Meetings Paper.
- Masulis, Ronald W., Cong Wang, and Fei Xie(2010). "Globalizing the Boardroom- The Effect of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance," AFA 2011 Denver Meeting Paper.
- McKinsey & Company(2002). "Corporate Governance Developments in Emerging Markets," *McKinsey on Finance* 3. pp.15-18.
- Metran, Hamid(1995). "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*. 38. pp.163-188
- Nenova, Tatiana(2003). "The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-Country Analysis," *Journal of Financial Economics*. 6. pp.325-351.

- Pedersen, T. and S. Thomsen(1997). European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study. *Journal of International Business Studies*. 28(4); pp.759-778.
- Peyer, U. and T. Perry(2003). "Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective," EFA 2003 Annual Conference Paper No.183.
- Rosenstein, S. and J.G. Wyatt(1990). "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*. 26(2). pp.175-191.
- Shleifer, A. and R. Vishny(1996). "Large Shareholders and Corporate Control?," *The Journal of Political Economy*. Vol.94. pp.461-488.
- Vafeas, Nikos(1999) "Board Meeting Frequency and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*. 53. pp.113-142.
- Vafeas, Nikos. "Length of Board Tenure and Outside Director Independence." *Journal of Business, Finance and Accounting*. Vol.30 2003. pp.1043-0164.
- Weisbach, M(1988). "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*. 20. pp.431-460.
- Yermack D(1996) "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors?," *Journal of Financial Economics*. Vol.40.pp.185-211.
- Yermack D. (2004) "Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Director," *Journal of Finance*. 59. pp.2281-2308

# **The Differential Stock Price Impact of Appointment or Dismissal of Outside Directors by Corporate Governance Quality of Korean Firms**

## **Abstract**

This study examines whether there is any difference in the stock price impact of the appointment or dismissal of outside directors for Korean firms depending on the quality of corporate governance structure. Using the event study and t-test methods, we found several interesting empirical results as follows.

First, the appointment effect of outside directors on stock prices was negative just until a few days after the event date, but afterwards stock prices rebounded. The appointment of new directors has no significant effect on stock prices, but the reappointment of old directors has a significantly positive effect.

Second, the announcement effect was differential depending upon the quality of corporate governance structure. So, the effect was significantly negative for Korean firms with inferior governance structure.

Third, the dismissal effect of outside directors on stock prices was not significant, and the regular dismissal had no impact, either. However, the dismissal during the term of office negatively affected stock prices. In particular, firms with poorer corporate governance showed much larger drop in stock prices, possibly due to the information asymmetry problem.

To conclude, Korean firms with inferior corporate governance have faced negative stock price impacts from both appointment and dismissal of outside directors. Therefore, it implies that they should take preemptive measures to improve corporate governance structure. In addition, firms with sound corporate governance should also retain independent outside directors in consecutive terms.

**Key words : corporate governance, appointment, dismissal, outside director, information asymmetry**

## [부 록]

〈부표 1〉 사외이사 선임공시에 대한 AR, CAR 추이

	AR	CAR		AR	CAR
-20	0.00040	0.00040	+1	-0.00126*	-0.00559
-19	-0.00255***	-0.00215*	+2	-0.0029***	-0.00851*
-18	-0.00164**	-0.00379***	+3	-0.00159**	-0.0101**
-17	0.00095	-0.00284*	+4	0.00113	-0.00898*
-16	0.00290***	0.00006	+5	0.00213**	-0.00683
-15	0.00590*	0.00596	+6	0.00270***	-0.00415
-14	-0.00244***	0.00351	+7	0.00452***	0.00036
-13	-0.00268***	0.00083	+8	0.00260***	0.00298
-12	-0.00093	-0.00010	+9	0.00043	0.00338
-11	-0.00047	-0.00057	+10	-0.00184**	0.00153
-10	-0.0002	-0.00077	+11	0.00186**	0.00337
-9	-0.0018**	-0.00258	+12	0.00308***	0.00648
-8	-0.00196**	-0.00454	+13	0.00281***	0.00930*
-7	-0.0032***	-0.00774*	+14	0.00190**	0.01120**
-6	-0.00064	-0.00838*	+15	0.00020	0.01133**
-5	0.00018	-0.00819*	+16	0.00495***	0.01627***
-4	0.00039	-0.0078*	+17	0.00013	0.01638***
-3	-0.00212***	-0.00992**	+18	-0.00494**	0.01139*
-2	0.00263***	-0.00729	+19	-0.00441**	0.00704
-1	0.00340***	-0.00389	+20	-0.00226***	0.00479
0	-0.00037	-0.00433			

주 : \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄. 이하 동일함.

〈부표 2〉 사외이사 해임공시에 대한 AR, CAR 추이

	AR	CAR		AR	CAR
-20	0.00044	0.00044	+1	-0.00099	0.01586
-19	-0.00164	-0.0012	+2	-0.00074	0.01506
-18	-0.00222	-0.00342	+3	0.00326	0.01834
-17	-0.00011	-0.00353	+4	0.00230	0.02064
-16	0.00080	-0.00273	+5	0.0044**	0.02504
-15	0.01248	0.00976	+6	0.00179	0.02686
-14	-0.00225	0.00751	+7	0.00166	0.02850
-13	-0.00284	0.00466	+8	-0.00235	0.02616
-12	0.00136	0.00602	+9	-0.00125	0.02484
-11	-0.00092	0.00510	+10	-0.00378**	0.02102
-10	0.00786	0.01296	+11	-0.01426	0.00663
-9	0.001834	0.01480	+12	-0.00126	0.00536
-8	-0.00236	0.01243	+13	0.00003	0.00539
-7	0.00676	0.01919	+14	-0.00099	0.00438
-6	-0.00366*	0.01553	+15	-0.00816	-0.00385
-5	-0.00165	0.01389	+16	0.00031	-0.00354
-4	-0.00013	0.01376	+17	-0.00447*	-0.00803
-3	-0.00034	0.01341	+18	-0.00429**	-0.01235
-2	0.00191	0.01533	+19	-0.01208***	-0.02445
-1	0.00242	0.01774	+20	-0.00157	-0.02605
0	-0.00076	0.01686			

주 : \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄.