



# 백두산 천지물 백두산 백산수

백두산 천지물이  
화산암반 백 리를 흘러내려  
이도백하 전설을 만들었네  
백두산 천지물!  
백두산 백산수  
좋은 물 많이 먹고 오래오래 사세요!



2014 Korean Academy of International Business  
International Conference



## 2014 Korean Academy of International Business International Conference

- Date: 2014. 6. 30 – 7. 3
- Place: Xi'an, China



Host Korean Academy of International Business(KAIB)

Sponsor     
  



# 2014 Korean Academy of International Business International Conference

- Date: 2014. 6. 30 – 7. 3
- Place: Xi'an, CHINA



Host

Korean Academy of International Business(KAIB)

Sponsor





## 존경하는 한국국제경영학회 회원 여러분

안녕하십니까? ‘호국보훈의 달’ 6월에 회원 여러분께 한국국제경영학회 해외학술대회 개최소식을 전해드립니다. 올해는 한국국제경영학회 창립 25주년으로 금번 해외학술대회는 중국 5천년의 역사를 간직하고 있는 ‘역사의 도시’ 시안에서 개최됩니다.

이에 한국국제경영학회는 다음과 같은 주제와 일정으로 해외학술대회를 계획하였습니다.

- 주제: 중국 서부대개발과 한국기업의 진출전략
- 일시: 2014. 6. 30(월) - 7.03(목)
- 장소: 중국, 시안
- 주최: (사)한국국제경영학회

금번 해외학술대회에서는 최성백 교수(시안배화대학), 장바오통 주임(시안 사회과학원), 김종복 관장(KOTRA)의 발표와 토론도 준비되어 있습니다.

그리고 최우수/우수논문상과 우수토론상 시상도 마련되어 있습니다.

2014년도에 한국국제경영학회에서 여러분을 자주 뵈을 수 있기를 바라면서 두 손 모읍니다.

감사합니다.

한국국제경영학회 회장 김용준(성균관대학교)

2014년 해외학술대회 프로그램 위원장 박영규(성균관대학교)

2014년 해외학술대회 프로그램 부위원장 김명숙(서울여자대학교)

2014년 해외학술대회 프로그램 부위원장 노은영(성균관대학교)





## 2014년도 한국국제경영학회 임원진 명단

### ■ 고 문

안태호(인하대)	반병길(서강대)	지용희(서강대)	어윤대(고려대)	정구현(연세대)
민상기(서울대)	조동성(서울대)	하영명(한국외대)	최생림(한양대)	박기안(경희대)
이장호(서강대)	이장로(고려대)	전용욱(우송대)	강호상(서강대)	김 신(경희대)
강태구(전남대)	조대우(충남대)	한충민(한양대)	이광철(홍익대)	이동기(서울대)
이중우(인제대)	이 철(서강대)	신만수(고려대)	박영렬(연세대)	김용덕(숭실대)

### ■ 회 장: 김용준(성균관대)

### ■ 차기회장 겸 수석 부회장: 백권호(영남대)

### ■ 부 회 장

권택호(충남대)	김광수(건국대)	김동순(중앙대)	김재범(성균관대)	김주현(차의과대)
김진숙(남서울대)	나원찬(한국외대)	문병준(경희대)	문원석(제주대)	박성연(이화여대)
박영규(성균관대)	박용석(연세대)	송재용(서울대)	안동규(한림대)	안세영(서강대)
윤동진(우석대)	이재혁(고려대)	이형오(숙명여대)	장세진(KAIST)	정창영(서울시립대)
정태영(홍익대)	채명수(한국외대)	표정호(순천향대)		

### ■ 상임이사

강신애(서울과기대)	고경일(백석대)	곽주영(연세대)	권종욱(강원대)	김명숙(서울여대)
김중훈(인천대)	김주권(건국대)	김창수(서강대)	김학균(성균관대)	박남규(서울대)
박병일(한국외대)	박중훈(서강대)	방호열(부산대)	신상헌(계명대)	신형덕(홍익대)
안종석(전주대)	오세경(건국대)	오준석(숙명여대)	이강표(서강대)	이건희(영남대)
이병희(한양대)	이웅희(한양대)	이현식(강릉원주대)	임달호(충북대)	장호윤(한성대)
전병준(중앙대)	정인식(고려대)	정진섭(충북대)	최순규(연세대)	하태형(현대경제연구원)

### ■ 이 사

권기환(상명대)	김경찬(포스코)	김광현(고려대)	김기현(영남대)	김민숙(계명대)
김병구(한신대)	김보영(한양대)	김봉진(이화여대)	김성호(협성대)	김성훈(울산대)
김정포(부산외대)	김주원(성균관대)	김주태(단국대)	노은영(성균관대)	문정빈(고려대)
문철주(동아대)	박석호(목포대)	박재찬(한라대)	박주희(계명대)	배준영(부경대)
변재웅(계명대)	손정민(인제대)	양오석(강원대)	오한모(전북대)	우원석(이화여대)
원성권(관동대)	윤정희(세명대)	이남석(중앙대)	이성봉(서울여대)	이영일(부산외대)
이재호(경희대)	이지환(KAIST)	임형록(한양대)	장영봉(성균관대)	전용복(경성대)
정선욱(서강대)	정재호(고려대)	정창화(고려대)	조대원(대진대)	조승호(숭실대)
최경규(동국대)	최낙섭(SK연구소)	최성진(한양대)	최순권(부경대)	최준환(강릉원주대)
최진아(명지대)	최창범(중앙대)	최향미(충남대)	편주현(고려대)	표민찬(서울시립대)
한병섭(전남대)	현재훈(한국외대)	홍덕표(LG경제연구원)		

### ■ 감 사: 김경원(경기대) 설원식(숙명여대)

### ■ 편집위원장: 박용석(연세대)

### ■ 사무국: 강신애(상임간사) 김학균(상임간사) 노은영(사무국장) 서현영(사무부국장)

## Korean Academy of International Business(KAIB)

# 2014 International Conference

2014.6.30. - 7.03, Xi'an, China

### July, 1 (Tuesday)

- ◆ Date: 2014. 7. 01(Tue) 08:15-11:50
- ◆ Place: Grand Park Xi'an Hotel
- ◆ Host: Korean Academy of International Business(KAIB)

#### ◆ Program

	Events	Remarks
08:15-08:30	Registration	
08:30-08:40	Opening Ceremony	Kim, Yong June(President, KAIB)
08:40-10:10	Paper Session I	
10:10-10:20	Intermission	
10:20-11:50	Paper Session II	

## 한국국제경영학회(Korean Academy of International Business)

# 2014 해외학술대회

2014.6.30. - 7.03, 중국, 시안

### 7월 01일(화)

- ◆ 일시: 2014. 7. 01(화) 08:15-11:50
- ◆ 장소: 그랜드 파크 시안 호텔
- ◆ 주최: (사)한국국제경영학회

#### ◆ 프로그램

08:15-08:30	등 록	
	장 소 :	1층 长乐厅(장악청)
08:30-08:40	개회사 및 기조강연	
	장 소 :	1층 长乐厅(장악청)
	사 회 :	김학균(성균관대)
	개 회 사 :	김용준(한국국제경영학회 회장)
08:40-10:10	논문발표 1부 (1~2층, 세미나룸)	
10:10-10:20	휴 식	
10:20-11:50	논문발표 2부 (1~2층, 세미나룸)	



# 2014 International Conference China's Western Development and Korean Firms' Entry Strategies

2014.6.30. - 7.03, Xi'an, China

## July, 1 (Tuesday)

- ◆ Date: 2014. 7. 01(Tue) 12:00-17:30
- ◆ Place: Grand Park Xi'an Hotel 1<sup>st</sup> Floor, Changleting(长乐厅)
- ◆ Host: Korean Academy of International Business(KAIB)

### ◆ Program

	Events	Remarks
12:00-13:20	Network Lunch	
13:20-13:40	Opening Ceremony	Kim, Yong June(President, KAIB) Jun, Jae Won(Consul General, Korean Consulate General in Xi'an)
13:40-14:10	New Silk Road Economy Belt of the Northeast Asia	Choi, Sung Baig (Xi'an PeiHua University)
14:10-14:50	China's Western Development and China-Korea Economic Cooperation	Zhang, Bao Tong (Xi'an Academy of Social Sciences)
14:50-15:00	Intermission	
15:00-15:30	The trends and strategies of Korean investments in Western China	Kim, Jong Bok(KOTRA)
15:30-16:30	Panel Discussion	Moderator: Park, Young Kyu (SungKyunKwan University) Panelist: Euh, Yoon Dae (Korea University) Paik, Gwon Ho (YeungNam University) Kim, Myoung Suk (Seoul Women's University)
16:30-17:30	Best Research and Discussion Awards Closing Ceremony	

# 2014 KAIB 해외학술대회

## 중국 서부대개발과 한국기업의 진출전략

2014.6.30. - 7.03, 중국, 시안

### 7월 01일(화)

- ◆ 일시: 2014. 7. 01(화) 12:00-17:30
- ◆ 장소: 그랜드 파크 시안 호텔, 1층 长乐厅(장악청)
- ◆ 주최: (사)한국국제경영학회
- ◆ 사회: 김학균(성균관대학교)
- ◆ 프로그램

	행사내용	비고
12:00-13:20	네트워크 오찬	
13:20-13:40	개회사/축사	김용준(한국국제경영학회 회장) 전재원(주시안 총영사)
13:40-14:10	동북아의 신 실크로드 경제권	최성백(시안배화대학)
14:10-14:50	중국의 서부대개발과 한중 경제협력 방안	장바오통(张宝通, 시안사회과학원)
14:50-15:00	휴식	
15:00-15:30	중국 서부지역의 한국기업 투자현황 및 전략	김종복(KOTRA)
15:30-16:30	종합토론	사회: 박영규(성균관대학교) 토론: 어윤대(고려대) 백권호(영남대) 김명숙(서울여대)
16:30-17:30	최우수/우수논문 및 우수토론상 시상 폐회	

# 한국국제경영학회(KAIB) 2014 해외학술대회

2014.6.30. - 7.03, 중국, 시안

## 7월 01일(화)

- ◆ 장소: 그랜드 파크 시안 호텔
- ◆ 08:30-08:40 개막식 사회: 김학균(성균관대)
- ◆ 08:40-10:10

Session 1: Global Management and Strategy (1층, 长乐厅; 장악청)		Chairperson: 김 신(경희대)
발표자	논문제목	토론자
이지나 (성균관대) 김용준 (성균관대) 김경애 (국민대)	A Study on the effects of national image of Korea in the Chinese market	이형오 (숙명여대)
이철 (서강대) 정재휘 (서강대) 안세영 (서강대)	Effects of Korea-USA and Korea-EU Free Trade Agreements(FTAs) on Technology Transfer to Korea	강진구 (고려대)
최경규 (동국대)	Hana Financial Group's Strategy and Challenges in Penetrating Global Market	전병준 (중앙대)

Session 2: Global Marketing (2층, 安定3号厅; 안정3호청)		Chairperson: 표정호(순천향대)
발표자	논문제목	토론자
한충민 (한양대) 양비 (한양대)	Brand Globalness, Familiarity, and Country of Origin in Consumer Evaluations of Foreign Automobile Brands in China	권종욱 (강원대)
김창수 (한국외대) 정인식 (고려대)	A Position-Oriented Appeal and The Confucianism	조대원 (대전대)
김주원 (성균관대) 문철주 (동아대)	A Study on Purchase Attitude of Authentic Commodity by Purchasing Motive of Chinese Counterfeit Users	김종훈 (인천대)

Session 3: Global Finance (2층, 安远3号厅;안원3호청)		Chairperson: 조대우(충남대)
발표자	논문제목	토론자
<b>권택호</b> (충남대)	Foreign Exchange Rate Exposure and Investor Sentiment	<b>하태현</b> (우석대)
<b>오세경</b> (건국대) <b>이정우</b> (건국대)	A Study on Shortfall Risk Measure in Strategic Asset Allocation of National Pension	<b>서정원</b> (성균관대)
<b>김수정</b> (경희사이버대) <b>강신애</b> (서울과학기술대)	The Impact of Corporate Governance on Real Earnings Management	<b>김창모</b> (경기대)

◆ 10:10-10:20 Intermission

◆ 10:20-11:50

Session 4: China Session (1층, 长乐厅;장악청)		Chairperson: 박상철(전남대)
발표자	논문제목	토론자
<b>임형록</b> (한양대) <b>정석균</b> (한양대)	A Study on Korean Firms' Outward FDIs to China and Their Substantiality	<b>황희곤</b> (한림국제대학원)
<b>위오기</b> (공주대) <b>권주형</b> (송실대) <b>소정몽이</b> (공주대)	Study on the effects of FDI in China's Localization Strategy on the Image of Korean Wave	<b>이재혁</b> (고려대)
<b>윤정희</b> (세명대)	An effective actions of the China against a remedies of the United States for chinese products	<b>윤동진</b> (우석대)



Session 5: Global Session(English Session) (2nd Floor, Anding3;安定3号厅)		Chairperson: Kim, Jin Suk (NamSeoul University)
Presenter	Title	Discussant
<b>Park, Young Kyu</b> (SungKyunKwan University) <b>Jung, Hyun ju</b> (SungKyunKwan University) <b>Choi, Hae Song</b> (SungKyunKwan University)	Comparison Analysis of Conventional index funds and Exchange-Traded Funds	<b>Lee, Woong Hee</b> (HanYang University)
<b>Lee, Keon Hee</b> (KookMin University) <b>Kim, Kyoung Ae</b> (KookMin University) <b>Jung, Sang Jin</b> (Hyupsung University)	A study to compare Konex with Chinext market	<b>Shin, Hyung Deok</b> (HongIk University)
<b>Han, Choong Min</b> (HanYang University) <b>Gao Lei</b> (HanYang University)	Korean and Chinese Consumers towards Japanese Brands	<b>Moon, Byeong Joon</b> (KyungHee University)
<b>Shin, Geon Cheol</b> (KyungHee University)	Directions and outcomes in international strategic alliances	<b>Chang, Young Bong</b> (SungKyunKwan University)

Session 6: YG Session (2층, 安远3号厅;안원3호청)		Chairperson: 정진섭(충북대)
발표자	논문제목	토론자
<b>이상엽</b> (한양대) <b>이병희</b> (한양대) <b>정강욱</b> (한남대)	Exploring the links between international entrepreneurial orientation and performance of born global firms	<b>이미영</b> (건국대)
<b>정진섭</b> (충북대) <b>이민재</b> (충북대)	An emerging market penetration strategy of Korean automobile firms	<b>주규희</b> (KOTRA)
<b>김장훈</b> (충남대)	Research on the relationship between MNE localization and micro institutional change: The case of China and India	<b>박주희</b> (계명대)
<b>김성호</b> (경남과학기술대)	A study on relationship of Entrepreneurial Orientation, Absorptive Capacity, and Product Development: A focus on Korean Export Enterprises	<b>박재찬</b> (한라대)

## - 목 차 -

### ◆ 논문발표 Session 1

Session 1: Global Management and Strategy (1층, 长乐厅; 장악청)

좌 장: 김 신(경희대)

- 1. A Study on the effects of national image of Korea in the Chinese market ..... 03
  - 발표자: 이지나(성균관대), 김용준(성균관대), 김경애(국민대)
  - 토론자: 이형오(숙명여대)
- 2. Effects of Korea-USA and Korea-EU Free Trade Agreements(FTAs) on Technology Transfer to Korea ..... 17
  - 발표자: 이철, 정재휘, 안세영(서강대)
  - 토론자: 강진구(고려대)
- 3. Hana Financial Group's Strategy and Challenges in Penetrating Global Market ..... 43
  - 발표자: 최경규(동국대)
  - 토론자: 전병준(중앙대)

## ◆ 논문발표 Session 2

### Session 2: Global Marketing (2층, 安定3号厅;안정3호청)

좌 장: 표정호(순천향대)

- 1. Brand Globalness, Familiarity, and Country of Origin in Consumer Evaluations of Foreign Automobile Brands in China ..... 69
  - 발표자: 한충민(한양대), 양비(한양대)
  - 토론자: 권종욱(강원대)
  
- 2. A Position-Oriented Appeal and The Confucianism ..... 79
  - 발표자: 김창수(한국외대), 정인식(고려대)
  - 토론자: 조대원(대진대)
  
- 3. A Study on Purchase Attitude of Authentic Commodity by Purchasing Motive of Chinese Counterfeit Users ..... 87
  - 발표자: 김주원(성균관대), 문철주(동아대)
  - 토론자: 김종훈(인천대)

## ◆ 논문발표 Session 3

Session 3: Global Finance (2층, 安远3号厅;안원3호청)

좌 장: 조대우(충남대)

- 1. Foreign Exchange Rate Exposure and Investor Sentiment ..... 107
  - 발표자: 권택호(충남대)
  - 토론자: 하태현(우석대)
  
- 2. A Study on Shortfall Risk Measure in Strategic Asset Allocation of National Pension ... 133
  - 발표자: 오세경, 이정우(건국대)
  - 토론자: 서정원(성균관대)
  
- 3. The Impact of Corporate Governance on Real Earnings Management ..... 171
  - 발표자: 김수정(경희사이버대), 강신애(서울과학기술대)
  - 토론자: 김창모(경기대)



## ◆ 논문발표 Session 4

### Session 4: China Session (1층, 长乐厅; 장악청)

좌 장: 박상철(전남대)

- 1. A Study on Korean Firms' Outward FDIs to China and Their Substantiality ..... 193
  - 발표자: 임형록, 정석균(한양대)
  - 토론자: 황희곤(한림국제대학원)
  
- 2. Study on the effects of FDI in China's Localization  
Strategy on the Image of Korean Wave ..... 213
  - 발표자: 위오기(공주대), 권주형(숭실대), 소정몽이(공주대)
  - 토론자: 이재혁(고려대)
  
- 3. An effective actions of the China against a remedies of the United States  
for Chinese products ..... 251
  - 발표자: 윤정희(세명대)
  - 토론자: 윤동진(우석대)

## ◆ 논문발표 Session 5

Session 5: Global Session(English Session) (2nd Floor, Anding3;安定3号厅)

Chairperson: Kim, Jin Suk(NamSeoul University)

- 1. Comparison Analysis of Conventional index funds and Exchange-Traded Funds ..... 271
  - Presenter: Park, Young Kyu, Jung, Hyun Ju, Choi, Hae Song(SungKyunKwan University)
  - Discussant: Lee, Woong Hee(HanYang University)
  
- 2. A study to compare Konex with Chinext market ..... 299
  - Presenter: Lee, Keon Hee, Kim, Kyoung Ae(KookMin University),  
Jung, Sang jin(Hyupsung University)
  - Discussant: Shin, Hyung Deok(HongIk University)
  
- 3. Korean vs. Chinese Consumers towards Japanese Brands ..... 313
  - Presenter: Han, Choong Min, Gao Lei(HanYang University)
  - Discussant: Moon, Byeong Joon(KyungHee University)
  
- 4. Directions and outcomes in international strategic alliances ..... 323
  - Presenter: Shin, Geon Cheol(KyungHee University)
  - Discussant: Chang, Young Bong(SungKyunKwan University)

## ◆ 논문발표 Session 6

### Session 6: YG Session (2층, 安远3号厅;안원3호청)

좌 장: 정진섭(충북대)

- 1. Exploring the links between international entrepreneurial orientation and performance of born global firms ..... 331
  - 발표자: 이상엽, 이병희(한양대), 정강욱(한남대)
  - 토론자: 이미영(건국대)
  
- 2. An emerging market penetration strategy of korean automobile firms ..... 353
  - 발표자: 정진섭, 이민재(충북대)
  - 토론자: 주규희(KOTRA)
  
- 3. Research on the relationship between MNE localization and micro institutional change: The case of China and India ..... 381
  - 발표자: 김장훈(충남대)
  - 토론자: 박주희(계명대)
  
- 4. A study on relationship of Entrepreneurial Orientation, Absorptive Capacity, and Product Development: A focus on Korean Export Enterprises ..... 389
  - 발표자: 김성호(경남과학기술대학교)
  - 토론자: 박재찬(한라대)

# 논문발표 Session 1

## Session 1: Global Management and Strategy (1층, 长乐厅;장악청)

좌 장: 김 신(경희대)

### ■ 1. A Study on the effects of national image of Korea in the Chinese market

- 발표자: 이지나(성균관대), 김용준(성균관대), 김경애(국민대)
- 토론자: 이형오(숙명여대)

### ■ 2. Effects of Korea-USA and Korea-EU Free Trade Agreements(FTAs) on Technology Transfer to Korea

- 발표자: 이철, 정재휘, 안세영(서강대)
- 토론자: 강진구(고려대)

### ■ 3. Hana Financial Group's Strategy and Challenges in Penetrating Global Market

- 발표자: 최경규(동국대)
- 토론자: 전병준(중앙대)





## 중국기업이 인식하는 한국국가이미지 효과에 관한 연구<sup>1)</sup>

### A Study on the effects of national image of Korea in the Chinese market

이 지 나

성균관대학교 현대중국연구소 연구원

(fudanjin@naver.com)

김 용 준

성균관대학교 경영대학 교수

(pauljykim@gmail.com)

김 경 애

국민대학교 조교수

(kimka0103@naver.com)

- 
- 1) 본 논문의 작성에 있어서 KOTRA의 허락을 받아 KOTRA가 의뢰한 중국 현지 컨설팅 전문기업인 베이징 호리즌 리서치사(Beijing Holizon Research)와 상하이 크레바 마케팅 리서치사(Shanghai Creava Marketing Research)의 DB를 사용하였습니다.
  - 2) 본 논문은 지속 연구 중인 WORKING PAPER로 참고문헌으로 사용하지 마시길 정중히 부탁드립니다.

## I. 서론(문제제기)

학계와 정계, 상당수 전문가들은 한국 경제가 고령화와 저성장으로 인해 침체 상태가 장기화 될 것으로 우려하고 있다. 이러한 침체 상태를 벗어나기 위해서는 새로운 변화가 필요한 시점이다. 그 변화의 중심에는 중국이 있다. 1992년 한·중 수교 이래 2014년 현재 중국은 미국을 능가하는 한국의 제1위 투자대상국으로 부상했다. 또한, 2014년 현재 한국은 중국 제1위 투자국의 위치를 고수하고 있다. 2012년 한·중 FTA협상이 개시되면서 향후 한중 교역과 투자는 지속적으로 확대될 것으로 보인다. 특히, 2000년대 중반 이후 중국이 대규모 대외거래 흑자로 인한 막대한 외환보유고를 바탕으로 해외투자를 크게 늘려오면서, 한·중 간 투자흐름의 방향은 기존의 일방적인 ‘한국의 중국투자’에서 ‘중국의 한국투자’라는 상호방향으로 바뀌고 있다(이창영, 2013). 기업들이 타국시장으로 진출할 경우에 본국의 이미지는 타국 소비자들이 해당 기업의 제품을 평가·판단하는 기준이 될 수도 있고, 타국 기업과의 교류에도 영향을 미칠 것이다. 이를 국가이미지 효과라 한다. 국가이미지는 국가에 대한 전반적인 인식 또는 호감도를 나타내는 것으로 국가이미지에는 한류에 대한 선호도뿐만 아니라 한국제도, 사람 그리고 제품 등의 한국 관련된 대상에 대한 인식과 선호도가 포함된다(한충민 2011)

최근 KOTRA가 한중 수교 20주년을 맞아 양국기업 882개사를 대상으로 실시한 ‘2012 한·중 기업 상호 인식과 평가’ 설문조사 결과에 따르면, 한국과 중국 기업인들은 서로를 경쟁자라기보다는 동반자로 인식하며 상대국을 아시아에서 가장 중요한 국가로 꼽고 있는 것으로 조사됐다(KOTRA, 2012). 상호신뢰를 바탕으로 한 협력자로서 장기적인 관계를 쌓아나가기 위해서는 중국기업에 대한 이해가 선행되어야 하고, 그들이 한국 및 한국 제품에 대해 어떠한 인식을 가지고 있는지 탐색할 필요가 있다.

본 연구는 소비자들이 대상국에 대한 국가이미지의 지각으로 인해 그 국가 제품에 대한 신념(belief)으로서 제품평가를 하게 되고, 이에 따라 제품에 대한 태도(attitude)를 형성하게 된다는 국가이미지 효과의 후광모형(Halo model)(Han, 1989)을 기본 근거로 한다. 기존 연구와의 차별성은 일반 소비자가 아닌 중국기업가를 대상으로 그들이 인식하는 한국국가이미지는 어떠한고, 국가이미지의 후광효과로 한국기업의 제품평가에는 어떤 영향을 미치는지, 지역별·업종별 차이가 있는지 등을 살펴보고자 한다. 이를 통해 한국기업이 중국진출 시의 지역선정 및 중국기업과 협력하는데 있어서 지역별, 업종별 차별화 전략을 세워야 함을 시사점으로 제시하고자 한다.

보다 구체적으로 본 연구에서는 다음과 같은 질문들에 대한 답을 제공하고자 한다.

첫째, 중국기업가들이 인식하고 있는 한국 국가이미지가 한국기업 제품평가(한국제품이미지, 한국제품 신뢰성)에 과연 영향을 미치는가?

둘째, 중국이 하나의 국가일지라고 각 지역의 중국기업가들이 가지는 한국국가이미지가 한국 제품평가에 미치는 영향은 어떻게 다른지?

셋째, 업종에 따라 중국기업가들이 가지는 한국 국가이미지가 한국 제품평가에 미치는 영향은 어떻게 다른지?

## II. 이론적 배경 및 가설설정

### 2.1 국가이미지효과에 관한 연구

국가 이미지(Country Image)에 대한 연구는 Schooler(1965)의 연구 이후, 지난 40여 년간 무려 700편이 넘는 연구(Pharr, 2005, p.34)가 국제경영 및 국제마케팅 분야에서 다양하게 연구되어왔다. 하지만, 이와 같은 수많은 연구들에도 불구하고, 국가이미지 효과는 여전히 충분히 규정되지 못한 현상 중의 하나 (poorly understood)이며, 그 연구결과 역시 상당한 정도의 편차(variation)를 보이고 있다 (Amine, 2008, pp404-405). 따라서 국가이미지 효과에 대한 최근 연구들은 과거 제조국 단일 단서(single-cue)만을 이용한 연구 설계에서 벗어나, 다양한 선행변수 및 조절변수들을 연구모형에 포함시킴으로써 가능한 한 실제 시장상황에 맞는 국가이미지 및 그 효과의 상황적 조건 혹은 속성(contingent nature)에 초점을 맞추어 연구하고 있다(Peterson and Jolibert, 1995; Pharr, 2005; Amine, 2008; 안종석 2014).

국가 이미지 효과에 관한 기존 연구는 Peterson and Jolibert(1995)의 연구 이후 국가이미지 효과의 선행변수와 조절변수들의 확인 등 크게 두 가지 연구 흐름으로 나누어 볼 수 있다(Pharr, 2005). 첫째는 국가이미지 효과의 선행변수로서 소비자의 외재적요인(경제발전수준 등)과 내재적요인(자민족중심주의 등)을 다룬 연구들이다. 우선, 국가이미지 효과의 선행변수로서 외재적요인을 다룬 연구들은 Verlegh and Steebkamp(1999)부터 시작됐다. Verlegh and Steebkamp(1999)는 경제발전 수준의 차이가 국가이미지 효과에 유의적인 영향을 미침을 보여줌으로써, 국가이미지 효과를 단순한 원산지 단서가 아닌 일반적 국가이미지의 지각과 관련하여 설명 할 수 있음을 제시하였다. 이에 따라 최근에는 제품의 원산지 단서가 아닌 일반적 국가이미지 그 자체가 국가이미지 효과에 미치는 영향을 살펴보는 연구들이 다수 나타나고 있다(안종석, 2014). 이들 연구들은 제품의 원산지 단서에 따른 소비자의 구매의사결정과정을 보다 광범위한 국가 이미지 지각에 따른 인지적 정보처리 과정으로 해석하고, 국가 이미지 개념을 인지적(Cognitive), 감정적(Affective), 규범적(Conative)측면을 포함하는 복잡하며 다차원적인 개념으로 파악함으로써, 국가이미지 효과를 해당 국가에 대한 인지적 정보단서 뿐만 아니라 감정적, 규범적 정보단서에 의해 발생하는 것으로 판단하고 있다(LaRoche et al., 2005; Pereira, Hsu and Kundu, 2005; 안종석, 2005). 또한, 국가이미지 효과에 대한 선행변수로서 지금까지 주로 소비자 내재적 요인들과 관련된 연구들이 많이 진행되어 왔다. 주로 소비자의 자민족중심주의(Orth and Firbasova, 2003; Balbanis and Dimantopoulos, 2004; 이장로 외, 2009; 안종석, 2012), 소비자의 적대감(Klein et al. 1998; 안종석, 2014), 소비자의 문화적 특징(Gurhan-Canli and Maheswaran, 2000a; Insch and McBride, 2004)들이 변수로 연구됐다. 이들의 연구결과는 이와 같은 다양한 소비자들의 내재적 요인들이 해당 국가에 대한 인지적 평가와 신념 형성에 영향을 주고, 특정 국가에 대해 형성된 국가이미지가 그 국가 제품에 대한 품질평가 및 태도에 영향을 미치는 것으로 추론 할 수 있게 함으로써 국가이미지

의 후광효과를 설명한다.

둘째, Peterson and Jolibert(1995)가 국가이미지 효과를 제대로 파악하기 위해서는 소비자들의 실제 구매상황에 보다 가깝게 잠재적인 조절변수들을 연구모형에 포함시킬 것을 제안한 이후, 국가이미지 효과에 대한 다양한 조절변수들의 역할을 살펴보는 연구들이 늘어나고 있다. 우선, 원산지 단서가 제품평가 및 구매의도에 미치는 영향을 가격이나 브랜드 명 등과 같은 다른 외재적 정보단서들을 함께 살펴볼 때, 원산지 단서는 제품 평가를 통해 구매의도에 영향을 미치는 것으로 파악하였다(Hui and Zhou, 2002; Ahmed et al., 2004; Lin and Kao, 2004; Teas and Argawal, 2000; Miyazaki, Grewal and Goodstein, 2005). 그 외 제품 복잡성과 같은 내재적 정보단서나 소비자 관여도(Consumer involvement), 제품 친숙성 등과 같은 소비자 특성요인의 조절효과를 살펴본 연구들도 다수 있다(Piron, 2000; Insch and McBride, 2004; Ahmed et al., 2004; Lee, Yun and Lee, 2005). 최근 한충민외(2014)은 심리적 거리를 문화적거리(Kogut and Singh, 1988), 지리적거리(Hakanson and Ambos, 2010), 그리고 경제적 거리(Ghemawat, 2001)로 조작화하고, 이를 통해 한류 및 한국 이미지의 국가 간의 차이를 실증적으로 분석함으로써 한류와 한국이미지가 국가별로 어떻게 확산되고 있는가를 연구하면서, 국제경영학 분야의 국가간 차이를 설명하는 대표적인 이론인 심리적 거리 이론을 국가이미지효과에 활용하였다.

한편, 중국과 같은 개도국 소비자들의 경우, 외국제품의 구매에 있어서 사회심리적, 감정적 및 규범적 요인이 크게 작용하고(Barta et al. 2000), 중국이라는 한 국가 내에서도 지역별로 서로 다른 지역성을 지고 있어(오마이젠이치, 2002; Enright et al., 2005; 김용준 외 2006, 2007), 국가이미지효과를 연구하는데 있어 다양한 선행변수 및 조절변수들을 연구모형에 포함시킴으로써 가능한 한 실제 시장상황에 맞는 연구가 지속적으로 진행될 필요가 있다. 사실 중국 소비자의 국가이미지 지각 및 국가이미지 효과에 관해서는 국내·외에서 이미 적지 않은 연구들이 진행되어 왔으나, 중국 내수시장에서의 국가이미지효과를 확인해 보는 반복 연구의 한계가 있다(Zhang 1996; Zhou and Hui, 2003; 안종석·오정방, 2002; 안종석 2005; 김용준·박세환, 2006). 최근에는 중국적 특색을 반영한 다양한 상황적 조건과 속성(contingent nature)을 변수로 사용한 연구들이 주목받고 있다(김용준 외 2007, 안종석, 2012, 2014). 김용준·김주원·문철주(2007)은 중국 주요지역별 소비자의 국가이미지와 지역이미지가 제품평가에 미치는 영향에 관한 실증연구를 통해, 지역정체성 및 특성을 감안한 지역이미지 효과의 연구로 확장해야 한다는 시사점을 처음으로 제시하였다. 또한, 중국 소비자의 감정적인 요인으로서 소비자 자민족 중심주의와 국가이미지 효과의 관계에 대한 연구(Hsu and Nien, 2008; 안종석, 2012), 중국 소비자의 적대감이 국가이미지 효과에 미치는 연구(안종석, 2014)가 대표적이다.

## 2.2 연구가설 설정

국가이미지는 국가에 대한 전반적인 인식 또는 호감도를 나타내는 것으로 국가이미지에는 한류에 대한 선호도 뿐만 아니라 한국제도, 사람 그리고 제품 등의 한국 관련된 대상에 대한 인식과 선호도가 포함된다(한충민, 2011). 안종석(2005)은 다차원적인 속성의 국가이미지가 제품평가 및 브랜드 태도에

미치는 영향을 연구하면서 지역에 관계없이 중국 소비자들은 국가이미지를 형성하는데 있어 인지적 요인보다는 의도적 및 감정적 요인에 의해 더 많은 영향을 받는 연구결과를 제시하였다. 이러한 연구 결과는 중국 소비자들의 경우 제품품질 평가와 직접적인 연관을 가지고 있을 것으로 예상되는 경제발전 수준 등과 같은 인지적 요인에 의해서보다는 소위 국민적 감정이나 정서 등에 기초한 선호이미지를 따른 경향이 있음을 암시하는 것이다. 또한, 중국과 같은 개도국 소비자들의 경우, 외국제품의 구매에 있어서 사회심리적, 감정적 및 규범적 요인이 크게 작용한다는 Barta et al.(2000)의 지적처럼, 본 연구는 감정적인 측면에서 국가이미지를 ‘한국 및 한국인에 대한 선호도’로 정의 내린다.

국가이미지 효과는 다양하게 정의될 수 있으나, 일반적으로 ‘국가에 대한 일반화된 지각이 소비자의 특정 국가 제품 혹은 브랜드의 평가에 미치는 영향’으로 정의될 수 있다. 국가이미지 효과에 대한 기존의 전통적인 이론적 설명은 후광효과 혹은 요약개념화 효과로 설명 할 수 있다(Han, 1989). 후광효과는 소비자들이 특정 국가 제품에 대한 사전 지식이나 사용경험이 없을 경우라도 국가 자체에 대한 이미지는 다양한 경로를 통해 지각하고 있으며, 이러한 국가이미지의 지각이 해당 제품에 대한 신념형성에 직접 영향을 미치고, 이것이 다시 특정(혹은 브랜드)에 대한 개인적 태도에 영향을 미친다는 것이다(Han, 1989). 반면, 요약개념화 효과(Summary construct effect)는 특정 국가의 제품에 이미 친숙한 소비자들의 경우에는 이미 과거에 해당 국가 제품의 사용을 통해 그 국가 제품에 대한 일정한 정보를 국가이미지의 형태로 저장, 기억하고 있으며, 향후 동일한 국가 제품을 접하게 되는 경우 과거에 저장, 기업하고 있는 국가이미지 정보가 제품에 대한 태도 형성에 직접 영향을 미친다는 것이다(Tse and Lee, 1993). Knight and Calantone(2000)은 후광모형과 요약개념화 모형의 결합모형(Flexible mode)을 제시하면서, 제품에 대한 친숙도의 수준에 관계없이 국가이미지는 제품 속성에 대한 신념과 제품 혹은 브랜드에 대한 태도에 동시에 영향을 미침을 실증적으로 검증하였다. 그 외 중국소비자를 대상으로 한국 국가이미지가 한국 제품평가에 긍정적인 영향을 미친다는 연구결과가 주를 이루고 있다(안종석·오정방(2002); 안종석, 2005; 김용준·박세환,2006; 김용준 외 2007, 안종석·이동진(2007); 이승신,2013; 안종석, 2014).

이에 따라 본 연구에서는 중국기업가도 한편으로는 중국 소비자임을 감안해서, 중국 기업가들이 인식하는 한국 국가이미지는 한국제품 평가에도 영향을 미칠 것이라는 다음과 같은 연구가설을 제시하고자 한다.

연구가설 1(H1): 중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품이미지에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

연구가설 2(H2): 중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품신뢰도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

연구가설 3(H3): 중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품이미지에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

연구가설 4(H4): 중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품신뢰도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

본 연구는 중국기업가의 국가이미지 지각 및 효과에 있어 지역별/업종별 차이가 존재할 것이라는 점에 관심을 가진다. 앞서 이론적 배경에서도 살펴본 바와 같이 국가이미지 효과에 관한 최근의 상황론적 접근은 국가이미지의 지각 및 그 효과가 인구통계적, 사회심리적 변수등과 같은 개인적 특성에 따라 달라 질수 있으며, 경제발전 수준이나 문화적 특성 등과 같은 국가 수준의 변수에 의해서도 달라질 수 있음을 보여주고 있다(Barta et. al, 2000; Hsieh et. al, 2004; Amine et al. 2005). 기존의 연구자들은 지속적으로 ‘중국은 한 나라가 아니다’라고 주장하여 왔고(오마이젠이치, 2002; Enright et. al., 2005), 중국과 같은 나라에서는 서로 다른 지역 간에 분명한 문화적 차이가 존재한다고 지적해왔다(Child and Stewart, 1997; 백권호·안종석, 2004; 김용준 외 2007; 안종석·이동진, 2007).

한편, 한국기업의 경우 칭다오를 중심으로 한 산둥성은 초기 진출지역, 중국 연해지역인 3대 경제권역(장강삼각주, 주강삼각주, 환발해만)은 유통 및 물류의 입지적 조건으로 先 진입을 고려하는 곳이다. 최근에는 서부대개발과 중국정부의 전략적 거점지역으로 향후 발전 가능성이 높은 지역인 충칭, 서안 등의 내륙지역으로의 진출이 고려되고 있다. 이에 따라 한국기업이 이미 일찍부터 진출한 지역인 연해지역에서는 중국기업 및 글로벌 기업들 간의 경쟁이 치열한 반면, 최근 진출 고려중인 중국 내륙지역의 정부 및 기업은 한국기업의 적극적인 투자를 추진하고 있어, 중국기업이 인식하고 있는 한국 국가이미지가 한국제품 평가에 미치는 영향도 지역별로 상이할 수 있다고 가설을 제시하고자 한다. 뿐만 아니라, 중국 진출 한국기업이 대부분 제조업이었던 점을 고려하여, 업종별로도 중국기업이 인식하고 있는 한국 국가이미지가 한국제품 평가에 미치는 영향이 상이할 수 있다고 가설도 제시하고자 한다.

*연구가설 5(H5a): 지역(내륙/연해)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품이미지에 미치는 영향은 상이할 것이다.*

*연구가설 5(H5b): 지역(내륙/연해)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품신뢰도에 미치는 영향은 상이할 것이다.*

*연구가설 5(H5c): 지역(내륙/연해)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품이미지에 미치는 영향은 상이할 것이다.*

*연구가설 5(H5d): 지역(내륙/연해)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품신뢰도에 미치는 영향은 상이할 것이다.*

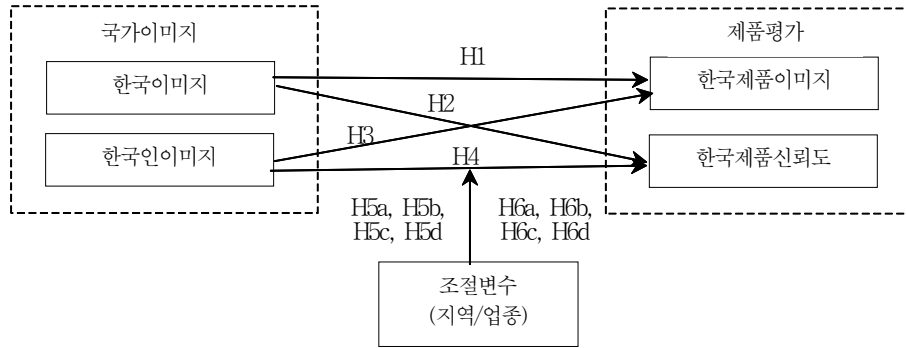
*연구가설 6(H6a): 업종(제조업/서비스업)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품이미지에 미치는 영향은 상이할 것이다.*

*연구가설 6(H6b): 업종(제조업/서비스업)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품신뢰도에 미치는 영향은 상이할 것이다.*

*연구가설 6(H6c): 업종(제조업/서비스업)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품이미지에 미치는 영향은 상이할 것이다.*

*연구가설 6(H6d): 업종(제조업/서비스업)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품신뢰도에 미치는 영향은 상이할 것이다.*

〈그림 1〉 본 연구의 모형



### III. 연구방법

본 연구는 2012년 7월 19일부터 7월 31일까지 대한무역투자진흥공사(KOTRA)가 중국 현지 컨설팅 전문기업인 베이징 호리즌 리서치사(Beijing Holizon Research)와 상하이 크레바 마케팅 리서치사(Shanghai Creava Marketing Research)에 의뢰한 설문조사에 의해 수집된 자료를 이용하였다. 이 자료는 중국 현지 전문 리서치사가 인터넷, 전화, 방문조사 방식으로 설문조사 하였고, 설문에 응한 중국기업은 총 502개사이다. 또한, 표본오차는 95% 신뢰수준에  $\pm 4.4\%$ P으로 비교적 신뢰성이 높은 자료로 평가되고 있다.

표본은 지역별로는 베이징, 상하이, 광저우, 칭다오, 다롄의 연해도시와 청두, 우한, 시안의 내륙지역에 분포하고 있다. 연해지역이 전체의 82.1%, 내륙지역이 전체의 17.9%를 차지하고 있다. 업종구성은 제조업과 서비스업이 각각 50.8%와 49.2%의 고른 분포를 보이고 있다.

〈표 1〉 표본의 특성

지역	연해(82.1%)					내륙(17.9%)		
	베이징	상하이	광저우	칭다오	다롄	청두	우한	시안
기업수	101	101	100	70	40	30	30	30
%	20.1%	20.1%	19.9%	13.9%	8%	6%	6%	6%
업종		제조업				서비스업		
기업수		255				247		
%		50.8%				49.2%		

본 연구의 독립변수로서 국가이미지는 한국이미지, 한국인 이미지로 측정하고, 종속변수로서 제품평가는 한국제품이미지, 한국제품신뢰도로 측정한다. 조절변수로 지역은 '1'(내륙), '0'(연해)로 업종은 '1'(서비스업), '0'(제조업)으로 더미변수 처리하였다.



## IV. 연구결과

기존의 중국소비자를 주로 대상으로 했다면, 본 연구는 중국 기업이 인식하는 국가이미지효과에 관한 후광모형(한국이미지 → 제품평가)을 구성하는 각각의 변수에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보고자 함으로써 차별화를 시도하였다. 즉, 중국 기업가들이 인식하는 한국이미지와 한국이미지가 한국제품이미지에 미치는 영향, 그리고 이들이 한국제품신뢰도에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

이를 위해 본고에서 이용된 관측대상기업은 총 502개이다. 이 기업들을 대상으로 STATA 11 프로그램을 이용하여 Linear regression으로 분석하였다.

〈표 2〉 실증분석에 사용한 변수의 통계치

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
한국제품이미지	502	3.798805	.809967	2	5
한국제품신뢰도	502	3.790837	.7106797	1	5
한국이미지	502	3.707171	.9602418	1	5
한국인이미지	502	3.492032	.8725901	1	5
지역(location)	502	.1792829	.3839716	0	1
업종(type)	502	.4920319	.5004352	0	1

〈표3〉, 〈표4〉 및 〈표5〉에서 볼 수 있는 바와 같이, 국가이미지 효과의 기본모형으로 상정하고 있는 후광모형은 통계적으로 지지되고 있는 것으로 나타났다. 즉, 본 연구에서 국가이미지의 두 가지 요인으로 살펴보고 있는 한국이미지와 한국인 이미지는 전반적인 한국제품평가로 살펴보고 있는 한국제품이미지와 한국제품신뢰도에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

하지만, 지역별/업종별에 따라 중국기업이 인식하는 국가이미지 효과의 모델(국가이미지→제품평가)이 상이하게 나타날 것이라는 가설은 부분 채택되었다.

〈표 3〉 가설검증 결과

가설		결과
H1	중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품이미지에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.	채택(+)
H2	중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품신뢰도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다	채택(+)
H3	중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품이미지에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.	채택(+)
H4	중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품신뢰도에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.	채택(+)
H5a	지역(연해/내륙)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품이미지에 미치는 영향은 상이할 것이다.	채택(+)
H5b	지역(연해/내륙)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품신뢰도에 미치는 영향은 상이할 것이다.	채택(+)

H5c	지역(연해/내륙)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품이미지에 미치는 영향은 상이할 것이다.	채택(+)
H5d	지역(연해/내륙)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품신뢰도에 미치는 영향은 상이할 것이다.	기각
H6a	업종(제조업/서비스업)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품이미지에 미치는 영향은 상이할 것이다.	기각
H6b	업종(제조업/서비스업)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국이미지는 한국제품신뢰도에 미치는 영향은 상이할 것이다.	채택(-)
H6c	업종(제조업/서비스업)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품이미지에 미치는 영향은 상이할 것이다.	기각
H6d	업종(제조업/서비스업)에 따라 중국 기업가들이 인식하는 한국인이미지는 한국제품신뢰도에 미치는 영향은 상이할 것이다.	채택(-)

〈표 3〉 가설검증 통계결과 -1

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
변수	한국제품 이미지	한국제품 이미지	한국제품 이미지	한국제품 이미지	한국제품 이미지	한국제품 이미지
한국이미지	0.494*** (0.039)	0.478*** (0.040)	0.489*** (0.041)			
지역* 한국이미지		0.044*** (0.016)				
업종* 한국이미지			0.011 (0.015)			
한국인이미지				0.442*** (0.041)	0.414*** (0.042)	0.432*** (0.042)
지역* 한국인이미지					0.064*** (0.016)	
업종* 한국인이미지						0.024 (0.017)
상수	1.966*** (0.153)	1.996*** (0.153)	1.968*** (0.153)	2.255*** (0.151)	2.308*** (0.153)	2.251*** (0.151)
관측치	502	502	502	502	502	502
R-squared	0.344	0.351	0.344	0.227	0.240	0.230

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

〈표 4〉 가설검증 결과 -2

변수	(1) 한국제품 신뢰도	(2) 한국제품 신뢰도	(3) 한국제품 신뢰도	(4) 한국제품 신뢰도	(5) 한국제품 신뢰도	(6) 한국제품 신뢰도
한국이미지	0.360*** (0.035)	0.349*** (0.036)	0.378*** (0.036)			
지역* 한국이미지		0.029* (0.016)				
업종* 한국이미지			-0.034** (0.014)			
한국인이미지				0.463*** (0.033)	0.455*** (0.034)	0.473*** (0.033)
지역* 한국인이미지					0.019 (0.016)	
업종* 한국인이미지						-0.023* (0.014)
상수	2.457*** (0.133)	2.477*** (0.134)	2.450*** (0.132)	2.174*** (0.123)	2.189*** (0.124)	2.177*** (0.123)
관측치	502	502	502	502	502	502
R-squared	0.236	0.240	0.245	0.323	0.325	0.327

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

## V. 요약 및 토론

기존의 국가이미지 및 국가이미지 연구가 주로 소비자(중국소비자)대상으로 연구했다면, 본 연구는 중국기업들을 대상으로 한국국가 및 한국 제품에 대해 어떻게 인식하고 있는지 살펴보고자 하였다. 구체적으로 중국기업의 한국 국가이미지가 제품평가에 어떠한 영향을 미치는지, 중국 지역별, 업종별 국가이미지효과가 어떻게 다른지 살펴보았다.

본 연구 결과, 국가이미지 효과의 기본모형으로 상정하고 있는 후광모형(국가이미지→제품평가)은

기존연구와 동일하게 통계적으로 지지되고 있는 것으로 나타났다. 이는 기업들이 타국시장으로 진출할 경우에 본국의 이미지는 타국 기업과의 교류에도 영향을 미친다는 것을 의미한다.

KOTRA(2012)의 조사에 따르면, 중국기업이 ‘한국’ 하면 가장 먼저 연상되는 것에 ‘한국드라마, 영화(30.9%)’로, 그 다음으로는 ‘김치(21.3%)’, ‘한국연예인(14.9%)’순으로 꼽은 것으로 보아, 중국기업가에게 ‘한류’가 한국을 알리는 중요한 아이콘으로 자리 잡고 있는 것으로 해석된다. 또한, 한국상품의 경쟁력은 ‘품질(41%)’이 1위이고, 그다음으로 ‘디자인(39.8%)’ 순으로 조사되었다. KOTRA(2012)의 조사와 본 연구의 통계결과를 통해 한류를 통한 국가이미지 개선은 우리나라의 제품 수출 확대 그리고 기업 간 교류 등에 의해 나타나고, 중국기업측이 한국 상품의 품질 경쟁력을 높게 평가하는데 영향을 미치는 것으로 해석된다. 이는 한국기업이 타국 시장으로 진출할 경우에 본국의 이미지가 타국기업과의 전략적 제휴 및 상호교류에 어떤 영향을 미치는지를 파악하는데 시사점을 제시하였다. 또한, 중국기업측은 한국 시장 진출 시, 또는 현재 진출해 예정인 중국기업들에게 한국 국가이미지를 활용한 투자유치 전략의 기초자료로 제공될 수 있다는 점을 시사한다.

한편, 지역별로 본 연구결과, 내륙지역의 기업들일수록 한국이미지가 한국제품이미지 및 한국제품 신뢰도에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 KOTRA(2012)의 조사와도 동일한데, 내륙소재 중국기업이 한국에 대한 호감도가 74.4%로 연해지역(57.7%)로 높았고, 한국 상품 호감도 역시 84.5%로 연해지역(23.0%)보다 4배 가깝게 많았다.

그렇다면, 왜 내륙지역의 기업들이 연해지역의 기업보다 한국국가이미지 효과가 나타나는 것인가? 우선, 후광효과와 요약개념화효과를 바탕으로 유추해보고자 한다. 후광효과는 소비자들이 특정지역에서 생산한 제품에 대한 사전지식이나 사용경험이 없을 경우라도 제조지역에 대한 이미지를 다양한 경로를 통해 지각하고 있으며, 이러한 제조지역 이미지의 지각이 해당제품에 대한 신념 형성에 직접적인 영향을 미치는 것이다. 반면, 요약개념화효과는 특정 제조지역 제품의 속성에 대한 경험을 전제하고 있으며 향후 동일한 제조지역 제품을 접하게 되는 경우에 과거에 사용했던 제품에 대한 기업이 제품에 대한 태도 형성에 직접 영향을 미친다는 것이다. 현재 중국 내륙지역의 경우, 서안지역의 삼성 반도체 공장 가동 및 충칭 지역의 현대자동차 공장 건설 계획 등 한국기업이 막 진출 시작하는 지역이며, 중국 정부의 한국기업에 대한 투자유치도 적극적인 지역이다. 즉, 내륙지역은 아직 한국에 대한 사전지식이 연해지역에 비해 적고, 한국기업의 투자유치에 적극적인 중국정부의 우호적인 태도 및 사친성 지진사태 시 한국기업의 우호적인 CSR활동 등 다양한 경로를 통해 한국 국가이미지의 후광효과가 작용했다고 본다. 반면에, 연해지역의 경우, 요약개념화효과에 따라 이미 상당한 한국기업이 진출하여 실패한 곳이기도 하고, 최근 몇 년 전의 한국기업의 ‘야반도주’ 사건 및 노무 문제 등으로 이미 좋지 않은 인식이 중국기업의 기억에 남겨져 있을 수도 있다. 또한, 연해지역은 글로벌기업 및 유수의 중국기업들과 치열한 경쟁을 하는 각축장으로 한국제품의 경쟁력이 내륙지역에 비해 낮게 인식 될 수도 있다. 이러한 근거로 내륙지역의 기업들이 연해지역의 기업보다 한국국가이미지 효과가 나타났다고 볼 수 있다.

둘째, 심리적 거리/문화적 거리의 영향을 통해 설명할 수 있다. 심리적 거리는 Tajfel (1982)의 사회정체성 이론으로 설명될 수 있다. 사회정체성 이론에 의하면 인간은 동질감을 느끼는 집단인 내집단(in-group)과 그렇지 않은 집단으로 지각하는 외집단(out-group)을 구분하는 경향을 보인다. 이에 따

라 상대적으로 내집단과 관련 대상을 호의적으로 인식하는 반면, 외집단에 대해서는 반대의 경향을 보이는 소위 “내집단 편견(in-group bias)” 현상이 나타나는 것으로 보고되었다 (Aberson, Healy, and Romero, 2000). 이처럼 특정 국가 및 관련 대상에 대한 개인의 인식도 유사한 경향을 보일 수 있다. 심리적 거리가 가까운 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. 연해지역이 이미 한류(韓流) 붐이 시들해지고 있다면, 중국 내 한류의 발원지이기도 한 후난성을 중심으로 내륙지역은 여전히 한류붐이 지속되고 있다. KOTRA(2012)의 조사에 따르면, 내륙지역의 경우, 한류에 대한 우호적인 인식이 높게 나타나, 한류가 ‘5년 이상 지속될 것’이라는 응답이 47.8%로 연해지역(24.5%)보다 높게 나타나 주목을 끌고 있다. 따라서 한류를 통한 심리적 거리·문화적거리가 가까운 국가와 그 대상에 대해서 높은 수준의 유사성을 인식하고, 이에 따라 호의적인 태도를 보일 가능성이 높다. 종합하면, 이와 같은 논리에 의해서 연해지역에 비해 한국에 대한 심리적 거리가 가까운 내륙지역에서는 한국과의 정보 흐름이 원활해지고, 동시에 한국과의 유사성 인식이 높아짐에 따라 한국에 대해 호의적 이미지를 가지고, 이는 한국제품이미지 및 신뢰도에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다.

한편, 구매희망 한국 상품에 있어서도 내륙은 IT 상품(61.1%) > 화장품(48.9%) > 의류(47.8%)순으로, 연해는 의류(60.9%) > IT 상품(40.5%) > 화장품(38.3%)순으로 꼽는 등 지역별로 서로 다르게 조사된 것으로 보아, 지역별로 중국기업들이 선호하는 한국 상품에 대한 인상과 선호품목이 다르게 나타나 우리 기업들은 중국 내 지역별 차별화 진출 전략을 세워야 할 것으로 보인다.

본 연구는, 중국기업을 대상으로 국가이미지 효과의 기본모형으로 상정하고 있는 후광모형(국가이미지→제품평가)가 증명되었으며, 특히, 중국 내륙지역이 연해지역보다 국가이미지효과를 더 발휘하는 것으로 나타나 한국기업들이 내륙지역 진출에 전략적 시사점을 제시했다고 본다. 또한, 한국 정부는 국가이미지를 향상시키기 위해 국가홍보 전략이 요구되며, 중국 내륙지역 진출에 보다 적극적인 지원 정책을 마련해야 할 필요가 있다.

## 참고문헌

- 김용준, 김주원, 문철주(2007), 중국 주요지역별 소비자의 국가이미지와 지역이미지가 제품 평가에 미치는 영향에 관한 실증연구, 국제경영연구, 18(2), 41-69
- 김용준, 박세환(2006), 중국 소비자의 원산국 효과와 원산지효과에 관한 실증연구, 현대중국연구소 Working Paper, 2006.3, 49-75
- 안종석(2014), 중국 소비자의 적대감이 국가이미지 효과에 미치는 영향, 국제경영연구, 25(2) 57-86
- 안종석(2012), 중국 소비자의 자민족중심주의와 그 효과에 관한 연구 : 라이프스타일에 따른 차이와

- 국가이미지의 조절효과, 국제경영연구, 23(3), 91-121
- 안중석(2005), 다차원적 속성의 국가이미지가 제품평가 및 브랜드 태도에 미치는 영향 : 중국 소비자를 중심으로, 국제경영연구, 16(2), 63-89
- 안중석, 김주란(2010), 중국 시장에서의 소비자 라이프스타일에 따른 국가이미지 지각과 그 효과의 차이, 동북아경제연구, 22(2), 191-234
- 안중석, 이동진(2007), 중국 시장에서 국가이미지 효과의 지역별 차이에 관한 연구, 국제경영연구, 18(4), 99-130
- 이창영(2013), 중국 민영기업, 한국 M&A 시장 진출 착수, CHINDIA JOURNAL, vol 81, 포스코경영연구소
- 한충민 (2011), 글로벌리제이션과 지역브랜드: 국가와 도시도 브랜드화가 가능한가?, 한양대학교 출판부
- 한충민, 원성빈, 김상문(2014), 심리적 거리가 한류 선호도와 한국 국가이미지에 미치는 영향, 국제통상연구, 19(1), 121-143
- Ahmed, Sadrudin A. and Alain d'Astous(2008), "Antecedents, moderators and dimensions of country-of-origin evaluations," *International Marketing Review*, 25(1): 75-106.
- Amine, L. S.(2008), "Country-of-origin, animosity and consumer response: Marketing implications of anti-American and Francophobia," *International Business Review*, 17, 402-422;
- Amine, L. S., M. C. H. Chao, and M.J. Arnold(2005), "Exploring the practical effects of country of origin, animosity, and price/quality issues: Two cases of Taiwan and Acer in China," *Journal of International Marketing*, 13(2): 114-150.
- Balbanis, G. and A. Diamantopolous, 2004, "Domestic country bias, country of origin effect, and consumer ethnocentrism," *Academy of Marketing Science Journal*, 32(1): 81-90.
- Batra, R., V. Ramaswamy, D. L. Alden, J. B. Steenkamp, and S. Ramachander, 2000, "Effects of brand local and nonlocal origin on consumer attitudes in developing countries," *Journal of Consumer Psychology*, 9(2): 83-95.
- Han, C. Min, 1988, "The role of consumer patriotism in the choice of domestic versus foreign products," *Journal of Advertising Research*, 28(June/July): 25-32.
- Han, C. Min, 1989, "Country image: Halo or Summary construct," *Journal of Marketing Research*, 26(May): 222-29.
- Insch, Gary S. and J. B. McBride, 2004, "The impact of country-of origin cues on consumer perceptions of product quality : A bilateral test of the decomposed country-of-origin construct," *Journal of Business Research*, 57(2): 256-265.
- Knight, Gary A. and Roger J. Calantone, 2000, "A flexible model of consumer country-of-origin perception," *International Marketing Review*, 17(2): 127-145.
- Laroche, Michel and M. Murali,, 2005, "The influence of country image structure on consumer evaluations of foreign products," *International Marketing Review*, 22(1): 96-115.

- Orth, U.R. and Z. Firvasova, 2003, "The role of consumer ethnocentrism in food product evaluation," *Agribusiness*, 19(1): 137–146.
- Pharr, Julie M., 2005, "Synthesizing country-of-origin research from the last decade: Is the concept still salient in an era of global brands?," *Journal of Marketing*, Fall: 34–45.
- Zhang, Yong, 1996, "Chinese consumers' evaluation of foreign products: the influence of culture, product types and product presentation format," *European Journal of Marketing*, 30(12): 50–68.
- Zhou, Lianxi and Michael King–Man Hui, 2003, "Symbolic value of foreign products in the People's Republic of China," *Journal of International Marketing*, 11(2): 36–58.

Note: Full reference will be provided upon request.

## 한미 및 한-EU FTA의 국내 기술이전 효과

### Effects of Korea-USA and Korea-EU Free Trade Agreements(FTAs) on Technology Transfer to Korea

이 철(주저자)

서강대학교 경영대학 교수

(chollee@sogang.ac.kr)

정재휘(공동저자)

서강대학교 경영대학 대우교수

(jaehwi@sogang.ac.kr)

안세영(공동저자)

서강대학교 국제대학원 교수

(syahn@sogang.ac.kr)



## 국문초록

본 연구는 한미 및 한-EU FTA 체결에 따른 국내 기술이전의 효과를 기술이전의 경로별로 살펴보았다. 이를 위해 국내 진출한 150개의 미국 및 EU 외투기업 자료를 활용하여 실증분석을 수행하였으며, 다음과 같은 분석 결과가 도출되었다. 첫째, 미국 및 EU와의 FTA로 인해 증대된 해외직접투자는 암묵적 기술이전에는 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났으며, FTA로 인해 증대된 라이선싱은 명시적 기술이전에 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, FTA로 인해 증대된 인적 네트워크는 명시적 기술이전과 암묵적 기술이전 모두에 긍정적 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 마지막으로, 전략적 제휴에 해당하는 공동 R&D는 암묵적 기술이전을 촉진하는 경로인 것으로 나타났다.

본 연구의 학문적 기여는 FTA 체결에 따른 국내 기술이전 효과를 명시적 기술이전과 암묵적 기술이전으로 나누어서, 각 기술이전 경로별로 효과를 실증적으로 분석하였다는 점이다. 그리고, 이러한 분석결과를 기반으로 하여 미국과 EU로부터의 보다 효과적인 기술이전 촉진을 위한 정책 방향을 제시하였다는 것이 본 연구의 정책적 시사점이다.

▶ Keywords : 한미 FTA, 한-EU FTA, 국제 기술이전, 명시적 기술이전, 암묵적 기술이전

## I. 머리말

FTA는 참여 당사국 간 상품, 서비스 교역 및 투자에 있어서의 관세와 비관세 장벽을 철폐함으로써 참여국간 경제를 통합하는 효과를 가져 온다. 국내의 지역 간 소통과 교역이 고속도로의 개통으로 활발해지듯이 FTA는 국가 간 경제적인 소통을 활발히 한다는 점에서 국가 간 경제고속도로(economic highway between participating countries)라고 할 수 있다. 경제고속도로로서 FTA는 국가 간 거래비용의 절감을 가져와 상품 뿐 아니라 기술 및 서비스 교역을 활발하게 하는 효과가 있다(Kwak, 2012). 또한 FTA는 투자자에 대한 보호를 규정하고 투자 장벽을 제거함으로써 참여 당사국간 해외직접투자 및 기술이전을 촉진하는 제도적 장치가 되고 있다(김동희, 2011).

기술의 국가 간 이전은 라이선싱을 포함한 전략적 제휴와 해외직접투자를 통한 방식으로 주로 이루어지며, 제품에 내재되어 있는 기술뿐만 아니라 이를 활용하고 운영하는 정보 및 지식을 포함하는 기술이전은 합작투자 등 소유권 기반의 제휴를 통하여 이루어지는 경우가 많다. 또한 독점기술, 첨단기술 및 핵심기술일수록 해외직접투자를 통한 직접적인 방식으로 기술이 내부 이전되는 경향을 나타낸다(Davidson and McFetridge, 1985; Vickery, 1986, Dhanaraj, Lyles, Steensma and Tihanyi, 2004; Raff, 2004).

2011년 7월 EU와의 FTA가 비준 된지 2년이 넘었고 2012년 3월에는 그간 국내 비준 문제로 진통을 겪던 미국과의 FTA가 발효됨에 따라, 우리나라와 두 거대 경제권간의 FTA를 통한 경제통합이 본격적으로 이루어질 것으로 예상된다. FTA를 통한 경제통합이란 교역증대 및 투자 활성화와 함께 기술 측면에서도 한국과 두 경제권간의 협력관계가 긴밀해지는 것을 의미한다. 우리나라의 경제규모는 세계 15위로 2008년 이후 5년째 제자리걸음을 하고 있어(IMF, 2013) 향후 지속 성장을 위해서는 자체 기술 개발 뿐 아니라 미국과 EU 등으로부터 선진기술을 적극적으로 도입하여 산업구조를 고도화 시키고 생산성을 향상시킬 필요가 제기된다. 더불어 이러한 연구를 통해 향후 우리나라의 산업기술 촉진정책을 결정하는데 있어서 FTA를 통한 선진국 기술의 국내 이전 효과를 극대화 할 수 있는 정책 개발에 도움을 줄 수 있을 것이다.

이러한 관점에서 본 연구의 목표는 한미 및 한-EU FTA가 국내 기술이전에 미치는 효과를 살펴보는 것이다. 보다 구체적으로는, 미국 및 EU와의 FTA 체결에 따른 국내 기술이전(명시적 및 암묵적 기술) 효과를 주요 경로별(해외직접투자, 라이선싱, 인적 교류, 공동 연구개발 등)로 구분하여 살펴보는 것이다. 그리고, 마지막으로 본 연구의 시사점으로 미국과 EU와의 FTA 체결을 통한 국제 기술이전을 보다 효과적으로 촉진하기 위한 정부정책을 제시한다.

## II. 선행연구

### 2.1 국제 기술이전 경로에 관한 기존연구

국제 기술이전은 해외직접투자, 라이선싱 방식, 공동 연구개발 및 기술 교류, 인적 교류 등 다양한 형태의 경로를 통해 이루어진다. 이러한 기술이전의 형태는 크게 두 가지 개념으로 구분하여 살펴볼 수 있는데 첫째, 해외직접투자를 통한 소유권 기반의 기술이전이며, 두 번째는 소유권이 없는 라이선싱 방식의 기술이전이다.

국제 기술이전의 대표적 이전 경로로서 해외직접투자를 먼저 살펴볼 수 있다. Lichtenberg와 van Pottelsberghe(1996, 2001), Saggi(2002)의 연구에서는 해외직접투자, 특히 다국적기업에 의한 해외직접투자가 국제 기술이전에 있어서 중요한 기술이전 경로가 되고 있음을 실증적으로 설명하였다. Hejazi와 Safarian(1999)은 G-7 국가로부터 OECD 국가에 대한 무역과 해외직접투자 자료를 분석하여 해외직접투자가 무역보다 더욱 중요한 기술이전 경로임을 실증적으로 제시하였다. 같은 맥락에서 Moran(2004)은 국내 기업이 투자 공여국에 위치한 모기업과 국제 간 공급 연결 체계에 연계되어 있고, 해외직접투자 유입 규제 정책이 적을수록 해외직접투자를 통한 기술이전이 활발함을 주장하였다. 또한 Larrain, Lopez-Calva and Rodriguez(2000)는 인텔이 코스타리카에 대한 1990년대의 R&D 센터 설립 관련 해외직접투자가 코스타리카로의 기술이전에 긍정적 영향을 미쳤음을 실증하였다. 그리고,

Branstetter(2001)는 미국에 진출한 일본의 다국적 기업들의 자료를 활용하여 일본에 위치한 본사로부터 미국 현지법인에 직접투자를 할 경우, 국제 기술이전 효과가 있다는 것을 실증적으로 분석하였다. 또한, 이응석과 이재유(1999)는 국내기업 입장에서 해외직접투자의 중요한 측면 중 하나는 라이선싱을 통해서 얻어낼 수 없는 첨단기술을 도입할 수 있다는 점을 강조한다. 이는 외국인 투자기업과의 합작 투자 체결 등 직접투자를 통해 외국인 투자기업에 근무하고 있는 기술 인력을 현지기업이 고용함으로써 첨단기술을 보다 용이하게 도입할 수 있기 때문이다.

국제 기술이전의 또 다른 경로로서 소유권이 없는 제휴 및 협력, 라이선싱 계약 형태의 이전 경로를 살펴볼 수 있다. 라이선싱 계약은 일반적으로 생산이나 판매에 관한 권리, 기술 정보 및 경영 정보 등에 관한 사용권을 규정하는 항목들을 포함하는데, 라이선싱이 개도국에 대한 기술이전에 효과적으로 작동함을 보고한 과거 연구가 제시되고 있다(Glass and Saggi, 1998). 하지만, 소유권이 없는 계약방식의 기술이전은 기술유출의 위험 등 거래비용이 발생되기 때문에 암묵적인 기술, 독점 기술, 최신 기술 등은 계약에 의한 방식으로 이전되기가 어렵다. 즉, 암묵적이고 독점적인 기술을 시장거래를 통해 이전할 경우 기술계약의 체결, 협상, 계약준수에 관한 사전적 비용과 기술계약의 이행여부의 감시비용 등 사후적 비용이 발생함을 의미한다(박승찬, 2008; 이응석, 이재유, 1999; Teece, 1986, Kim, 2013). 이와 같은 맥락에서, Aulakh, Jiang과 Pan(2009)은 라이선싱 기술의 혁신성과 자산 특유성이 높을수록 독점 라이선싱 방식의 계약을 통해 거래비용을 최소화하고자 경향을 나타낸다고 주장하였다. 반면, Helpman(1997)과 Frantzen(2007)의 연구에서는 경제규모가 큰 기술선진국들은 기술 선도국간의 직접 투자를 통해 더 큰 경제적 파급효과를 얻는 반면, 소규모 경제권에 속한 국가들은 기술무역, 즉 라이선싱 방식의 기술이전을 통해 더욱 큰 기술 확산 효과를 얻는다고 주장하였다.

또 다른 국제 기술이전 경로로 인적 교류와 접촉 등 국제 인적 네트워크를 들 수 있다. Keller(1998)는 인적 접촉, 혹은 장기간의 학습과 숙련이 필요한 암묵적 기술의 경우 다양한 형태의 인적 교류나 교환 제도를 통하여 국제 기술이전이 이루어진다고 주장하였다. 이를 위해서는 기술 수입국 정부, 기업 등의 국제간 인적교류나 환입에 대한 수용능력과 제도가 필요하다는 견해를 제시하였다. 이와 같은 맥락에서 최근 일부 연구(Madden and Savage, 2000; Zhu and Jeon, 2007)에서는 의사소통 및 협력을 위한 수단으로서 정보통신의 중요성을 제시하였다. 이들 연구에서는 문서화되기 어려운 암묵적인 지식은 발전된 정보통신망을 통하여 신속하고 저렴한 비용으로 국제 기술이전이 수행됨을 실증적으로 밝혀냈다.

이상에서 살펴본 국제 기술이전 경로 중 라이선싱과 같은 계약에 의한 기술이전과 해외직접투자를 통한 기술이전은 다음 요인들에 의해 영향을 받는다. 첫째, 선발기업의 경쟁상황이 변수로 작용할 수 있다. 소수의 기업만이 보유한 독점적 기술의 경우, 이를 보유한 기업들은 자사가 지닌 기술은 폐쇄적인 방식(해외직접투자 등)에 의해 이전하고자 하며, 대다수의 기업들이 비슷한 기술을 보유하고 있는 경우 라이선싱 또는 전략적 제휴와 같은 다른 기업과의 계약 및 협력을 통해 관련 기술을 이전하고자 한다(Kogut, 1988, Tsang, 1997). 둘째, 선발기업이 보유한 기술이 최신 기술일수록 라이선싱 방식 보다는 해외직접투자를 통해 관련 기술을 이전하고자 한다(Mansfield, Romeo, and Wagner, 1979, Kogut and Zander, 1995). 셋째, 선발기업이 보유한 기술이 사업유지에 핵심이 되는 경우 기업 간(inter-firm)

기술이전보다는 기업 내(intra-firm) 자체적인 기술이전방식이 선호된다(Davidson and McFetridge, 1985).

이상의 내용을 종합해 볼 때, 기술제공 기업이 보유한 기술이 독점적인 기술, 최신기술, 첨단기술, 핵심기술일수록 계약에 의한 기술이전 방식 대신에 해외직접투자 즉, 내부 거래 방식을 통해 기술을 이전하고자 하는 경향을 나타낸다. 반면 대다수의 기업들이 보유한 범용기술이거나 개발된 지 오래된 기술, 일반기술, 사업유지와 관련이 적은 기술일수록 국제 기술이전을 위해 라이선싱 방식과 같은 시장거래 방식을 활용하는 것으로 밝혀졌다.

## 2.2 FTA의 기술이전 효과에 관한 기존연구

FTA는 참여 당사국간 관세 및 비관세장벽 철폐(혹은 부분적, 단계적 철폐)로 상품과 서비스의 무역이 증대하고, 다국적기업으로부터 생산요소 및 자본유입을 통한 해외직접투자 유치효과가 발생하여 국가경제 전반의 생산성을 증대시키는 효과를 가져 온다(김동희, 2011). 이러한 FTA 체결이 국제 기술이전에 미치는 효과를 살펴본 연구(et al., Da La Potterie and Lichtenberg, 2001; Eaton and Kotum, 2001, 2002; Keller, 1998; Saggi, 2002)는 주로 경제학 관점에서 산업차원의 접근법을 통해 이러한 효과를 설명하고 있다. 또한, 이들 연구에서는 FTA의 기술이전 효과를 경제전반에 미치는 연구개발투자 증대의 관점(international R&D spillover)으로 설명하고자 하는 경향을 나타낸다.

FTA가 역내 회원국 간에 미치는 무역 창출 및 무역 전환 효과에 중점을 두는 정태적 분석(static analysis)에 의하면 FTA의 경제후생 증대 효과가 크지 않거나, 오히려 줄어들 수도 있는 것으로 분석되고 있다(e.g., Bhagwati and Panagariya, 1996; Panagariya, 1999; Schiff and Winters, 2003). 반면, 규모의 경제효과 및 국제 기술이전 효과를 모두 감안한 동태적 분석(dynamic analysis)에 의하면 FTA의 경제적 후생효과가 크게 늘어나는 것으로 분석되고 있다(Hafner, 2011; Schiff and Wang, 2004). Schiff와 Wang(2004)은 NAFTA 체결이 멕시코 경제에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였는데, 이 연구에 의하면, 1994년 NAFTA 체결 이후 미국과 캐나다가 멕시코 제조 부문의 총요소 생산성(TFP)을 5.5%~7.5% 정도 증대시킨 것으로 추정하였다. 이는 NAFTA 체결이 멕시코에 대한 기술이전을 통하여 멕시코 경제성장에 크게 기여한 것을 보여주는 실증결과이다. Hafner(2011)의 연구에서는 FTA를 통한 시장 확대 및 자유무역 효과와 더불어 국제 간 기술이전에 힘입어 후발 개도국이 경제성장 및 동, 서유럽 간 경제격차가 해소된 것으로 보고하고 있다.

한편, 일부 연구에서는 특허 인용 건 등 기술이전에 관한 직접적인 측정지표를 사용하여 FTA의 국제 기술이전 효과를 설명하고자 하였다. Peri(2005)는 서유럽과 북미를 147개 지역으로 나누고 중력식(gravity-type) 추정법을 사용하여 지역 간 기술이전 형태가 어떠한지를 분석하였는데, 지역 간의 거리, 국경, 다른 언어 사용 등이 기술이전에 부정적인 영향을 주는 반면, FTA 등 무역 공동체는 기술이전을 촉진시키는 역할을 한다고 주장하였다. 이와 같은 맥락에서 Branstetter(2006)는 국제 간 교차발명특허를 출원한 외국기업이 현지 해외직접투자를 하여 실제로 생산 활동에 참여할 때에 비로써 기업차원의 구체적인 기술이전이 이루어진다는 가정을 설정하고, 미국에 진출한 일본 기업이 출원한

특허와 해외직접투자 자료를 사용하여 이러한 가정이 사실임을 실증적으로 증명하였다. 즉 FTA에 의해 국제 기술이전의 중요한 경로인 해외직접투자가 증대되고, 그 결과 국제 기술이전이 촉진된다는 것이 이 연구의 결론이다.

FTA가 해외직접투자에 미치는 영향에 관한 대부분의 연구들(et al., Baltagi, Eager and Pfaffermayr, 2007; Blomstrom and Kokko, 1997; Raff, 2004)은 FTA를 통한 경제통합은 해외직접투자 유입에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고하고 있다. Blomstrom과 Kokko(1997)는 FTA 체결이 기업의 시장 활동에 대한 효율성을 높여줌에 따라 성장을 이끄는 동인을 제공하며, 그 결과 해외직접투자가 증가한다고 주장하였다. 따라서, 이러한 과거 연구를 통해 FTA는 해외직접투자를 증대시키며, 이러한 해외직접투자의 증대 결과로 기술이전도 증가한다는 결론을 이끌어 낼 수 있다. 그러나, 전체적으로 FTA의 기술이전 효과에 대한 과거 연구는 FTA가 무역창출, 해외직접투자 증대, 회원국 간 정보통신 및 인적 기반확충 등을 통하여 회원국 간 기술이전이 보다 활발히 일어나 생산성 증대를 가져오는 것으로 보고 있다. 하지만, 각 기술이전 경로별로 FTA의 국제 기술이전 효과를 구체적으로 밝히고 있지 못하다. 따라서 본 연구에서는 한미 및 한-EU FTA 체결에 따른 국내 기술이전 효과를 기술이전 경로별로 구분하여 살펴보고자 한다.

## III. 연구모형 및 가설설정

### 3.1 연구모형

본 연구에서는 지금까지 검토한 기존 연구를 토대로, 국내에 진출한 미국 및 EU 합작투자기업을 대상으로 하여 한미 및 한-EU FTA 체결에 따른 기술이전 효과를 실증 분석하였다. 앞서 살펴본 바와 같이 국제 기술이전에 관한 연구는 상당히 이루어졌지만, 기술이전의 경로에 초점을 둔 연구는 매우 미흡한 실정이다. 이에 본 연구에서는 국제 기술이전의 경로 관점에서 FTA 체결에 따라 각 기술이전 경로가 명시적 기술 및 암묵적 기술 이전에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다.

국제 기술이전이 이루어지는 경로는 크게 다섯 가지 유형으로 분류하여 살펴볼 수 있다. 첫 번째 경로는 해외직접투자를 통한 기술이전으로서 이는 과거 연구에서 국제 기술이전의 주요한 경로임이 다수 보고되었다(et al., Kogut and Zander, 1995). 특히, 모기업과 해외자회사 간 단독투자 형태의 기술이전(김경·한승두, 2006; 최순규, 2003; Gupta and Govindarajan, 2000)과 해외합작 파트너 간의 기술이전에 대한 연구들(이철·박찬수, 2010; Lane, Salk and Lyles, 2001)이 주로 다루어졌다. 둘째, 무역을 통한 국제 기술이전 경로는 수입과 수출을 통해 기술이 이전되는 것으로서, 주로 거시적 관점에서 경제학 분야에서 주로 연구가 이루어졌다(Bessant and Francis, 2005). 세 번째 경로는 계약을 통한 국제 기술이전 경로로서 라이선싱 방식의 기술이전이 이에 해당된다. 특히, 문서화(codify)하기 용이한 명시적

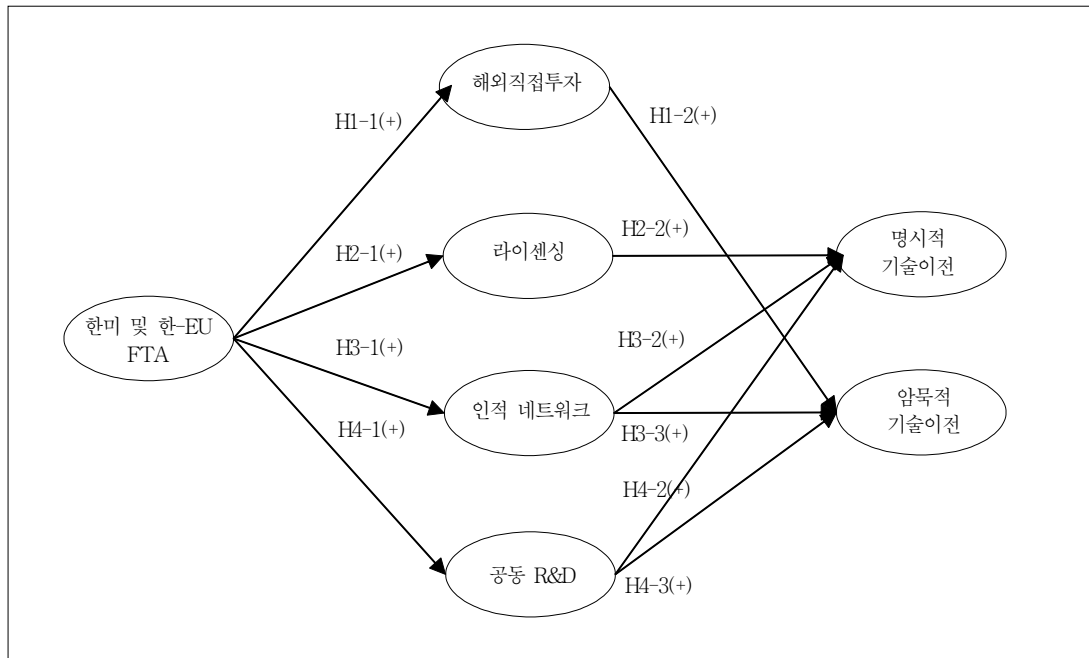
기술의 경우, 이러한 경로를 통해 기술이전이 이루어진다는 결과가 보고되었다( Aulakh et al., 2009). 네 번째 경로는 인적 네트워크를 통한 국제 기술의 이전으로서 이러한 경로는 비공식적인 인적 네트워크나 인적 접촉을 통해서 기술이 이전되며, 명시적 기술 뿐 아니라 문서화하기 어려운 암묵적 기술의 이전 경로로도 주로 활용된다(Dhanaraj et al., 2004; Park, Vertinsky and Lee, 2012). 마지막 경로는 전략적 제휴를 통한 이전으로서 비교적 최근 기술협정, 공동 연구개발과 같은 전략적 제휴를 통한 국제 기술이전에 관한 연구가 활발히 이루어지고 있다(Kotabe, Dunlap-Hinkler, Parente and Mishra, 2007; Simonin, 2004).

본 연구의 목적인 한미 및 한-EU와의 FTA 체결이 국제 기술이전에 미치는 효과를 살펴보기 위해서는 우선, 과거 연구에서 규명된 주요 국제 기술이전 경로가 FTA 체결 이후 어떠한 영향을 받을지에 대해 먼저 살펴볼 필요가 있다. 구체적으로는 FTA 체결이 회원국 간의 해외직접투자, 무역, 라이선싱, 인적 네트워크, 전략적 제휴와 같은 기술이전의 경로를 증대시킬지에 대해 살펴보아야 한다. FTA 체결이 양국 간의 무역을 증진시킨다는 것에 대한 연구는 과거 산업차원의 경제학 관점에서 상당한 연구가 이루어졌다. 따라서 본 연구에서는 기업차원의 미시적 관점에서 FTA가 해외직접투자, 라이선싱, 인적 네트워크, 전략적 제휴(본 연구에서는 공동 R&D)와 같은 국제 기술이전 경로에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다.

FTA가 체결되면 회원국 간의 시장통합이 이루어지며, 제품 및 서비스 시장의 규모가 커지고, 이에 따라 기술이전의 로열티 및 인센티브가 커질 것으로 예상된다. 또한 시장개방에 따라 기술의 표준화가 점차 가속화되고 지적재산에 대한 보호 조치가 더욱 강화됨에 따라 기술이전이 보다 용이해지고 기술이전에 따른 전수비용은 감소할 것으로 기대된다. 이러한 논리에 따라 미국 및 EU와의 FTA가 체결되면 회원국 간의 해외직접투자 및 라이선싱을 통한 기술이전이 증대될 것으로 예상된다.

또한 FTA가 체결되면 미국 및 EU 기업과 국내 기업 간 커뮤니케이션 및 협력관계가 증대되고, 인적 교류 및 접촉에 대한 장벽이 점차 줄어들게 된다. 즉, 보다 활발한 인적 교류가 이루어지며 그 결과, 명시적 지식 뿐 아니라 문서화하기 어려운 암묵적 기술이 증대된 인적 교류라는 채널을 통해 보다 효과적으로 이전될 것으로 예상된다. 마지막으로 FTA 체결은 공동 연구개발과 같은 전략적 제휴에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 왜냐하면 기술이전에 대한 장벽이 줄어들고 시장의 규모가 커짐에 따라 양국 간의 협력을 통해 비 FTA 체결국인 제 3국에 대한 공동대응 및 진출에 대한 인센티브가 더욱 커질 것으로 예상되기 때문이다. 따라서, 미국 및 EU와의 FTA가 체결되면 공동 연구개발과 같은 전략적 제휴를 통해 기술이전이 증대될 것으로 예상된다. <그림 1>은 이러한 논리를 그림으로 도식화한 본 연구의 연구모형이며, 아래에서 개발될 가설을 가설 1-1에서 가설 4-3까지 나타내고 있다

〈그림 1〉 연구모형



### 3.2 가설설정

전 세계적으로 폐쇄 경제적 성향을 극복하고 개별적 협상을 통해 개방을 추구하는 FTA 체결은 양국 간의 경제, 정치 등에 전반적인 영향을 미치고 있으며, 특히 단순하게 생산품의 교역을 다루는 무역 부문 뿐 아니라 노동, 자본, 기술 등 생산요소의 이동을 중시하는 해외직접투자 부문에서도 중요한 영향을 미치고 있다(정진섭·이민재, 2012). FTA가 해외직접투자에 미치는 영향에 관한 연구들(et al., Baltagi et al, 2007; Blomstrom and Kokko, 1997; Raff, 2004)은 FTA를 통한 경제통합은 해외직접투자 유입에 긍정적 영향을 미치는 것으로 보고하고 있다. 구체적으로 Baltagi et al,(2007)은 FTA 체결이 기업의 시장 활동에 대한 효율성을 높여줌에 따라 성장을 이끄는 동인을 제공하며, 따라서 해외직접투자도 증가한다고 주장하였다. 같은 맥락에서 Raff(2004)의 연구는 지역경제통합을 체결한 많은 개발도상국들은 무역 자유화를 통해 투자창출 효과 및 투자전환 효과를 가져와 해외직접투자 유치로 경제발전을 촉진한다고 주장하였다.

현지구 입장에서 해외직접투자의 가장 중요한 혜택 중 하나는 국내기업들이 라이선싱 방식을 통해서 획득하기 어려운 암묵적 기술 및 첨단기술을 도입할 수 있다는 점이다(이웅석·이재유, 1999, Saggi, 2002). 즉, 외국투자기업으로부터의 직접적 투자를 통해서 보다 효과적으로 기술을 이전받을 수 있다는 것을 의미한다. 특히 국내 외국인 자회사가 도입하는 기술이 도면 등에 명문화하기 어려운 기술이거나 혹은 사람에게 체화된 기술 즉, 암묵적 기술일수록 투자 모기업으로부터 기술도입이 촉진되

는 경향이 있다(Kogut and Zander, 1993, Kim, 2013). 이러한 관점에서 Shan과 Song(1997)은 외부 지식을 효과적으로 학습할 수 있는 수단으로 해외직접투자를 제시하고 있다. 특히, 해외직접투자는 현지 기술자들을 고용하거나 현지에 국내 기술자들을 파견할 수 있을 뿐 아니라 현지의 첨단기술을 보유한 기업과 합작을 체결할 수 있으며, 이 과정을 통해 현지 기업들은 암묵적 기술을 보다 효과적으로 학습할 수 있게 된다. 이러한 논리 및 선행연구 결과를 기반으로 하여 다음과 같은 가설을 설정한다.

*가설 1-1: 한미 및 한-EU FTA 체결 이후 미국 및 EU 기업의 국내 직접투자는 증가할 것이다.*

*가설 1-2: 한미 및 한-EU FTA로 증가한 국내 직접투자는 암묵적 기술이전에 긍정적 영향을 미칠 것이다.*

국제 기술이전의 두 번째 경로는 계약을 통한 국제 기술이전 경로로서 라이선싱을 통한 기술이전이 여기에 해당된다. FTA가 체결되면 양국 간의 시장 및 경제통합으로 인하여 시장의 규모가 커지게 되고 중국적으로 기술이전의 로열티 및 인센티브가 커질 것으로 예상된다. 또한, 경제통합에 따라 기술 표준화 및 지적재산에 대한 보장이 강화되어 기술이전에 따른 전수비용이 감소하는 등 보다 용이한 기술이전 환경이 제공되어 양국 간의 라이선싱이 증대될 것으로 예상할 수 있다. 하지만, 인적 체화된 암묵적 기술은 문서나 구두로 명확히 설명하고 전달하기가 어려워 시장거래 방식인 라이선싱을 통해 이전되기가 어렵다(Kim, 2013; Simonin, 1999a, 1999b). 또한, 암묵적 기술은 일반적으로 기술제공기업에게 특유된 인적 체화기술의 특징을 나타낸다(Nonaka, 1994). 이러한 암묵적이고 특유성이 높은 기술을 라이선싱 방식과 같은 시장거래를 통해 이전할 경우 높은 거래비용을 발생시킬 수 있기 때문에 기술제공기업은 내부거래를 통한 기술이전 방식을 선호한다. 즉, 라이선싱 방식은 문서화가 용이한 명시적 기술 이전에 적합한 기술이전 경로라 할 수 있으며, 이러한 논리에 따라 다음과 같은 가설을 설정한다.

*가설 2-1: 한미 및 한-EU FTA 체결 이후 미국 및 EU 기업과의 라이선싱은 증가할 것이다.*

*가설 2-2: 한미 및 한-EU FTA로 증가한 라이선싱은 명시적 기술이전에 긍정적 영향을 미칠 것이다.*

또한 FTA가 체결되면 미국 및 EU 기업과 국내 기업 간 커뮤니케이션 및 협력관계가 증대되고, 인적 교류 및 접촉에 대한 장벽이 점차 줄어들게 된다. 즉, FTA를 통해 보다 활발한 인적 교류가 이루어질 것으로 기대되며, 그 결과, 명시적 지식 뿐 아니라 문서화하기 어려운 암묵적 기술이 인적 교류 채널을 통해 보다 효과적으로 이전될 것으로 예상된다.

Argote(1999)는 지식이 이전되는 세 가지 경로를 다음과 같이 설명하였다. 첫째는 직원 교육 프로그램과 같은 공식적인 경로, 둘째는 개인적 접촉 등 비 공식적 네트워크를 통한 관계적 경로이며, 마지막은 산업보고서와 같은 외부 경로로 구분할 수 있다. Rulke, Zaheer 와 Anderson(1998)은 이중에서 개인적 접촉 등 비 공식적인 네트워크를 통한 관계적 경로가 가장 효율적인 기술이전의 경로라고 주장하였다. 왜냐하면 노하우와 같이 사람에게 체화된 암묵적 기술인 경우에는 도면이나 설비 이전만으로는



기술이전을 완결시킬 수 없고 대신 기술 공급자와 도입자간의 직접적인 접촉(face to face)을 통해 이전 되기 때문이다. 같은 맥락에서, 이장로 외(2006)는 이전되는 기술의 일부는 문서로서 완벽히 표현될 수 없기 때문에 문제해결을 위해서는 직접 만나서 대화하고 교감을 나눔으로써 상호관계를 친밀하게 하는 것이 기술이전을 촉진하는 중요한 요인이 된다고 주장하였다. Gupta와 Govindarajan(2000)은 지식이전 대상기업 간 풍부한 커뮤니케이션 및 인적 접촉은 성공적 지식이전을 촉진하는 요인으로 작용함을 증명하였다. 또한, 공식 또는 비공식 채널을 통한 인적 네트워크는 정보공유의 채널 및 협력을 증진시키고(Szulanski, 1996), 이는 명시적 기술이전 뿐 아니라 암묵적 기술이전 모두에 긍정적인 영향을 미친다(이장로 외, 2006; Dhanaraj et al., 2004; Park et al., 2012). 따라서, 다음과 같은 가설을 설정한다.

*가설 3-1: 한미 및 한-EU FTA 체결 이후 미국 및 EU 기업과의 인적 네트워크는 증가할 것이다.*

*가설 3-2: 한미 및 한-EU FTA로 증가한 인적 네트워크는 명시적 기술이전에 긍정적 영향을 미칠 것이다.*

*가설 3-3: 한미 및 한-EU FTA로 증가한 인적 네트워크는 암묵적 기술이전에 긍정적 영향을 미칠 것이다.*

FTA 체결은 공동 연구개발과 같은 전략적 제휴에 긍정적 영향을 미칠 수 있다. 왜냐하면 기술이전 에 대한 장벽이 줄어들고 시장의 규모가 커짐에 따라 양국 간의 협력을 통해 비 FTA 체결국인 제 3국 에 대한 공동대응 및 진출에 대한 인센티브가 더욱 커질 것으로 예상되기 때문이다. 따라서, 미국 및 EU와의 FTA가 체결되면 공동 연구개발과 같은 전략적 제휴가 증대될 것으로 예상된다.

전략적 제휴는 두 개 이상의 독립적인 기업이 지속적인 협력관계를 구축하는 것을 내용으로 하는 기업 간 협약을 의미하며 공동 연구개발, 공동 마케팅 등 기업경영의 전반적 범위에 걸쳐 이루어질 수 있다(Parkhe, 1993). 본 연구에서의 전략적 제휴는 기술이전과 관련성이 높은 공동 연구개발로 한정하 여 살펴보고자 한다. 우선, 미국 및 EU와의 FTA가 체결되면 공동 연구개발과 같은 전략적 제휴를 통 해 기술이전이 증대될 것으로 예상할 수 있다. 왜냐하면 FTA를 통해 기술이전에 대한 장벽이 줄어들 고, 시장의 규모가 커짐에 따라 양국 간의 협력을 통해 비 FTA 체결국인 제 3국에 대한 공동대응 및 진출에 대한 인센티브가 더욱 커질 것으로 예상되기 때문이다. 특히, 기술이전과 관련한 최근 연구(박 종훈·김창수, 2010; Dussauge, Garrette and Mitchell, 2000)에서는 기존의 기술에 보완적인 기술 역량 이나 새로운 기술 역량을 흡수하기 위한 목적으로 전략적 제휴가 많이 이루어지고 있음을 보여주고 있다. 전략적 제휴를 통해 기업은 제휴 파트너로터 어떻게 기술을 확보해야 하는지에 대한 노하우를 더욱 잘 개발하게 되며, 특정 파트너 기업과 반복적으로 제휴 관계를 가지게 되면 파트너 기업에 대한 정보가 누적되어 친밀성이 증가하게 되기 때문이다. 결과적으로 FTA를 통해 증대된 공공 R&D는 양 국 기업 간 명시적 기술 및 암묵적 기술이전을 촉진하는 역할을 할 것이다. 이에 따라 다음과 같은 가 설을 설정한다.

*가설 4-1: 한미 및 한-EU FTA 체결 이후 미국 및 EU 기업과의 공동 R&D는 증가할 것이다.*

가설 4-2: 한미 및 한-EU FTA로 증가한 공동 R&D는 명시적 기술이전에 긍정적 영향을 미칠 것이다.

가설 4-3: 한미 및 한-EU FTA로 증가한 공동 R&D는 암묵적 기술이전에 긍정적 영향을 미칠 것이다.

## IV. 연구방법

### 4.1 표본선정 및 자료수집

본 연구의 목적은 한미 및 한-EU FTA 체결에 따른 국제 기술이전 효과를 분석하는 것이다. 따라서, FTA 체결 이후 미국 및 EU로부터의 기술이전 효과가 직접적으로 나타날 것으로 예상되는 국내 진출 미국 및 EU 합작법인을 연구대상으로 선정하였다. 본 연구의 표본 집단은 KIS-Value(한국신용평가정보 데이터베이스)가 보유하고 있는 외국인 투자기업 중에서 선별하였다.

외국인 투자기업은 외국인 투자촉진법(2조 1항 6호, 시행령 2조)에 규정된 ‘외국 투자자가 출자한 기업’을 가리키는데, 해외직접투자금액이 5,000만원 이상이고 투자비율이 10% 이상인 기업으로 정하고 있다. 본 연구에서는 KIS-Value가 보유하고 있는 2,526개 외국인 투자기업을 대상으로 다음과 같은 다섯 가지 기준을 통해 표본 집단을 선정하였다. 첫째, 국내진출 외투기업 중 제조업, 둘째, 투자 본국(본사 소재국)이 미국 및 EU 국가인 기업, 셋째, 투자 기업의 투자 비율이 10% 이상인 기업, 넷째, 투자 금액이 5만 달러 이상인 기업, 다섯째, 종업원 수 10인 이상인 기업, 이상의 기준을 충족시키는 442개 표본기업을 대상으로 일일이 전화를 걸어 미국 및 EU 투자기업과의 기술 협력을 담당하는 관리자급 이상의 책임자를 파악한 후 설문을 발송하였다. 또한 미국계 외투기업에는 한미 FTA의 효과를 묻는 설문서를 송부하였으며, EU 외투기업에는 한-EU FTA의 효과만을 묻는 설문지를 송부하였다. 또한, 회수율을 높이기 위하여 설문을 발송한 후에 책임자와 직접적인 전화로 본 연구의 목적 및 설문 내용에 대해 설명하고 협조 요청을 하였다. 설문회수가 이루어지지 않은 기업에는 반복적인 전화 요청을 통해 설문에 응할 수 있도록 독려하였으며, 직접 전화 통화를 하지 못한 기업에는 팩스로 협조 요청을 하여 설문에 응할 수 있도록 하였다. 그 결과 154개 기업에서 설문이 회수되었으나, 불충분한 응답을 한 설문 4개를 제외하고 150개 설문이 실제 분석에 사용되었다.

### 4.2 표본의 현황

본 분석에 활용된 표본기업의 응답자 현황은 아래와 같다. 전체 표본 중 미국 외투기업이 전체의 40%, EU 외투기업이 전체의 60%를 차지하고 있으며, 응답부서는 개발부서 및 관리부서가 전체의

87%를 차지하고 있다. 응답기업의 평균 매출액은 1,753억 원이고 평균 종업원 수는 263명이다. 회사 설립 이후부터 기업이 존속된 기업연령은 평균 21년인 것으로 나타났다.

표본기업의 주요 기술도입 경로를 1순위부터 3순위까지 복수응답으로 조사한 결과(복수응답 기업 25개 포함하여 총 175개 기업이 응답), 해외직접투자를 통해 관련 기술을 도입하고 있는 기업이 전체의 42.3%이며, 라이선싱 방식은 12.6%, 인적 네트워크와 공동 R&D를 통해 기술도입을 하고 있는 기업은 각 6.9%와 16%인 것으로 나타났다(표 1 참조).

〈표 1〉 표본기업의 주요 기술이전경로 빈도

기술도입 경로	1순위	2순위	3순위	빈도(누계)	비중
해외직접투자	57	16	1	74	42.3%
라이선싱	21	1		22	12.6%
인적 네트워크	10	2		12	6.9%
공동 R&D	23	4	1	28	16.0%
무응답	39			39	22.3%
누계	150	23	2	175	100.0%

#### 4.3 변수의 측정

설문지에 사용된 변수의 측정치를 살펴보면 아래 <표 2>와 같으며, 설문에 사용된 모든 측정치는 리커트 7점 척도를 사용하였다. 본 연구의 종속변수에 해당하는 기술이전의 정도는 과거 연구(et al., 이철·박찬수, 2010; Argote and Ingram, 2000; Dhanaraj et al., 2004; Hansen, 1999)를 기반으로 하여 명시적 기술이전과 암묵적 기술이전으로 나누어 측정하였다. 구체적으로 명시적 기술이전은 문서화된 기술도입의 증대, 특허권 도입을 통한 기술도입의 증대, 문서 및 매뉴얼을 통한 기술도입의 증대 등 3개 항목을 리커트 7점 척도로 측정하였으며, 암묵적 기술이전은 문서화되지 않는 노하우 또는 인적 체화된 기술도입에 대한 증대 및 기술자가 직접 파견되어 이전하는 기술도입의 증대 등 3개 항목을 리커트 7점 척도로 측정하였다.

기술이전의 경로는 과거 선행연구를 토대로 해외직접투자(Kogut and Zander, 1995; Shan and Song, 1997), 라이선싱(Kabiraj and Marjit, 2003), 인적 네트워크(Cavusgil, Calantone and Zhao, 2003; Hansen, 1999), 공동 R&D(Dyer and Singh, 1998) 등 4개의 경로에 대해 단일항목으로 측정하였다. 이들 4개 기술이전경로에 대해 한미 및 한-EU FTA 이후, 예상되는 증대 정도를 리커트 7점 척도로 측정 하였다(① 전혀 그렇지 않다 ··· ④ 변동 없음 ··· ⑦ 아주 그렇다). 그리고, 통제변수인 기업규모는 전체 종업원 수로 측정하였으며, 기업 연령은 법인설립 후 경과기간으로 측정하였다. 마지막으로 국가 유형은 더미(dummy)변수로 측정하여, 미국계 합작법인은 '1'로 EU 합작법인은 '0'으로 지정하였다.

〈표 2〉 변수의 측정치

구분	변수	측정치	참고문헌
기술 이전 경로	해외직접 투자	한 미, 한 EU FTA 이후 예상되는 미국 및 유럽기업의 국내 직접투자 증대 정도	Kogut & Zander(1995) Shan & Song(1997)
	라이선싱	한 미, 한 EU FTA 이후 예상되는 미국 및 유럽기업과의 라이선싱 증대 정도	Kabiraj & Marjit(2003)
	인적 네트워크	한 미, 한 EU FTA 이후 예상되는 미국 및 유럽기업과의 인적 네트워크 교류증대 정도	Hansen(1999) Cavusgil et al.,(2003)
	공동 R&D	한 미, 한 EU FTA 이후 예상되는 미국 및 유럽기업과의 공동 R&D 증대 정도	Dyer & Singh(1998)
기술 이전 정도	명시적 기술이전	한 미, 한 EU FTA 이후 예상되는 명시적 기술도입 증대 정도 1) 문서화된 기술도입의 증대 2) 특허권 도입을 통한 기술도입의 증대 3) 매뉴얼화된 기술도입의 증대	Dhanaraj et al.,(2004). Hansen(1999) 이철, 박찬수(2010)
	암묵적 기술이전	한 미, 한 EU FTA 이후 예상되는 암묵적 기술도입 증대 정도 1) 인적 체화된 노하우 관련 기술도입 증대 2) 기술자가 직접 파견되어 이전하는 기술도입 3) 비공식적인 교류를 통한 기술도입 증대	Dhanaraj et al.,(2004) Argote & Ingram(2000) 이철, 박찬수(2010)

## 4.4 분석방법

본 연구에서는 두 가지 분석방법을 활용하여 실증분석을 실시하였다. 먼저, 한미 및 한-EU FTA 체결 이후 FDI 등 주요 기술이전 경로가 증대될 것이라는 가설(가설 1-1, 가설 2-1, 가설 3-1, 가설 4-2)은 단일표본 t 검정(one sample t-test)을 통해 실증분석을 실시하였다. 다음으로 한미 및 한-EU FTA 체결 이후 증대된 주요 기술이전 경로와 암묵적 기술 및 명시적 기술이전 간의 관계는 구조방정식 모형(Structural Equation Modeling)으로 실증분석을 실시하였다. 구조방정식 모형은 요인분석과 회귀분석을 결합한 분석기법으로(Hair et al., 1998), 전통적인 다변량 통계분석에 비해 갖는 가장 큰 장점은 변수들 간의 구조적 관계를 동시에 추정(simultaneous estimation)할 수 있고 잠재변수의 측정오류(measurement errors)를 반영할 수 있다는 점이다(이학식·임지훈, 2009). 본 연구에서는 한미 및 한-EU FTA 체결 이후 증대된 기술이전 경로가 명시적 기술이전 및 암묵적 기술이전에 미치는 관계를 동시에 살펴보고자 하고, 다수의 측정변수로 구성된 잠재변수가 모형에 포함되어 있어 구조방정식 모형을 사용하여 실증분석을 실시하였다.

## V. 분석결과

### 5.1 신뢰성 및 타당성 검증

본 분석에 들어가기에 앞서, 먼저 연구모형에서 사용된 변수의 측정치에 대한 신뢰성과 타당성 검증을 위해 확인적 요인분석을 실시하였다. 한미 및 한-EU FTA 체결이후 증대된 기술이전 경로(해외 직접투자, 라이선싱, 인적 네트워크, 공동 R&D)는 단일 측정치를 사용하였기 때문에 확인적 요인분석에서 제외하였으며, 복수의 측정치를 사용한 명시적 기술이전 정도와 암묵적 기술이전 정도에 대해 확인적 요인분석을 실시하였다. 분석결과는 아래 <표 4>에 제시되어 있다.

명시적 기술이전과 암묵적 기술이전에 관한 확인적 요인분석 결과  $\chi^2$ 값은 유의하지만( $\chi^2(8)=20.3$ ,  $p<0.01$ ) 다른 적합도 지수가 높아 전체적으로 적합한 분석 모형이라고 판단할 수 있다(GFI=0.956, AGFI=0.884, NFI=0.968, IFI=0.980, TLI=0.963, CFI=0.980). 타당성과 신뢰성을 검증하기 위하여 Fornell과 Larcker(1981)가 제시한 개념 신뢰도(CR: construct reliability)를 검증한 결과, <표 4>에서 볼 수 있듯이 모든 개념 신뢰도(CR)가 0.8 이상으로 Nunnally(1978)가 제시한 0.7 이상의 기준을 넘어 신뢰성이 확보되었다고 판단된다. 또한, 각 측정치에 대한 표준 적재치가 모두 0.7이상을 넘고 유의적( $P<0.001$ )이며, 평균분산추출지수(AVE)도 모두 기준치인 0.5이상을 넘어 집중타당성을 가지고 있다고 판단할 수 있다(Bagozzi and Yi, 1988). 다음으로는 측정치의 판별타당성을 검증하기 위해서 Fornell과 Larcker(1981)가 제시한 검증방법을 사용하여 분석을 실시하였다. <표 4>에 제시된 것처럼, 각 변수의 평균분산추출지수(AVE)의 제곱근 값이 해당 변수와 관련 있는 잠재변수들 간의 상관관계수 값보다 높아 판별타당성이 확보된 것으로 판단할 수 있다. <표 5>에는 실증분석에 사용된 변수들의 평균, 표준편차 및 변수들 간의 상관관계를 제시하였다.

<표 3> 확인적 요인분석 결과

변수	측정치	표준적재치	CR	AVE
명시적 기술이전	명시적 기술이전 1	0.845	0.92	0.79
	명시적 기술이전 2	0.978		
	명시적 기술이전 3	0.859		
암묵적 기술이전	암묵적 기술이전 1	0.782	0.80	0.57
	암묵적 기술이전 2	0.896		
	암묵적 기술이전 3	0.722		

모든 표준적재치는  $P<0.001$  수준에서 유의함.

〈표 4〉 평균분산추출지수(AVE)와 상관계수

	명시적 기술이전	암묵적 기술이전
명시적 기술이전	<b>(0.89)</b>	
암묵적 기술이전	0.67	<b>(0.75)</b>

대각선의 (굵은 글씨)는 AVE의 제곱근 값을 의미하며 대각선 이하 값은 잠재변수의 상관계수를 의미함.

〈표 5〉 변수의 평균, 표준편차, 상관관계

변수	Mean	S.D	1	2	3	4	5	6	7	8
1. 해외직접투자	4.353	1.154								
2. 라이선싱	4.333	1.097	.596**							
3. 인적 네트워크	4.760	1.079	.398**	.340**						
4. 공동 R&D	4.340	1.209	.424**	.471**	.398**					
5. 명시적 기술이전	4.696	0.954	.385**	.517**	.394**	.368**				
6. 암묵적 기술이전	4.371	1.027	.406**	.342**	.370**	.372**	.570**			
7. 기업연령	2.841	0.659	.015	.096	.036	.021	.113	.054		
8. 기업규모	4.919	1.083	-.140	-.090	-.020	-.155	-.031	-.070	.200*	
9. 국가유형	0.400	0.492	.050	.087	.147	.253**	.092	.066	-.043	.004

\*\* $p < 0.01$ , \* $p < 0.05$

## 5.2. 무응답 편이 및 동일방법 편이 검증

본 연구는 무응답 편이(non-response bias)로 인한 문제를 검증하기 위해 설문 중에서 설문 수집기간 전반부에 수집한 25%(38개)의 설문(early respondents)과 설문 수집기간 후반부에 수집한 25%(38개)의 설문(late respondents)을 비교하였다(Armstrong and Overton, 1977). 표본기업의 인구통계학적인 변수(기업규모, 기업연령)에 대한  $t$  검증을 실시한 결과, 두 집단 간 유의한 차이가 없는 것으로 나타나( $p > 0.05$ ) 무응답 편이 문제는 없다고 할 수 있다.

또한 본 연구는 동일방법 편이(common method variance)로 인한 문제를 검증하기 위해 다음과 같은 두 가지 방법을 사용하였다(Chang, van Witteloostuijn, and Eden, 2010). 첫째, Harman's single factor test를 실시하였다. 분석에 사용된 모든 변수를 투입하여 회전시키지 않은 요인분석을 실시한 결과, 설명력을 가지고 있는(eigenvalue>1.000) 4개의 요인이 추출되었으며, 가장 설명력이 큰 요인이 전체 분산의 38.871%를 차지하고, 나머지 3개의 요인이 전체 분산의 27.956% 차지하였다. 즉, 요인들 중 어느 한 요인의 분산 설명력이 절대적이지 않음을 확인하였다.

둘째, 비 측정 잠재변수 통제방법(single unmeasured latent method)을 통해 본 연구에서 가정하고 있는 모델(M1)과 새로운 비측정 잠재요인을 모든 측정변수에 연결시킨 모델(M2) 간 적합도를 비교하였다. M1의 적합도는  $\chi^2(35)=36.0132(p=0.421)$ 이고, M2의 적합도는  $\chi^2(22)=16.782(p=0.775)$ 로 나타났다.

났다. M1에 새로운 비측정 잠재요인을 추가한 M2의 적합도는 자유도가 13 감소한 반면,  $\chi^2$ 가 19.231만큼 감소하여 유의한 수준에서 적합도가 개선되지 못하였다( $\Delta\chi^2(13)=19.271 < \Delta\chi^2_{0.05}(13)=22.326$ ). 즉 본 연구에서 가정하고 있는 M1 모형의 적합도가 M2 모형에 비해 우수하기 때문에 동일방법 편향의 문제는 심각하지 않다고 판단할 수 있다(Chang et al., 2010).

### 5.3. 분석결과

주요 가설검증(가설 1-2, 가설 2-2, 가설 3-2, 가설 3-3, 가설 4-2, 가설 4-3)에 앞서, 한미 및 한-EU FTA 체결 이후 주요 기술이전 경로가 증대될 것이라는 가설 1-1, 2-1, 3-1, 4-1의 타당성에 대해 먼저 검증하기 위해 t 검정을 실시하였다. 본 연구에서는 한미 및 한-EU FTA 이후, 예상되는 미국 및 EU와의 기술이전 경로의 증대 정도를 리커트 7점 척도로 측정 하였으며(① 전혀 그렇지 않다 - ④ 변동 없음 - ⑦ 아주 그렇다), 응답값에 대한 t 검정 결과는 <표 6>에 제시되어 있다. 분석결과를 살펴보면, 모든 기술이전 경로의 평균값이 4 이상으로 나타났으며(95% 신뢰수준에서 하한 값과 상한 값 모두 4 이상), 통계적으로 유의( $p < 0.001$ )함을 확인하였다. 이에 따라, 한미 및 한-EU FTA 체결 이후 주요 기술이전 경로 즉 FDI, 라이선싱, 인적 네트워크, 공동 연구가 증대될 것이라는 가설 1-1, 2-1, 3-1, 4-1이 모두 타당함을 확인하였다.

<표 6> FTA 체결 이후 기술이전 경로의 증대: t 검정 결과

가설	기술이전경로	평균	표준편차	t 값	p	가설검증 결과
1-1	해외직접투자	4.553	1.153	46.220	0.001	지지
2-1	라이선싱	4.533	1.097	48.376	0.001	지지
3-1	인적네트워크	4.760	1.078	54.047	0.001	지지
4-1	공동 R&D	4.426	1.064	50.953	0.001	지지

다음으로 구조방정식 모형을 통해 주요 가설(가설 1-2, 가설 2-2, 가설 3-2, 가설 3-3, 가설 4-2, 가설 4-3)을 검증하였으며, <표 7>은 구조방정식 모형의 분석결과를 보여주고 있다. 먼저, 연구모형의 전반적인 적합도를 살펴보면, 가장 기본적 적합도인  $\chi^2$  통계량의 p값이 0.182로 나타나 일반적인 기준치( $p > 0.05$ )를 충족하고 있다(Hair et al., 1998). 그 외 구조방정식 모형의 대표적 적합도 지수의 기준을 살펴보면 GFI는 0.9 이상이면 주어진 모형이 전체 자료를 잘 설명한다고 볼 수 있으며, CFI는 증분적 합지수들로 독립모형에 비해 경로모형이 얼마나 많이 개선되었는가를 나타내는 적합도 지수로서 0.9 이상을 넘으면 적합한 모형이라고 할 수 있다. 본 모형의 적합도 지수는 GFI=0.957, AGFI=0.895, NFI=0.952, CFI=0.991, RMSEA=0.037로 일반적으로 받아들여지는 적합도 수준을 만족시켰기 때문에 본 연구에서 제시된 구조 모형은 적합한 것으로 판단할 수 있다.

<표 7>의 분석결과를 살펴보면, 미국 및 EU와의 FTA 체결을 통해 증대된 해외직접투자는 미국 및

EU 기업으로부터의 암묵적 기술이전에 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다(경로계수=0.190,  $p<0.05$ ). 이에 따라 가설 1-2가 지지되었으며, 이는 해외직접투자는 계약에 의한 방식으로 이전 받기 어려운 암묵적 기술의 효과적 이전경로라는 기존 연구(Blomstorm and Kokko, 1997; Kogut and Zander, 1995)와 동일한 결과가 도출되었다. 특히, 해외직접투자는 현지의 기술자들이 국내에 직접 파견되어 기술이전을 지원함에 따라 암묵적 지식을 효과적으로 전수받을 수 있는 경로임이 본 실증분석을 통해 확인되었다.

미국 및 EU와의 FTA 체결을 통해 증대된 라이선싱은 명시적 기술이전에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며(경로계수=0.346,  $p<0.001$ ), 인적 네트워크는 명시적 기술이전(경로계수=0.223,  $p<0.01$ ) 뿐 아니라 암묵적 기술이전(경로계수=0.210,  $p<0.05$ )에도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 가설 2-2와 가설 3-2, 3-3 모두 지지되었다. FTA가 체결되면 양국 간의 경제통합 및 기술표준화로 인해 기술이전에 따른 전수비용이 감소하는 등 기술이전 환경이 전반적으로 개선되어 양국 간의 라이선싱이 증대되게 된다. 즉, 라이선싱 방식의 기술이전은 계약에 의한 방식으로 주로 특허권, 설계도면, 매뉴얼 등 문서화할 수 있는 명시적 기술이전의 주요한 경로임을 실증적으로 확인하였다. 또한 FTA 체결로 인해 관련 기업 간 인적교류 및 접촉에 대한 장벽이 줄어들게 되어 결과적으로 보다 활발한 인적 네트워크 교류에 긍정적인 영향을 미치게 된다. 실증분석 결과, FTA를 통해 증대된 인적 네트워크는 문서화할 수 있는 명시적 기술 뿐 아니라 문서화할 수 없는 암묵적 기술의 주요한 이전 경로임을 확인하였다.

마지막으로 미국 및 EU와의 FTA 체결은 공동 R&D와 같은 전략적 제휴를 통해 암묵적 기술이전에 긍정적 영향을 미치는 것(경로계수=0.200,  $p<0.05$ )으로 나타남에 따라 가설 4-3이 지지되었다. 하지만 공동 R&D를 통한 명시적 기술이전 효과는 유의하지 않게 나타나(경로계수=0.079,  $p>0.05$ ) 가설 4-2는 지지되지 못하였다. 미국 및 EU와의 FTA 체결을 통해 시장의 규모가 커지고 양국 간의 협력이 증진됨에 따라 공동 R&D와 같은 전략적 제휴가 증대되고 이러한 공동 R&D는 명시적 기술보다 암묵적 기술의 주요 이전 경로임이 실증적으로 확인되었다.

〈표 7〉 구조방정식 모형을 통한 경로분석 결과

가설	경로	표준화된 경로계수	$p$	검증결과
가설 1-2	FTA로 증대된 해외직접투자 → 암묵적 기술이전	0.190*	0.018	지지
가설 2-2	FTA로 증대된 라이선싱 → 명시적 기술이전	0.346***	0.001	지지
가설 3-2	FTA로 증대된 인적 네트워크 → 명시적 기술이전	0.223**	0.007	지지
가설 3-3	FTA로 증대된 인적 네트워크 → 암묵적 기술이전	0.210*	0.020	지지
가설 4-2	FTA로 증대된 공동 R&D → 명시적 기술이전	0.079	0.392	n.s.
가설 4-3	FTA로 증대된 공동 R&D → 암묵적 기술이전	0.200*	0.031	지지

$\chi^2(37)=44.621(p=0.182)$ , GFI=0.957, AGFI=0.895, NFI=0.952, CFI=0.991, RMSEA=0.037

\*\*\* $p < 0.001$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*  $p < 0.05$ , 양측 검증 기준



## VI. 결론

### 6.1 연구결과 요약

본 연구는 한미 및 한-EU FTA 체결에 따른 국내 기술이전 효과를 기술이전의 경로별로 살펴보았다. 이를 위해 국내 진출한 150개의 미국 및 EU 외국인 투자 기업 자료를 활용하여 실증분석을 수행하였으며, 다음과 같은 분석 결과가 도출되었다.

첫째, 미국 및 EU와의 FTA로 인해 증대된 해외직접투자는 암묵적 기술이전에 긍정적 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 즉, 해외직접투자는 국내 기업들이 외국기업으로부터 계약에 의한 방식 등으로 이전 받기 어려운 암묵적 기술이전의 주요한 경로임이 확인되었다. 특히, 해외직접투자는 현지의 기술자들이 국내에 직접 파견되어 기술이전을 지원함에 따라 암묵적 지식을 효과적으로 전수받을 수 있는 국제 기술이전 경로인 것으로 해석된다.

둘째, FTA로 인해 증대된 라이선싱은 명시적 기술이전에 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 FTA가 체결되면 양국 간의 경제통합 및 기술표준화로 인해 기술이전에 따른 전수비용이 감소하는 등 기술이전 환경이 전반적으로 개선되어 양국 간의 라이선싱이 증대되게 되고, 증대된 라이선싱 방식의 기술거래는 주로 특허권, 설계도면, 매뉴얼 등 문서화할 수 있는 명시적 기술이전의 주요한 경로인 것으로 해석된다.

셋째, FTA로 인해 증대된 인적 네트워크는 명시적 기술이전과 암묵적 기술이전 모두에 긍정적 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 이는 FTA 체결로 인해 관련 기업 간 인적 교류 및 접촉에 대한 장벽이 줄어들게 되고, 결과적으로 보다 활발한 인적 네트워크 교류에 긍정적 영향을 미치게 됨을 의미한다.

마지막으로, 전략적 제휴에 해당하는 공동 R&D는 암묵적 기술이전을 촉진하는 경로인 것으로 나타났다. 그러나 명시적 기술이전에는 통계적으로 유의한 관계를 발견하지 못하였다. 이는 미국 및 EU와의 FTA 체결을 통해 시장의 규모가 커지고 양국 간의 협력이 증진됨에 따라 공동 R&D와 같은 전략적 제휴가 증대되고 이러한 공동 R&D는 명시적 기술보다 암묵적 기술의 주요 이전 경로인 것으로 해석된다.

### 6.2 시사점 및 한계

2013년 3월 박근혜 정부는 ‘통상’을 종전의 외교통상부(통상교섭본부)에서 산업통상자원부로 이관하였는데, 이는 대외협상에 중점을 둔 FTA 위주의 ‘외교통상’에서 ‘산업통상’으로 정책의 기본 패러다임을 바꾸는 것으로 해석된다. 즉, 세계 주요국과의 FTA 체결로 우리나라의 경제영토를 늘리는 ‘외교통상’도 중요하지만, 이미 미국, EU 등과 체결된 FTA가 해외직접투자 증대, 국제 간 기술이전 등으로

이어지는 소위 통상의 down-stream을 다루는 ‘산업통상’이 더욱 중요하다는 정책철학을 의미한다. 따라서 본 연구 결과가 시사하듯이 앞으로 정부는 미국 및 EU와 이미 맺은 FTA의 후속조치를 이행하거나, 중국, 일본 등과 FTA를 새로 체결할 때 상대국으로부터 국내 기업으로의 기술이전 효과가 극대화 되도록 협상 단계부터 필요한 조치를 할 필요가 있다.

또한 새 정부 출범 이후 새로운 정책방향으로 내세운 ‘창조경제’가 성공하기 위해서는 경쟁력의 원천인 지식과 기술을 선진국으로부터 적극적으로 받아들이고 발전시켜야 할 것이다. 따라서, 본 연구결과가 시사하듯이 FTA를 통해 증대된 국제 기술이전 경로를 통해 선진기술 도입 효과를 극대화해야 할 것이다. 구체적으로 본 연구를 통해 FTA 체결 이후 미국 및 EU 기업으로부터 도입되는 기술의 주요 이전경로는 해외직접투자, 라이선싱, 인적 네트워크, 공동 R&D인 것으로 분석되었다. 따라서, 미국 및 EU 기업으로부터의 선진기술 도입을 증진시키기 위해서는 이러한 기술이전 경로를 확대하고 활성화할 수 있는 정책 수립이 필요하다. 우선 해외직접투자를 촉진하기 위한 외국인 투자 환경개선을 위한 정책적 노력을 더욱 강화해야한다. 특히 창조경제 구현에 핵심적인 역할을 수행하는 IT, 고부가 서비스, 바이오, 지식 및 콘텐츠 분야에서의 해외직접투자를 적극 유치하기 위한 제도적 장치를 마련해야 할 필요가 있다.

다음으로 FTA 체결 이후 늘어날 라이선싱 방식을 통하여 국내 기업이 선진기술을 적극 도입할 수 있도록 정부가 적극 나서서 관련 정책을 추진해야 할 것이다. 이 경우 정책대상은 대기업 보다는 라이선싱을 위한 해외정보가 부족한 중소기업을 대상으로 하는 것이 효과적이다. 이를 위하여 KOTRA 등 관련 기관을 적극 활용하여 선진기술 도입을 원하는 중소기업이 미국, EU 등에서의 기술 정보를 수집할 수 있도록 지원하고, 전문 지식과 협상기술이 필요한 라이선싱 협상에서는 정부(중소기업청)가 교육훈련, 전문가 자문 등 다양한 형태의 중소기업 지원을 추진해야 한다.

또한 본 연구를 통해 미국 및 EU 기업과의 인적 네트워크도 FTA로 인한 기술이전에 중요한 영향을 미치는 경로임이 확인되었다. 이 같은 인적 네트워크는 미국 및 EU 기업과 국내 기업과의 사이뿐만 아니라, 국내 국책연구소, 기술표준원 등 각종 정부 관련단체, 기관의 해외 네트워크 형성도 중요하다고 하겠다. 따라서 정부는 다양한 형태의 세미나, 공동연구회, 포럼 등을 통해 국내기업, 특히 중소기업이 유용한 인적 네트워크를 구성하도록 정책적 지원을 해야 할 것이다. 마지막으로 국제 공동연구 추진을 위해 정부의 R&D 자금 지원 시 미국 및 EU 등 선진기업, 선진연구기관, 대학 등과의 국제 공동연구에 자금을 우선 지원하고, 필요시 세제혜택을 강화할 필요가 있다.

본 연구는 한미 및 한-EU FTA 체결이 국내 기술이전의 주요 경로에 미치는 효과를 처음으로 실증적으로 분석하였다는 큰 의의를 가짐에도 불구하고 몇 가지 한계가 존재한다. 우선, 실증분석을 위한 표본 집단을 국내 진출한 미국 및 EU 외투기업으로 한정하였다. 실질적으로 미국 및 EU와의 FTA 체결에 따른 기술이전 효과는 미국 및 EU 외투기업 뿐 아니라 국내 기업에게도 영향을 미칠 수 있다. 하지만 국내기업의 경우 미국 및 EU로부터 기술이전을 받은 기업을 추출하는데 현실적 한계가 있고 표본의 대표성 확보의 어려움도 있어 미국 및 EU 외투기업으로 분석대상을 한정하였다. 또한 표본 집단을 국내 진출한 미국 및 EU 외투 기업으로 한정한 관계로 회수된 표본 크기가 충분하지 않아 미국 및 EU 기업을 분리하여 실증분석을 시도하지 못하였다.

또한, 본 연구는 응답 기업이 과거 경험했던 사실(fact)이 아닌 인식(perception)을 기반으로 한 설문 결과를 토대로 실증 분석을 실시하였다. 즉 FTA 체결 이후 증대될 기술이전 경로에 대해 설문자들의 인식을 바탕으로 측정된 결과를 통계 분석에 사용하였다. 이는 미국 및 EU와의 FTA 체결 기간이 길지 않아 누적된 경험 및 사실 관계를 기반으로 분석을 하는데 한계가 있기 때문이다. 따라서, 향후 FTA 경험이 누적된 후에는 FTA 체결이 기술이전의 경로에 미치는 효과를 먼저 분석한 후 FTA로 인해 증대된 기술이전의 경로가 기술이전 효과에 미치는 영향을 살펴보는 단계별(two-stage)연구가 필요할 것이다.

마지막으로, FTA 체결에 따른 기술이전의 효과는 일정한 시간적 간격을 두고 발생하게 되는데, 본 연구에서는 미국 및 EU와의 FTA 체결된 기간이 오래되지 않아 이러한 시간적 차이 효과(time-lag effect)를 반영하지 못하였다. 향후 연구에서는 이러한 한계점이 보완하여, FTA가 국내 기술이전에 미치는 효과를 보다 심층적으로 완전하게 분석하는 연구가 진행될 것으로 희망한다.

## 참고문헌

- 김동희(2011), 한-EU FTA를 활용한 외국인직접투자 활성화 방안, 관세학회지, 제12권 제3호, 176-199.
- 김경, 한승두(2006), 한국 모기업의 해외자회사에 대한 지식이전 결정요인 분석: 지식특성과 조직특성을 중심으로, 국제경영리뷰, 제10권 제3호, 243-268.
- 박승찬(2008), 한국 하이테크 기업의 대중국 기술이전 경로선택에 관한 실증연구: 라이선싱과 독자투자 경로선택을 중심으로, 중소기업연구, 제32권 제2호, 69-101.
- 박종훈, 김창수(2010), 연구개발 제후, 과학적 탐구 성향, 기술혁신: 글로벌 제약 산업의 경우, 국제경영연구, 제21권 제1호, 1-27.
- 이웅석, 이재유(1999), 국내 외국인투자기업의 기술도입에 관한 연구, 국제경영연구, 제9권 제2호, 205-232.
- 이장로, 정인식, 박지훈, 나우희(2006), 중국시장에 진출한 한국 다국적기업의 마케팅 지식이전 결정요인에 관한 실증연구, 국제경영연구, 제17권 제3호, 23-56.
- 이철, 박찬수(2010), 국제 합작 투자에 있어서 행동 특성이 암묵적 지식과 명시적 지식이전에 미치는 영향: 한국의 사례, 무역학회지, 제35권 제5호, 227-255.
- 이학식, 임지훈(2009), 구조방정식 모형분석과 AMOS 16.0, 법문사
- 정진섭, 이민재.(2012), “FTA를 활용한 해외직접투자 활성화 전략,” 국제경영리뷰, 제16권 제3호, 203-234.
- 최순규(2003), 한국 다국적기업의 모회사 노하우 해외이전에 대한 탐색적 연구: 조직적 결정요인들을 중심으로, 국제경영연구, 제14권 제1호, 1-25.

- Aulakh, P. S., Jiang, M. S. and Pan, Y.(2009), "International technology licensing: Monopoly rents, transaction costs and exclusive rights." *Journal of International Business Studies*, 41(4), 587–605.
- Argote, L.(1999), *Organization learning. Creating, Retaining and Transferring Knowledge*, Maassachusetts: Kluwer Academic Publishers.
- Argote, L. and Ingram, P.(2000), "Knowledge transfer: A basis for competitive advantage in firms," *Organizational Bhavior and Human Decision Processes*, 82(1), 150–169.
- Bagozzi, R. and Yi, Y.(1998), "On the evaluation of structural equation models," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 16(1), 74–94.
- Baltagi, B. H., Egger, P. and Pfaffermayr, M.(2007), "Estimating models of complex FDI: Are there third-country effects?" *Journal of Econometrics*, 140(1), 260–281.
- Bessant, J. and Francis, D.(2005), "Transferring soft technologies: exploring adaptive theory," *International Journal of Technology Management & Sustainable Development*, 4(2), 93–112.
- Bhagwati, J. and Panagariya, A.(1996), "The theory of preferential trade agreements: historical evolution and current trends," *The American Economic Review*, 86(2), 82–87.
- Branstetter, L.(2006), "Is foreign direct investment a channel of knowledge spillovers? Evidence from Japan's FDI in the United States," *Journal of International Economics*, 68(2), 325–344.
- Bloomstrom, M. and Kokko, A.(1997), "Regional integration and FDI," NBER, 6019.
- Cavusgil, S. T., Calantone, R. J. and Zhao, Y.(2003), "Tacit knowledge transfer and firm innovation capability," *Journal of Business & Industrial Marketing*, 18(1), 6–21.
- Dhanaraj, C., Lyles, M. A., Steensma, H. K., and Tihanyi, L.(2004), "Managing tacit and explicit knowledge transfer in IJVs: the role of relational embeddedness and the impact on performance," *Journal of International Business Studies*, 35(5), 428–442.
- Davidson, W. H. and McFetridge, D. G.(1985), "Key characteristics in the choice of international technology transfer mode," *Journal of International Business Studies*, 16(2), 5–21.
- De La Potterie, B. V. P. and Lichtenberg, F.(2001), "Does foreign direct investment transfer technology across borders?" *Review of Economics and Statistics*, 83(3), 490–497.
- Dussauge, P., Garrette, B. and Mitchell, W.(2000), "Learning from competing partners: outcomes and durations of scale and link alliances in Europe, North America and Asia," *Strategic Management Journal*, 21(2), 99–126.
- Dhanaraj, C., Lyles, M. A., Steensma, H. K., and Tihanyi, L.(2004), "Managing tacit and explicit knowledge transfer in IJVs: the role of relational embeddedness and the impact on performance," *Journal of International Business Studies*, 35(5), 428–442.
- Dyer, J. H. and Singh, H.(1998), "The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage," *Academy of Management Review*, 23(4), 660–679.

- Eaton, J. and Kortum, S.(2001), "Trade in capital goods," *European Economic Review*, 45(7), 1195–1235.
- Eaton, J. and Kortum, S.(2002), "Technology, geography, and trade," *Econometrica*, 70(5), 1741–1779.
- Fornell, C. and Larcker, D. F.(1981), "Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error," *Journal of Marketing Research*, 39–50.
- Frantzen, D.(2007), "Technical diffusion, productivity convergence and specialization in OECD manufacturing," *International Review of Applied Economics*, 21(1), 75–98.
- Glass, A. and K. Saggi.(1998), "International Technology Transfer and the Technology Gap," *Journal of Development Economics*, 55, 369–98.
- Gupta, A. K. and Govindarajan, V.(2000), "Knowledge flows within multinational corporations," *Strategic Management Journal*, 21(4), 473–496.
- Hafner, K. A.(2011), "Trade liberalization and technology diffusion," *Review of International Economics*, 19(5), 963–978.
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Tahtam, R. L. and Black, W. C.(1998), *Multivariate Data Analysis*, 5th, Prentice–Hall, 654–667.
- Hansen, M. T.(1999), "The search–transfer problem: The role of weak ties in sharing knowledge across organization subunits," *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 82–111.
- Hejazi, W. and E. Safarian.(1999), "Trade, Foreign Direct Investment, and R&D Spillovers," *Journal of International Business Studies* 30(3), 491–511.
- Helpman, E.(1997), "R&D and productivity: the international connection," *National Bureau of Economic Research*, w6101.
- IMF(2013), World Economic Outlook Database: 2013 Edition
- Kabiraj, T. and Marjit, S.(2003), "Protecting consumers through protection: The role of tariff–induced technology transfer," *European Economic Review*, 47(1), 113–124.
- Keller, W.(1998), "Are International R&D Spillovers Trade Related? Analyzing Spillovers among Randomly Matched Trade Partners," *European Economic Review* 42(8), 69–81.
- Kim, M. I.(2013), "Many roads lead to rome: Implication of geographic scope as a source of isolating mechanism," *Journal of International Business Studies*, 44 (9), 898–921.
- Kogut, B.(1988), "Joint ventures: Theoretical and empirical perspectives," *Strategic Management Journal*, 9(4), 319–332.
- Kogut, B. and Zander, U.(1993), "Knowledge of the firm and the evolutionary theory of the multinational corporation," *Journal of international business studies*, 24(4), 625–645.
- Kogut, B. and Zander, U.(1995), "Knowledge, market failure and the multinational enterprise: A reply," *Journal of International Business Studies*, 26(2), 417–426.
- Kotabe, M., Dunlap–Hinkler, D., Parente, R., and Mishra, H. A.(2007), "Determinants of cross–national

- knowledge transfer and its effect on firm innovation," *Journal of International Business Studies*, 38(2), 259–282.
- Kwak, R. S.(2012), "Changes in Economic Integration in East Asia: Patterns of Trade and Implications for Growth," International Workshop on Economic Integration in Asia Conference, Nagoya, Japan.
- Lane, P. J., Salk, J. E., and Lyles, M. A.(2001), "Absorptive capacity, learning, and performance in international joint ventures," *Strategic Management Journal*, 22(12), 1139–1161.
- Lichtenberg, F. and B. van De La Potterie, B. V. P.(1996), "International R&D Spillovers: a Reexamination," NBER 56–68.
- Larraín, F., Lopez–Calva, L. F. and Rodriguez–Clare, A.(2000), "Intel: a case study of foreign direct investment in Central America," *Center for International Development Working Paper*, 58.
- Madden, G. and S. Savage.(2000), "R&D Spillovers, Information Technology and Telecommunications and Productivity in Asia and the OECD," *Information Economics and Policy* 12(4), 367–92.
- Mansfield, E., Romeo, A. and Wagner, S.(1979), "Foreign trade and US research and development," *The Review of Economics and Statistics*, 61(1), 49–57.
- Mansfield, E. and Romeo, A.(1980), "Technology transfer to overseas subsidiaries by US–based firms," *The Quarterly Journal of Economics*, 95(4), 737–750.
- Moran, T. H.(2004). *The Brave New World (Vol. 2)*, World Bank Publications.
- Nonaka, I.(1994), "A dynamic theory of organizational knowledge creation," *Organization science*, 5(1), 14–37.
- Nunnally, J. C.(1978), *Psychometric theory*, New York: McGraw–Hill.
- Panagariya, A.(1999), "The regionalism debate: an overview," *The World Economy*, 22(4), 455–476.
- Parkhe, A.(1993), "Strategic alliance structuring: A game theoretic and transaction cost examination of interfirm cooperation," *Academy of Management Journal*, 36(4), 794–829.
- Park, C., Vertinsky, I., and Lee, C.(2012), "Korean international joint ventures: how the exchange climate affects tacit knowledge transfer from foreign parents," *International Marketing Review*, 29(2), 151–174.
- Peri, G.(2005), "Determinants of knowledge flows and their effect on innovation," *Review of Economics and Statistics*, 87(2), 308–322.
- Raff, H.(2004), "Preferential trade agreements and tax competition for foreign direct investment," *Journal of Public Economics*, 88(12), 2745–2763.
- Rulke, D., Zaheer, S. and Anderson, M.(1998), *Transactive knowledge and performance in the retail food industry*, New York: New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- Saggi, K.(2002), "Trade, Foreign Direct Investment, and International Technology Transfer: a Survey," *World Bank Research Observer* 17(2), 191–235.

- Schiff, M. W. and Winters, L. A.(2003), *Regional integration and development*. World Bank.
- Schiff, M., and Wang, Y.(2004), "Regional Integration and North-South Technology Diffusion: The Case of Nafta," *Central Bank of Chile Working Paper*, No. 283.
- Shan, W. and Song, J.(1997), "Foreign direct investment and the sourcing of technological advantage: evidence from the biotechnology industry," *Journal of International Business Studies*, 28(2), 267-284.
- Simonin, B. L.(1999a), "Ambiguity and the process of knowledge transfer in strategic alliances," *Strategic Management Journal*, 20(7), 595-623.
- Simonin, B. L.(1999b), "Transfer of marketing know-how in international strategic alliances: an empirical investigation of the role and antecedents of knowledge ambiguity," *Journal of International Business Studies*, 30(3), 463-490.
- Simonin, B. L. (2004), "An empirical investigation of the process of knowledge transfer in international strategic alliances," *Journal of International Business Studies*, 35(5), 407-427.
- Szulanski, G.(1996), "Exploring internal stickiness: Impediments to the transfer of best practice within the firm," *Strategic Management Journal*, 17, 27-43.
- Teece, D. J.(1986), "Profiting from technological innovation: Implications for integration, collaboration, licensing and public policy," *Research policy*, 15(6), 285-305.
- Tsang, E. W.(2002), "Acquiring knowledge by foreign partners from international joint ventures in a transition economy: learning-by-doing and learning myopia," *Strategic Management Journal*, 23(9), 835-854.
- Vickery, G.(1986), "International flows of technology: Recent trends and developments," *STI review*, 1, 47-83.
- Zhu, L. and Jeon, B. N.(2007), "International R&D Spillovers: Trade, FDI, and Information Technology as Spillover Channels," *Review of International Economics*, 15(5), 955-976.

## Effects of Korea-USA and Korea-EU FTAs on Technology Transfer to Korea

### Abstract

This paper examines effects of Free Trade Agreements(FTAs) of Korea-USA and Korea-EU on technology transfer to Korea through channel of international technology transfer. We collected data from one hundred-fifty Korean subsidiaries of USA and European firms. Also, we used structural equation modeling as a statistical method to test hypotheses.

The analysis results and findings are as follow. First, Korea-USA and Korea-EU FTAs positively affect the transfer of tacit technology to Korea through increased FDIs to Korea. Second, Korea-USA and Korea-EU FTAs affect the transfer of explicit technology to Korea positively through increased licensing to Korea. Third, Korea-USA and Korea-EU FTAs affects the transfer of both explicit and tacit technologies to Korea positively through the increased amount of human networks between Korea and USA and between Korea and european countries. Forth, R&D collaboration increased by Korea-USA and Korea-EU FTAs positively influences the transfer of tacit technology to Korea. These findings suggest useful implication for policy makers to facilitate technology acquisition successfully from USA and European firms through Korea-USA and Korea-EU FTAs.

Key Words: Korea-USA FTA, Korea-EU FTA, International Technology Transfer, Explicit Technology, Tacit Technology





## 하나금융지주의 글로벌사업 전략과 과제

### Hana Financial Group's Strategy and Challenges in Penetrating Global Market

최 경 규

동국대학교 경영대학 교수

(gchoi@dongguk.edu)

## I. 서론

우리나라의 금융산업은 현재 4대 대형 금융지주들의 경쟁으로 과열되어 있다. 기업 합병 및 인수와 같은 자산 증가를 통해 리딩 기업이 되려는 노력을 보이고 있는데 이러한 몸집 불리기가 과열 경쟁으로 이어졌다. 과거에는 이러한 몸집 불리기를 통해 상당한 수익을 기대할 수 있었지만, 과열이 치열해진 현재는 기존만큼의 수익성을 예상할 수 없고 오히려 그 수준이 감소하고 있다.

금융지주들은 더 이상 한국 금융 시장에서 수익을 낼 수 없다고 판단하고 새로운 접근을 시도하고 있다. 바로 금융의 글로벌화이다. 이러한 전략은 과거부터 많이 거론되었던 부분이다. 하지만 아직까지 이렇다 할 성과를 이뤄낸 금융지주가 없다.

본 연구에서는 지금까지 하나금융지주의 인수합병을 통한 성장과 국내외 금융회사들의 글로벌화 추세 속에서 세계시장에서 성공하기 위한 도전과 전략을 알아본다.

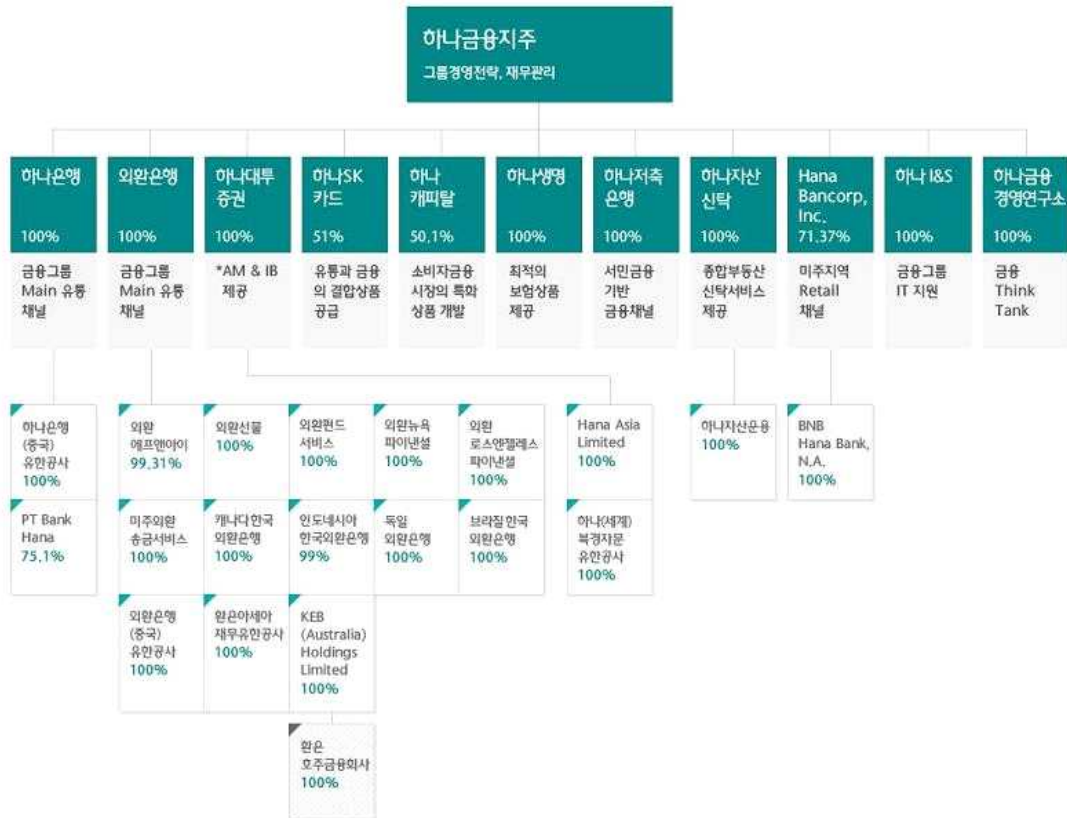
## II. 하나금융지주의 성장

### 2.1 투자금융회사에서 2위의 금융지주사로

하나금융지주는 1971년 한국투자금융회사를 설립하여 26명의 임직원과 2개의 지점으로 시작하여, 1998년 금융위기를 전후하여 충청은행과 보람은행 및 서울은행을 합병하면서 위기 상황을 기회로 전환하였고, 금융지주회사법 근거 하에 2005년 12월 1일 지주회사를 설립하였다. 그 후 2012년 외환은행의 자회사 편입 및 하나저축은행 출범을 통해 2014년 3월 기준 76개 연결대상 종속회사에 23,051명의 임직원과 1,259개의 국내외 네트워크를 형성하고 있다. 특히 24개국 127개 글로벌 네트워크를 보유하여 국내 최대의 글로벌 금융그룹으로서의 기반을 다지게 되었다.<sup>1)</sup>

1) 하나금융그룹 웹사이트: <http://www.hanafn.com/info/aboutus/history.do> (2014.6.15)

〈그림 1〉 하나금융그룹의 글로벌 네트워크 (2013년 12월 기준)



출처: 하나금융지주 웹사이트

이러한 성공의 배경에는 하나금융지주의 조직적 문화가 있다. 팀 중심의 평평한(flat) 조직을 운영하며 직원들이 조직의 전반적인 운영에 적극적으로 참여할 수 있는 문화를 만들었고, 이를 통해 설립 이후 수 차례의 인수합병에도 불구하고 조직적 문화의 동질성을 유지하고 있다. 또한 철저히 성과중심으로 운영되고 있는 하나금융은 체계적인 관리 아래 철저한 리스크 관리 문화를 확립하고 있다. 특히 고객을 우선시 여기는 기업 문화를 토대로 ‘손님의 기쁨 그 하나를 위하여’라는 슬로건을 기반으로 영업 현장에 명확한 의사결정기준을 제시하여 책임경영을 실현하고 있다. 시장의 변화와 요구에 민첩하게 대응하여, 투자 금융업에서 은행으로의 전환을 결정하였고 고객 니즈의 흐름에 대한 선제적 대응을 위해 PB 및 RM제도를 도입하는 등 고객만족지수(KCSI) 1위를 다수 수상하며 고객서비스 우수은행으로 평가 받아왔다.

하나금융지주는 지난 2008년 금융지주회사 중에서는 처음으로 계열사 조직을 법인별 체계가 아닌 개인금융, 기업금융, 자산관리 등 사업부문별로 수평적으로 묶는 매트릭스 조직구조를 구축했다. 자회사간 시너지를 극대화하자는 취지에서다. 매트릭스 조직이 성공적으로 정착이 됐느냐에 대해서는 아직 의견이 엇갈리지만 이 같은 시도가 효과를 내기 시작하면 하나금융지주의 새로운 강점이 될 수 있

을 것으로 전문가들은 예상하고 있다.

## 2.2 외환은행의 인수

현재 한국의 은행규모는 다른 나라의 세계적 은행에 비해 규모가 현저히 작아 글로벌 시장에서의 경쟁력을 위해 세계적인 메가뱅크의 필요성을 느끼고 있었다. 하나금융지주는 은행산업시장에서 무한 경쟁체제로 인해 많은 은행들이 규모를 키우기 위해 힘쓰고 있는 가운데 외환은행의 인수가 향상된 규모의 경제효과를 가져올 것을 전망하였다. 타 금융지주사들에 비해 지점 수가 상대적으로 적어 부족한 영업망이 약점으로 꼽히고 있었고, 외환은행 역시 적은 지점 수로 인해 더 큰 은행으로의 발전에 어려움을 겪고 있었다. 하나금융지주가 외환은행을 인수할 경우, 하나은행 국내지점 650개, 외환은행 354개가 합쳐져 지점 수 1004개가 되면 국민은행의 1172개에 이어 2위로서 규모의 경제를 실현하며 약점을 극복할 수 있을 것으로 예상되었다.

이러한 규모의 경제는 수평적 인수(horizontal acquisition)의 효과로 설명된다. 하나은행은 같은 금융업 내에 있는 외환은행을 인수함으로써 비용과 이윤 면에서 시너지효과를 창출하여 시장 지배력을 강화할 수 있다. 특히 하나은행과 외환은행의 핵심역량은 겹치는 부분이 거의 없는 바, 하나은행은 개인 금융 및 PB(Private Banking)에 있으며, 외환은행은 기업금융 및 외환(Foreign Exchange)에 핵심역량을 두고 있다. 서로 다른 분야에 핵심역량을 지니고 있는 두 회사가 하나로 통합 되었을 때, 하나의 회사가 또 다른 핵심역량을 개발하기 위해 들여야 하는 비용과 시간을 절감할 수 있다. 또한 시장에서 넓어진 국내영업망을 이용해 더 큰 시너지 효과를 기대할 수 있다.

하나금융그룹의 수익구조를 보면 은행부문에 치중되어 상당히 많은 부분을 이자 수익에 의존한다. 국내 금융시장이 포화상태에 이르렀다는 분석이 끊임없이 제시되고 있는 점을 고려할 때 은행업에서 얻을 수 있는 수익은 제한적일 수 밖에 없고, 예대마진 및 BIS 비율 같은 것에 영향을 많이 받아 오히려 회사의 성장을 저해하는 요소로 작용할 수 있다. 반면 외환은행은 외환 및 국제 무역 금융에 강점을 가지고 있고, 상대적으로 탄탄한 신용카드 사업을 운영하고 있기 때문에 선진 글로벌 금융그룹으로 도약할 수 있는 기업 포트폴리오의 다각화를 성공적으로 이루어 내면 안정적인 수익을 가져올 것으로 기대되었다.

또한, 하나은행과 달리 외환은행은 대기업 고객의 비율이 15.1 % 로 2010년 2사분기 기준으로 은행 중 가장 높은 대기업 고객 비율을 보유하고 이와 같은 외환은행의 안정성 있는 기업대출은 통합된 하나은행의 안정적인 이익과 다양한 수익기반을 가져다 줄 것으로 예상되었다. 하나은행이 프라이빗 은행업무에 이점을 가져왔기 때문에 외환은행의 강점인 외환거래와 시너지 효과를 낸다면 무역산업을 상대로 한 금융산업에 상당한 경쟁력을 보유하게 된다. 또한 하나은행이 미국, 중국, 인도네시아 등 해외진출을 참여한 점을 미뤄 외환은행의 인수는 해외시장 진출에도 상당한 시너지 효과가 예상된다.

하나금융그룹은 통합 경영을 기본 원칙으로 하되, 하나의 금융 지주사 산하에 2개의 은행을 유지하는 등 은행경영의 독립성을 확보하고, 외환은행 명칭도 은행의 독자적 브랜드에 대한 고객의 높은 로열티 등을 감안해 현재의 은행명을 당분간 유지할 계획이다. 외환은행 인수 후 5년간 독립경영을 보장

한다는 내용의 단체협약이 이루어졌고, 협의안에 따르면 외환은행은 하나금융의 자회사로 편입된 이후에도 5년간 외환은행은 별도의 독립법인으로 존속하며, 외환은행 명칭을 유지하며, 편입 5년이 경과한 이후에는 상호합의를 통해 하나은행과의 합병 등을 협의할 수 있고 합병의 경우 대등 합병을 원칙으로 하기로 했다.

하지만 독립경영을 보장하며 외환은행 노조의 반발을 무리하게 끌어안고 인수를 강행한 데에는 문제점이 뒤따랐다. 그 후 ‘독립경영’의 해석에 대한 의견차를 보이며 수시로 갈등이 생겼다. 하나금융지주에서는 화학적 결합을 이루기 위한 한 방안으로 5년간의 독립경영을 보장해주며 합병을 시도했지만, 외환노조는 하나금융이 합의 이후 예산, 인사, 업무 간섭 등 솔한 합의위반을 했다고 거세게 반발하고 있다. IT 통합 문제를 놓고 첨예하게 대립하는 하나금융과 외환은행의 상황을 보았을 때, 화학적 결합을 위한 양측의 노력이 시급함을 알 수 있다.

인수 합병의 과정에서 화학적 결합은 매우 중요하다. 인수합병은 원래 설정한 목표가 달성되어야 끝나는 긴 프로세스이다. 먼저, 인수합병에 앞서 두 기업의 장단점을 분석하여 기대되는 시너지 효과나 이점을 살펴본 후에 인수합병을 결정하게 된다. 그 후 본격적으로 협상의 단계를 거친 후, 인수합병이 이루어진다고 해도 그 과정을 끝내지 않는다. 사후관리(Post-merger integration)가 남은 것이다. 인수에 성공하여도 원래의 목표를 달성하기 위한 관리가 제대로 이루어지지 않는다면 인수에 실패하게 된다. 이러한 사후관리에 화학적 결합의 과정이 들어간다.

외환은행과 하나금융이 현재는 5년간의 독립경영을 체결하였지만, 그 후에도 계속 독립적인 경영을 추구한다는 것은 하나금융 입장에서는 미리 기대하고 있었던 시너지 효과를 내는 데에 큰 걸림돌이 되고 있다. 인수합병을 결정하게 된 주요인인 규모의 경제를 넓히고, 외환은행이 가지고 있는 해외 영업망을 이용하여 글로벌 뱅크로 성장하는 데에도 외환은행과의 화학적 결합을 신속하게 이루는 것이 시급한 일이다.

김승유 전 하나금융지주회장 역시 “국내 시장점유율이 최대 30%나 되는 대형은행이 나와도 해외에서의 경쟁력은 크지 않을 것이라며 대형화와 국제경쟁력간의 연관성이 크지 않다”는 점을 강조했다. 이는 하나금융지주와 외환은행의 인수합병으로 하나금융지주는 국내 금융업계의 2위의 위치에 도달하게 되었지만, 세계적인 은행으로 성장하기 위해서는 비단 규모를 통한 경쟁력뿐만 아니라 다른 은행과는 차별화되는 경쟁력을 키워야 한다는 뜻으로 해석될 수 있다.

## 2.3 성장의 한계와 해외진출의 필요성

최근 국내 금융산업의 리딩뱅크들이 메가뱅크로 출범하기 위해 큰 노력을 쏟고 있는 것은 세계적인 은행으로의 성장이 큰 이유이다. 국내시장의 포화로 안정적인 수익 기반을 찾고자 하는 은행권의 해외 진출이 늘고 있다. 해외진출을 시도할 때에 회사는 특정 시장에서 foreign liability로 표현되는 진입장벽과 마주하게 되며, 이는 회사의 운영비용을 증가시킨다. 하지만 인수합병을 통해 규모 및 범위의 경제를 실현하고 상품을 차별화하여 새로운 시장에 진입하면 시장점유율을 높이는데 훨씬 수월해진다.

따라서 하나금융의 입장에서는 이미 해외금융망을 충실히 쌓아놓은 외환은행의 장점을 흡수한다면

향후 해외에서의 인지도 향상 및 다양한 외환업무를 통해 이익향상을 꾀할 수 있다. 하나는행은 외국 고객 유치를 목표로 삼아 왔지만 서울은행 합병 이후에도 만족할만한 성장을 못하고 있는 현실이었다. 이러한 상황에서 자산규모의 확대 등의 내적 성장뿐만 아니라 인수한 외환은행의 넓은 해외 지점망 네트워크를 이용한다면 비용의 절감과 이윤의 극대화로 시너지효과가 극대화되어 해외로의 진출이 보다 용이해진다. 하나금융지주는 지난 2013년 4월 외환은행 지분 전량을 취득하면서 외환·기업금융을 보완하는 등 시너지를 극대화하는 노력을 기울이고 있다.

김정태 하나금융 회장은 2014년 초 ‘비전발표회’에서 “2012년말 기준으로 전체 이익에서 해외 사업 부문의 기여도가 15.7%인데 이를 2025년까지 40%로 끌어올리겠다”는 목표를 내걸었다.<sup>2)</sup> 리테일과 자산관리 등에 강점을 둔 하나는행과 외국환거래·기업금융에 강한 외환은행의 조화로 서로의 약점을 보완하여 국내 금융시장이 저성장·저마진에 빠진 점을 고려해 해외사업을 그룹의 핵심 성장동력으로 강화하겠다는 것이다. 하나금융은 해외이익의 비중을 2012년 15.7%(2370억원)에서 이를 39.8%(2조 1880억원)까지 늘인다는 계획이다. 이를 위해 하나금융은 해외 금융기관과의 합작 및 지분투자 방식으로 글로벌 전략을 수립하고 비은행부문 신규 사업모델을 만들 계획이다.<sup>3)</sup> 현재 하나금융은 국내 금융 지주사 중 최대인 전세계 24개국에 127개의 글로벌 네트워크를 보유하고 있다. 앞으로 글로벌 현지화 및 M&A와 더불어 무역금융과 트랜잭션뱅킹 등 분야에서도 진출이 본격화돼 2025년에는 해외점포를 300개 이상으로 확대할 계획이다.<sup>4)</sup> 2014년 3월 하나는행과 외환은행의 인도네시아법인 설립, 통합으로 본격적인 시너지 효과에 대한 기대치를 높이고 있는 상황도 주목할 대목이다.<sup>5)</sup>

〈표 1〉 글로벌 사업 비중

	2011		2012		2013	
	자산	순이익 (세후)	자산	순이익 (세후)	자산	순이익 (세후)
중화	8.2	83	9.6	58	12.1	60
동남아	5.7	76	5.8	66	5.7	80
미주	2.9	33	3.1	32	3.6	34
유럽	4.5	42	3.9	25	4.8	10
합계	21.4	234	22.5	181	26.2	184
비중(%)	7.7	8.0	7.9	10.9	8.9	16.8

자료: 금융전략팀, 2020비전

2) 조선비즈, “[新4대 금융지주]② 신한 하나 KB 농협 강점과 약점은?” 2014. 4. 14.

3) 문지훈, 서울파이낸스, <http://www.seoulfn.com/news/articleView.html?idxno=184523>

4) 이근형, WOWTV, <http://www.wowtv.co.kr/newscenter/news/view.asp?bcode=T30001000&artid=A201401100405>

5) 김병호, 프라임경제, <http://www.newsprime.co.kr/news/articleView.html?idxno=281424>

김정태 하나금융 회장은 "과거에는 교포를 중심으로 (영업)했으나 이제는 대상을 넓히고 있으며, 중국 및 아시아 시장도 넓히고 지역민 서비스를 강화하고 있다"고 말하며, "비은행 부문 M&A에 대해서는 전략을 수립하지 않을 수 없으며, 적극적으로 진출하면서 M&A를 시도할 것"이라고 밝혔다. 하나금융이 비은행 부문 M&A와 관련해 관심을 가지고 있는 국가는 중국과 인도네시아, 베트남 등이다. 특히 마이크로 파이낸스(소액대출)나 캐피탈 시장에 주목하고, 중국의 경우 M&A보다는 타 금융기관과의 합작 형태로 추진하는 데 역점을 두고 있으며, 인도네시아와 베트남에서는 적극적인 M&A를 추진하겠다는 계획이다.<sup>6)</sup>

그러나 우리나라 금융기관의 포부와는 달리 해외사업의 성과는 그다지 높지 않다. 세계시장에서 브랜드파워와 인지도가 약해 금융회사로서 신뢰도가 떨어지기 때문이다. 또 단기성과에 급급한 탓에 현지에 진출한 국내법인 영업에만 열중하다 보니, 국민은행 일본지점의 부당대출 같은 부작용만 노출했다. 현지 금융당국의 엄격한 규제도 걸림돌이다. 예대율과 충당금 같은 재무적 규정이 엄격하고, 영업망을 늘리는 데에도 장벽이 높아 규모를 키우기 어려운 실정이다. 예대율과 충당금 비율이 높아지면 대출할 수 있는 자금이 줄기 때문에 그만큼 수익성이 나빠지는 것이다. 금융위원회도 직접 나서서 해외사업 확대를 지원하는 데 한계가 있다. '독이 든 성배'라 불리는 해외시장에서 성공하기 위해서는 파트너십 구축이나 개발금융 확대 같은 접근방법의 변화가 필요해 보인다.<sup>7)</sup>

## Ⅲ. 금융 산업 분석

### 3.1 국내 금융산업 동향

#### 3.1.1 독과점적 경쟁 하의 국내 금융산업

독과점적 경쟁 상태의 5강 체제로 이루어진 국내 시장은 과도한 경쟁 상태에 있다. 이들의 자산 규모를 살펴보면 2014년 1.4분기 기준 국민금융 387조원, 하나금융 383조원, 신한금융 382조원, 농협금융 290조원, 우리금융 274조원이다.<sup>8)</sup> 상위 4개 금융지주들의 자산총계를 통해 알 수 있듯이, 현재까지 글로벌 경쟁력을 갖춘 리딩뱅크가 출현하지 않았고, 리딩뱅크가 출현할 때까지 금융지주들의 자산 경쟁이 지속될 것으로 예상된다. 4대 금융지주들은 몸집 불리기를 통해 리딩뱅크가 되기 위해 경쟁하고 있고, 이에 경쟁이 더욱 치열한 양상을 띠게 된다. 은행대형화로 인해 시장집중도가 상승하여 경쟁이 떨어질 것으로 예상되었지만, 국내 금융시장의 포화 상태로 인해 해외시장으로의 경쟁의 확장 현상

6) 문지훈, 서울파이낸스, <http://www.seoulfn.com/news/articleView.html?idxno=184523>

7) 매일경제TV, [http://mbnmoney.mbn.co.kr/news/view?news\\_no=MM1001227053](http://mbnmoney.mbn.co.kr/news/view?news_no=MM1001227053)

8) 서울경제, "우리금융, 지방銀 때내 4대지주 순위 지각변동: KB 자산 387조로 1위...하나·신한·농협 順" 2014. 5. 1.



과 더불어 오히려 더욱 심화되고 있는 상황이다.

〈표 2〉 국내 금융지주사의 자산규모

	하나금융지주	우리금융지주	신한금융지주	국민금융지주
설립연도	2005년	2001년	2001년	2008년
자산총계	367조원	340조원	318조원	291조원

자료: 각 금융지주 IR정보(2013)

우리나라의 금융산업이 경제에서 차지하는 비중을 볼 때 2009년도 기준으로 GDP 대비 금융업의 부가가치 비중은 7.0%로 OECD 국가 평균인 6.6%에 비해 높은 편으로 다른 나라들에 비해 결코 낮지 않으나, 2005년 이후 정체가 지속되고 있다.<sup>9)</sup> 또한 국가경쟁력을 측정하는 각종 조사에서 우리나라 금융산업의 전반적인 경쟁력에 대한 평가는 여전히 낮은 편으로, 경제규모는 세계 13위이지만 내세울 만한 글로벌 금융회사는 없다는 한계가 있다.<sup>10)</sup>

〈표 3〉 World Retail Banking 순위

순위	은행명	국가	총자산 (백만 달러)	ROA	C/I Ratio	NPL
1위	ICBC	중국	2,788,906	1.8%	32.9%	0.9%
2위	JP Morgan	미국	2,359,141	1.2%	65.8%	4.6%
3위	Bank of America	미국	2,212,004	0.1%	84.9%	7.2%
*****						
68위	KB금융그룹	한국	263,410	0.8%	49.2%	1.4%
72위	우리금융그룹	한국	304,227	0.7%	44.2%	1.8%
73위	신한금융그룹	한국	319,688	0.9%	47.3%	1.1%
81위	하나금융그룹	한국	265,012	0.7%	48.9%	1.3%

자료: TheBanker 2013, 최홍식-금융환경 변화와 국내 금융의 발전 과제

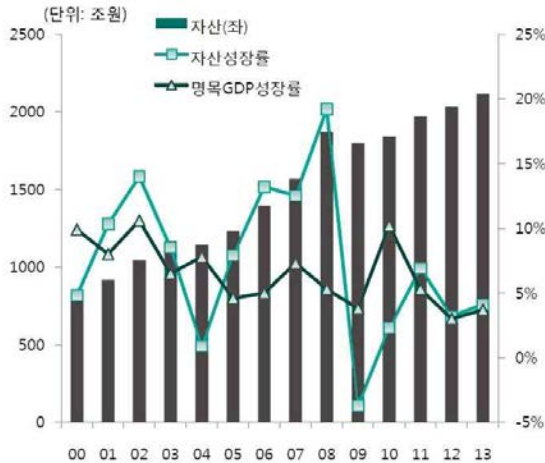
그 동안 국내 은행산업은 자산규모와 같은 외형경쟁에 의해 높은 성장세를 기록하였으나, 금융위기 이후 성장세가 정체되었다. 국내 은행의 수익성은 2005년을 정점으로 하락세로 전환되었다.<sup>11)</sup> 2013년 국내 은행은 이자이익 중심의 단순한 수익구조로 이루어져 수수료 이익 비중은 약 10%로 미국(13.7%)이나 영국(26.1%) 등 선진국에 비해 낮으며, 수수료 수익 중에서도 방카판매, 펀드판매 수수료와 같은 대리사무 취급수수료가 45%를 차지한다. 반면 미국 은행의 경우, 수탁자 관련 수수료, 예금계좌 관련 수수료, 투자은행 관련 업무 등에 따른 다양한 수수료 등이 상당비중을 차지하고 있다. 이는 각종 규제 로 인해 국내 은행이 다양한 업무를 수행할 수 있는 여건이 마련되지 않았기 때문이며 은행산업의 성장과 수익창출 역량에 부정적인 영향을 미친다.<sup>12)</sup>

9) OECD, 최홍식, 금융환경 변화와 국내 금융의 발전 과제, 2014.

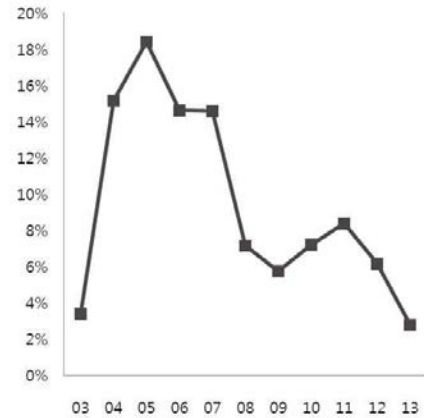
10) 최홍식, 금융환경 변화와 국내 금융의 발전 과제, 2014.

11) 최홍식, 금융환경 변화와 국내 금융의 발전 과제, 2014.

〈그림 2〉 은행 자산 규모 추이



〈그림 3〉 은행의 ROE 추이



자료: 금융감독원, 한국은행, 최흥식-금융환경 변화와 금융의 발전 과제 자료: 금융감독원, 최흥식-금융환경 변화와 금융의 발전 과제

### 3.1.2 국내 금융기관의 저조한 해외진출

2011년 3월 현재 국내 금융기관들의 해외진출은 아직 초기 단계에 있는 것으로 판단된다. 우선 진출국 측면에서 볼 때 국내 4대 은행의 진출국 수는 평균 12개 정도에 불과하며, 외환은행을 포함시키더라도 국내 주요 은행의 해외진출국 수는 평균 14개 정도이다. 금융기관 영업도 대부분 현지인을 대상으로 하기보다는 국내 기업이나 교포, 내국인 위주로 영업을 하고 있다. 이러한 이유로 성장이 정체되다 보니 국내 은행의 국제화 수준을 나타내는 초국적 지수(TNI: Transnationality Index)는 4.3%로서 영국의 40.3%, 독일의 42.7% 등에 비해 매우 낮은 수준에 머물러 있다.<sup>13)</sup>

국내 은행의 부진한 해외 진출은 양적·질적인 측면에서 국내 일반 기업의 해외 직접투자자와 비교된다. 2010년 중 국내 기업의 해외 투자 건수는 총 46,419건이고 투자금액도 총 1,406억 달러에 달한다. 이처럼 국내 금융산업의 해외 경쟁력은 일반 산업, 특히 제조업 부문의 해외 경쟁력에 비해 매우 뒤떨어진다. 예컨대, 포춘 지 등이 매년 세계에서 매출액 기준으로 500대 기업을 조사할 때 삼성전자나 현대자동차 등 국내 제조회사가 다수 포함되어 있는데 반해, 국내 금융회사는 500대 기업 내에 포함되지 않거나 최하위 수준에 머물러 있는 경우가 많다. 이는 Bank of America, 씨티그룹, HSBC, Wells Fargo 등의 금융기관이 다수 포함되어 있고 이들 금융기관의 이익도 매년 높은 수준을 기록하고 있는 것과 비교된다.<sup>14)</sup>

선진국의 대형은행의 경우 이미 여러 국가에 진출하여 높은 수익을 창출하고 있다. 이미 수많은 국

12) 최흥식, 금융환경 변화와 국내 금융의 발전 과제, 2014.

13) TNI 지수는 총자산과 총매출, 총직원수 등 3가지 항목별로 해외부문이 차지하는 비중을 산술 평균한 값이다. 장세진, 노진호, 우리나라 금융회사의 해외진출.

14) 장세진, 노진호, 우리나라 금융회사의 해외진출, 2012.

가에 이들 대형은행이 진출해 있기 때문에, 이제 해외진출을 시작하는 한국 금융회사의 경우 니치 마켓(niche market)을 고려해봐야 한다. 특히 개발도상국의 경우, 선진국 대형은행들이 기업 분야에 이미 진출해 있다. 따라서 한국의 경우 개발도상국의 개인금융 분야에 집중하며 수익창출을 위한 영역을 확대해 나가야 한다.

국내 금융투자사도 취약한 자본력으로 국내 위주의 영업을 하고 있다. 4대 금융투자사의 경우도 평균 자기자본 규모는 3.5조원으로 골드만삭스(82.3조원), 모간스탠리(72.1조원) 등의 글로벌 투자은행(IB)은 물론, 노무라(25.9조원) 등의 아시아 대형 IB에 비해 크게 뒤처진다.<sup>15)</sup> 또한 대부분 해외시장 점포를 제대로 구축하지 못한 상태로 국내 시장을 중심으로 영업을 영위하고 있다.<sup>16)</sup>

국내 시장의 한계를 극복하기 위해 금융그룹들은 해외진출을 지속적으로 시도하고 있으나 해외자산 비중은 5% 내외이며, 순이익의 해외 비중도 10% 미만으로 아직 성과가 미미하다.<sup>17)</sup>

〈표 4〉 4대 금융지주의 해외진출 성과 (%)

	총자산 중 해외비중	당기순이익 중 해외비중
하나금융	7.8	7.0
신한금융	1.6	1.8
KB금융	5.6	4.2
우리금융	4.2	9.8

자료: 각 기업 내부자료, 2012.

국내 은행들의 해외 진출은 아직 초기 단계로서 성과도 미미하고 현지사정을 잘 파악하지 못하여 많은 시행착오가 발생하고 있는 것으로 나타난다. 국내 은행들의 해외진출에 있어서 시행착오를 줄이기 위한 일환으로 해외 진출과 관련해 오랜 경험과 노하우가 축적된 선진국 은행들의 사례를 살펴본다.

## 3.2 외국금융기관의 해외진출

외국금융기관의 해외진출은 전세계를 대상으로 해외진출을 진행하는 경우와 인접국에 집중하여 진출하는 두 경우로 대별된다. 전자에는 Citibank, Bank of America 및 Santander 등이 있고, 후자에는 TD Bank와 Nordea 등이 있다. 이러한 분류에 따라 진출방법이나 지배구조에도 차이가 나타난다.

### 3.2.1 Citibank

미국 Citibank는 전세계를 대상으로 해외진출을 진행하며, 소매금융이나 기업금융 등 특정 분야에 한정되는 것이 아니라, 소비자가 필요로 하는 일체의 금융 서비스 분야를 제공한다. 해외진출 시 신규 법인을 설립하여 진입한다. 이는 M&A를 통한 이질적인 문화 융합이 비효율적이라고 판단하고, 신규

15) Bankscope, 금융감독원, 한국은행, 최홍식-금융환경 변화와 금융의 발전 과제. 2014.

16) 금융감독원, 최홍식, 금융환경 변화와 국내 금융의 발전 과제. 2014.

17) 최홍식, 금융환경 변화와 국내 금융의 발전 과제. 2014.

법인을 통한 Citigroup의 핵심 역량의 꾸준한 확산이 중요하며, 특히 자체동력 유기성장(Organic growth)이라고 불리는 성장전략을 지향하기 때문이다. 따라서 중앙집중적 운영방식으로 핵심사업 부분의 성장을 도모한다. 따라서 해외 법인의 지배구조는 본부에서 파견한 집행임원 및 이사회 중심으로 운영되고 있다.

해외 현지에서 영업상 문제가 되는 점은 현지의 규제와 문화이다. 해외진출 국가의 시장문화를 이해하는데 항상 예상보다 많은 시간이 소요되며, 이 같은 문제를 극복하기 위해서 Citibank의 문화와 현지 문화를 동시에 이해할 수 있는 인재 발굴에 힘쓰고 있다.

### 3.2.2 Bank of America

미국 Bank of America(BOA)도 전세계 기업고객을 상대로 해외진출 전략을 펼치고 있으며, 소매금융의 경우, 유럽에서의 실패 이후 더 이상 운영하지 않는다. 기업금융 부문에서는 채널의 중요성을 강조하여 운영되는데, 낮은 금리를 강점으로 우량기업의 자금 제공에 중점을 두고 있다. 해외 지점에서는 우량기업고객 발굴에, 본부에서는 credit scoring에 각각 초점을 맞춰 운영하고 있다. 해외지점의 credit 분석 능력과 본부의 credit scoring이 주요한 경쟁력으로 작용하며, 이를 바탕으로 지점과 사무소를 주요한 해외진출 수단으로 이용한다. BOA는 지점의 지배구조를 현지인 위주로 운영하되, 기업금융 부문에서 지역임원의 역할은 제한하고 있다. 현지법인의 주요한 역할은 고객 발굴 및 리스크 관리로 나뉘어 운영된다.

BOA가 고려하는 영업상 주요 문제는 평판의 위험(reputation risk)과 정치적 위험이다. 이 같은 위험은 철저한 사전조사로 예방하고 있으며, 불확실하다고 판단하게 되면 과감하게 진출을 포기한다. 이는 기존 수익구조에서 높은 수익을 보여도, 현지영업에서의 손실이나 이슈가 기존 예금자와 투자자의 동요를 불러일으키기 때문이며, 베트남 진출을 포기한 것도 평판훼손의 우려에서 결정된 것이다.

### 3.2.3 Santander

Santander도 앞서 두 은행과 같이 전세계 고객을 타겟으로 해외진출을 진행해 왔다. 하지만 소매금융에 집중한다는 면에서 차별화를 하고 있으며, 전체 수익의 80%가 소매금융 부문에서 창출된다. 현재는 유럽 및 아메리카에 대부분 진출해있으며 아직까지 아시아 진출은 미미한 상황이다. 주요 진출 수단은 현지법인과의 M&A로서, M&A를 선호하는 이유는 기존 네트워크를 활용할 수 있고 문화 및 규제 차이에 쉽게 대응할 수 있기 때문이다. 이 같은 효과를 극대화시키기 위해서 현지 문화 및 규제와 본부의 문화를 동시에 이해할 수 있는 CEO 등 현지임원의 발굴에 주력한다. 따라서 지배구조에 있어서 집행임원은 대부분 현지인으로 영업의 자율성이 높으며, 본사에서는 다수의 사외이사를 파견하여 위험 및 비용 관리를 통제한다. Santander의 독특한 부분은 중앙집중식 IT operation을 운영하고 있다는 점이다. 이는 본부와 현지를 이어주는 역할뿐만 아니라, 두 지역간 시너지 효과를 극대화시킬 수 있는 매개체로써 그 역할을 한다.

Santander의 해외진출의 주요 장애는 현지 규제와 문화의 차이이다. 따라서 해외진출에 있어서 장기 간에 걸친 사전준비를 하고, 현지 전문가를 본사 사외이사에 참여시킨 뒤 정보를 공유한다. 또한 진출 목표지역 은행에 소수지분만 투자하기도 하는 등의 방법으로 위험을 제거하는 것이다.

### 3.2.4 TD Bank

TD Bank는 캐나다 은행으로 인접국인 미국에 주로 진출한다. 해외진출 대부분이 미국에서의 소매 금융에서 이뤄지고 있어, 고객 확보에 유리한 M&A를 통해 이뤄지고 있다. 은행 전체 수익의 85%가 소매금융에 집중되어 있으며, 해외자산의 80%가 미국에 집중되어 있다. TD Bank의 수익이 대부분 소매 금융에서 발생하는 이유는 캐나다 경제 구조에 있는데, 캐나다는 대기업이 별로 존재하지 않기 때문에 기업금융이 원천적으로 위축되어 소매금융이 발전한 것이다. TD Bank의 해외진출에서의 지배구조를 보면, 집행임원은 본부를 잘 알고 있는 현지인이며, 본사는 소수의 사외이사를 파견한다. 본부는 Cost 통제와 시스템 통합에 집중하기 때문에, 집행임원의 현지에서의 자율성이 높은 편이다.

TD Bank의 영업상 문제점은 자산운용 차이 및 부정적 성과 전망이다. 이러한 어려움을 극복하기 위해서 문화와 평가시스템에서의 장기적인 통합에 주력하고 있다. 따라서 뉴잉글랜드와 같이 자신 있는 지역에만 진출하되, 단기적인 해외진출에서의 부진을 본부차원에서 감안해주는데 이 역시 영업상 문제점을 해결하는데 일조한다.

### 3.2.5 Nordea

스웨덴에 위치한 Nordea는 지리적 및 문화적 배경이 유사한 지역만을 북유럽 인접국만을 진출 국가로 선정하여 진출하였다. 이는 global bank를 지향하는 것이 아니라 super regional bank를 지향하는 것으로 볼 수 있으며, 이러한 경향은 아일랜드 진출에서의 실패에 기인한다. 해외진출은 주로 현지법인과의 M&A를 통해 진행되는데, 이는 고객 확보에 유리하기 때문이다. 그러나 북유럽의 경우 규제와 문화가 비슷하기 때문에 소매금융 확대를 위해 반드시 M&A만을 고집하는 것은 아니다. 지배구조에서 있어서 현지에서의 자율성을 인정하여 집행임원은 대부분 현지인이며, 본사는 소수의 사외이사만을 파견한다. 현지인은 모두 본부의 전략과 문화를 잘 이해하는 북유럽인들로서 '본부-현지인'간 구별의 실익이 적다.

자유, 평등, 환경, 혁신으로 이뤄진 Nordic idea의 공유를 통한 공생발전을 지향한다는 점이 Nordea의 특징이고 이 점은 운영에서 잘 들어난다. 규제와 문화가 모두 비슷하기 때문에 영업상 발생하는 특별한 장애가 없고, 이러한 특징으로 규모의 경제 달성 등을 통한 비용절감과 같은 보수적인 자산운용이 가능하고, 공격적인 영업을 필요하지 않다.

## IV. 하나금융지주의 해외진출 전략

### 4.1 개괄

국내 금융산업은 독과점체제로 인해 출혈경쟁을 하고 있으며 이런 상황에서 수익성이 정체되면서 새로운 전략을 필요로 하게 되었다. 이러한 상황을 탈피하기 위해 가장 대두되고 있는 전략은 해외진출 전략이다. 국내 금융회사들이 글로벌 경쟁력을 확보해야 하는 당위성은 크게 세가지로 요약할 수 있다. 첫째, 미래의 성장동력 확보를 위해 필요하다. 둘째, 국내 금융시장의 성숙도를 제고하기 위해 필요하다. 셋째, 궁극적으로는 국내 금융시장의 개방도를 높여 선진 금융기관과 어깨를 나란히 하기 위해서는 국내 금융산업의 적극적인 해외진출이 필요하다.<sup>18)</sup>

하나금융은 외환은행 인수로 넓은 해외 금융네트워크를 확보하게 되었고 해외에서의 인지도 향상과 외환업무 등 영업에서의 규모와 범위의 경제 실현 등의 기반을 갖추게 되었다. 해외진출에 있어서 고려해야 할 요소들은 국내에서 보유한 핵심역량이 이전될 수 있는지, 현지에서의 foreign liability를 효율적으로 극복하고 경쟁력을 쌓아 수익을 내며 성장할 수 있는지 등이다.

하나금융은 foreign liability를 극복하고 기존의 핵심역량을 순조롭게 이전할 수 있는 국가들을 선별하여 집중적 현지화 전략과 효율적인 글로벌 네트워크 구축을 중심으로 해외진출 전략을 수립하였다. 우선 중국, 인도네시아, 미국, 캐나다에서 집중적 현지화 전략을 수립 실행하고, 이들 주요 권역의 연계구조를 활용하여 글로벌 네트워크를 구축한다. 이때 현지인 금융 확대와 기업금융 강화를 구분하여 전략 방향을 수립하되 지역별 영업 역량과 지리적 인접성을 기반으로 연계체계를 구축한다.

### 4.2 국별 현지화 전략<sup>19)</sup>

#### 4.2.1 중국

중국에 진출한 한국계 은행은 과거에는 여신 심사 등에서 유리한 중국 내 한국계 대기업 중심으로营业을 확대하였다. 초기에는 중국계 국유 대기업에 대한 신용위험 가능성으로 선호하지 않았지만 차츰 실적이 축적되면서, 최근에는 중국계 국유 대기업에 대한 영업이 확대되고 있다. 한국계 은행은 중국계 은행에 비해 금리, 영업력 등에서 경쟁력이 떨어지며, 대출금 자체가 한국계 은행이 중국계 은행에 비해 매우 작고, 대기업 여신이므로 성장에 한계가 있어 이러한 대기업 위주의 영업은 실적대비 낮은 수익성을 나타낸다.

18) 장세진, 노진호, 우리나라 금융회사의 해외진출, 2012.

19) 글로벌전략팀, 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020, 2014.

그러나 중국 SME 대출시장은 지속적으로 성장할 것으로 예상된다(<표 > 참조). WSJ에 따르면 민생 은행은 현재 대출의 25%인 중소기업 비중을 3~5년 안에 45~50%로 확대할 계획이다. 또한 2013년 7월 26일 중국인민은행 총재는 중소기업 대출 지원 정책의 가속화를 발표했다.<sup>20)</sup> 따라서 향후 우량 SME 중심 고객기반 확대, HNW 특화 전략 추구 및 리테일 영업에 집중하여 영업 확대와 수익성 개선을 도모하여야 한다.

<표 5> 중국 SME 대출시장의 성장 전망 (단위: %)

	2006	2011	2016	2021
Retail	10	15	19	22
SME(small/mid)	37 (12/25)	46 (27/19)	48 (30/18)	53 (35/18)
Large	52	39	33	26
Total (십억위안)	23,828	58,189	102,468	174,359

자료: McKinsey, 글로벌전략팀(2014)

이를 위해 다음과 같은 SME 대출 확대방안이 필요하다. 첫째, 현재 SME에 대한 대출 경쟁이 심화되지 않은 상황으로서, 보증서 대출을 중심으로 우량 중소기업부터 대출을 확대한다. 특정 보증사들과 지속적인 거래를 통해 안정적 기반 구축한다면 해당 대출을 확대할 수 있으며, 중국계 은행과 협업을 통한 자체 보증사 설립을 고려해볼 수 있다. 둘째, SME 영업 확대를 위해 지역 차별성이 심사에 반영될 필요하다. 현재 여신심사는 북경에서 동일기준으로 진행되므로, 상대적으로 경제규모가 작은 지역의 우량기업의 대출이 미승인될 수 있는 가능성이 있다. 예를 들어 북경에서 100위 기업이 장춘 1위보다 규모는 클 수 있으나, 이것이 우량기업임을 보증하지는 않는다. 만약 지역에서 최우량기업임에도 불구하고 미승인될 경우 동기업과 관계 악화되고 이는 타기업과의 관계에도 악영향을 끼칠 수 있다.

BCG는 'Global Wealth 2013 보고서'에서 중국이 2017년에는 세계 2번째의 자산을 보유한 시장이 될 것으로 전망했다.<sup>21)</sup> 따라서 한국을 선호하는 중국 부자를 대상으로 부가서비스, 대출, 카드 등이 연계된 理財產品(재테크상품)을 제공한다. 중국 부유층들은 주로 신탁과 理財產品을 통해 자산을 증식하는데, 은행이 판매하는 理財產品에 대해 신뢰가 높으므로, 중국 부유층에 맞는 상품을 개발한다면 충분한 수요를 이끌어낼 수 있다. 일정 금액 이상 예치한 중국인을 대상으로 특화된 여행, 의료, 교육 등의 부가서비스를 제공하며 마일리지 서비스와 대출과 연계한다.

또한 BCG는 중국 개인의 자산은 2012년의 13.5조달러에서 2017년 27.5조달러로 향후 5년간 매년 15%씩 성장할 것으로 전망한다.<sup>22)</sup> 개인 자산이 급성장함에 따라 다음과 같은 영업확대 방안이 요구된다. 첫째, 기업 금융에 대비하여 개인 고객 비중을 제고한다. 한국계 은행의 강점을 최대한 활용하여 중국인 자산가 틈새시장을 공략한다. 현재 KEBC 채널을 기반으로 리테일 부문을 확대한다. 이 과정에서 한국 모행 리테일 선진금융 노하우를 접목시키도록 한다. 둘째, 개인 대출 M/S를 단계적으로 증대시킨다. 즉 현 채널내의 저위험 고객군에게 신용대출을 확대하고, 거점지역위주의 개인신용대출을 확

20) 글로벌전략팀, 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020

21) 글로벌전략팀, 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020. 2014.

22) BCG, 글로벌전략팀, 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020. 2014.

장하고, 나아가 개인신용대출을 전(全)채널로 확대한다. 셋째, 리테일금융 확대를 위한 시스템을 구축하고 인프라를 강화한다. 이를 위해 한국인과 중국인 리테일 전문가 인력을 보강하며 중국 고자산 고객을 위한 상품과 서비스를 활성화시킨다. 마지막으로 온라인, 디지털 채널로 판매, 마케팅, 홍보 차원에서 채널을 고도화시킨다.

#### 4.2.2 인도네시아<sup>23)</sup>

하나금융은 현재 인도네시아에서 한국계 기업 위주의 운영구조를 가지고 있다. 특히 현지 한국계 대 기업을 중심으로 영업이 이어지고 있는데, 최근 Standard Chartered와 일본 SMBC의 한국계 대기업 영업 강화로 경쟁이 심화되고 있는 상황이다. 또한 이들은 한국계 대기업뿐만 아니라 중소기업에 대한 영업도 확대하고 있다. 이처럼 경쟁이 심화되고 있는 지금까지도 현지에 적합한 신용평가시스템이 부재한 상황으로 대출은 신용평가시스템 없이 심사부 심사를 중심으로 진행되고 있다. 인도네시아 외환 은행의 경우 국외신용평가시스템을 사용하고 있으나 독자시스템은 아니다. 현재 별도의 신용평가모형을 개발 중인 상황이다.

이러한 이유로 다음과 같은 현지화 전략이 요구된다. 첫째, 우량 SME 대출 부문을 적극 확대한다. 이를 위해서 신용평가시스템을 도입하고, RM 및 지점장급 로컬 핵심인재를 영입하며, 한국기업 협력 업체를 적극 유치한다. 둘째, SME 대출 성장세가 높은 지역을 중심으로 점포를 확대한다. SME 중심 점포는 점포당 SME 자산 비율 목표를 설정하여 운영하도록 하여 리스크를 관리한다. 셋째, 지속적 성장이 기대되는 소비자금융시장 등 multi-finance 시장에 진출한다. 특히 사륜 중고차 시장에 집중하면서 사륜 신차 시장으로 영역을 확대하도록 한다. 그리고 현지 대기업과의 JV를 통한 신규진입 후 기존 업체 인수를 추진해 시장 범위를 넓히도록 한다.

Bank Indonesia는 은행들이 총 대출의 최소 20%를 SME에 대출하도록 규제하고 있다. 또한 McKinsey 등은 인도네시아 SME 시장을 가장 빠른 성장과 수익성을 보이는 지역 중 하나로 선정하였고, 향후 인도네시아 시장에서 SME 대출 부문이 급성장할 것으로 판단된다. 이러한 변화에 맞추어 SME의 대출확대를 위하여 현지인 핵심 인재를 영입하고, 한국기업 협력업체를 적극 유치하며, 여신심사를 위한 현지환경에 맞는 신용평가시스템을 도입하는 등 다음과 같이 기반을 마련하여야 한다. 첫째, 지역 핵심 인재는 현지은행 경력자 및 만다린어 능통자로서 지역의 지식과 경험을 적용하도록 한다. 인재 영입을 위해서는 현지 여건을 반영한 인센티브 체계 등을 개선하는 노력이 필요하다. 둘째, 현지 한국 기업의 협력사 리스트를 작성하여 우선 순위 기업을 대상으로 집중 관리한다. 이 과정에서 글로벌 CMS 서비스를 현지화하여 고객 서비스로 제공할 수 있도록 한다. 셋째, 현지환경에 부합하는 신용평가시스템에 기반한 여신심사 체계 구축이 필요하다. 이를 위해 현재 PT Hana는 자체 신용평가 시스템을 구축하고 있다.

SME 대출 성장성을 고려한 인도네시아에서 채널 확대 전략은 SME 대출 성장성을 고려하고 목표 수준을 설정하는 것이 필요하다.<sup>24)</sup> 우선, SME 성장성이 높은 지역을 선정해 해당 지역을 중심으로 채

23) 글로벌전략팀, 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020. 2014.



널을 확대한다. 지역 성장성을 고려하되, 관리 및 운영 효율성을 감안한 선정이 필요하다. 대표적인 지역으로 Banjarmasin, Palembang, Semarang, Serang, Tangerang, Bandung 등이 있다. 점포의 영업을 SME에 집중하기 위하여, 점포당 SME 자산 비율을 설정하여 특정기간까지 목표를 달성할 수 있도록 관리한다.

#### 4.2.3 캐나다<sup>25)</sup>

현재 캐나다에서 하나금융은 한인 중심으로 업무를 운영하고 있다. 하지만 현지 한인 및 교민 중심 영업에서의 한계가 대두되고 있다. 한인 투자이민 증가세가 정체 되었으며, 한국계 경쟁은행의 토론토 등 신규 지점 개설에 따른 경쟁이 심화되고 있기 때문이다. 또한 캐나다 정부의 주택담보대출에 대한 지속적 규제 강화 역시 방해 요인으로 작용하고 있다. 또한 중앙은행 저금리 정책과 Basel 3 도입에 따른 자본 및 유동성 규제 강화로 수익성이 정체되었다.

이러한 문제에서 벗어 나기 위해서는 이민자 대상 Business 강화, 점포 확대 및 관계사와의 시너지 강화를 통한 소매금융 활성화가 필요하다. 우선 이민자 대상 Business 강화의 경우, 중국계 RM 채용을 통한 이민자 고객을 유치한다. 동시에 투자 이민 대출 증대, 차별화된 서비스 제공, 비한인 고객 대상 여신상품 개발 등이 이를 뒷받침한다. 점포 확대의 경우, 화교 밀집 거주 지역인 토론토, 밴쿠버 내에 거점을 확보하고 이를 기반으로 영업을 이어가도록 한다. 그룹 관계사와의 시너지 강화는 하나은행, 외환은행, 통합 중국 현지법인, 민생은행 및 길림은행과의 업무 공조로 이뤄낸다. 캐나다 이민 고객 연계 및 고객 관리 공조가 시너지 강화에 큰 영향을 끼칠 것이다.

#### 4.2.4 미국<sup>26)</sup>

미국에서 운영되고 있는 하나금융의 영업 현황은 한인 중심 영업과 채널 편중으로 요약된다. 현재 미국에서는 자본금 제약에 따른 기업영업에서 제약을 받기 때문에 뉴욕과 뉴저지 한인 및 교민 중심으로 지역 내 소상공인 중심의 영업으로 이루어진다. 동부에는 BNB(3개 지점), Hana(1개 지점), KEB(2개 법인)이 네트워크를 가지고 있지만 서부에는 KEB LA 현지법인 하나만 운영되어 채널이 편중된 실정이다. 동부에 치우쳐진 네트워크 채널을 확대하기 위해, KEB의 경우에는 LA 등 핵심지역의 Re-banking을 추진해야 한다. BNB는 NY, NJ 외의 LA, Seattle, Atlanta 등의 기타 핵심지역으로 진출이 필요하다. 서부지역 중견은행과 미국 현지 중국계 은행과의 추가적인 M&A를 통해 자산과 이익을 확대하는 동시에 채널 확대를 이뤄낼 수 있다.

또한 한인 중심에서 비한인 대상 영업 및 그룹 시너지 강화, M&A 추진 등을 통해 고객기반 확대가 필요한 단계로서 비한인 고객 기반을 확대하기 위해서는 아시아계 고객 확대를 통한 Ethnic Bank로써

24) 글로벌전략팀, 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020. 2014.

25) 글로벌전략팀, 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020. 2014.

26) 글로벌전략팀, 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020. 2014.

차별화를 시도해야 하며 이를 위해 아시아계 RM 채용이 필요하다. 또한 Retail Banking의 확대도 비한인 고객을 확대하기 위해 필요한 부분으로서, 상업용 부동산 대출 확대와 PB 및 F/X 등 양행의 장점을 활용하도록 한다. 캐나다에서의 현지화 전략과 마찬가지로 미국에서도 그룹 관계사와 시너지 강화를 시도한다. 하나은행, 외환은행, 통합 중국 현지법인, 민생은행 및 길림은행과 업무 공조를 통해 시너지 효과를 기대해본다.

### 4.3 (효율적인) 글로벌 네트워크 구축<sup>27)</sup>

하나금융지주의 글로벌 네트워크 현황을 살펴보면, 아시아에서의 선택과 집중 그리고 선진국에서의 틈새시장으로 표현할 수 있다. 아시아에서는 지리적 인접성과 성장 잠재력이 다분히 존재하는 국가에 집중하여 수익을 창출하려는 노력이 있으며, 선진국의 경우 이미 선진금융기업들이 많이 진출해 있기 때문에, 그들 사이에 있는 틈새시장을 공략하는 전략으로 설명된다.

향후 효율적인 글로벌 네트워크 구축을 위해서는 아시아-북미-남미-유럽의 주요 권역간 연계구조를 수립하고 국별 선택과 집중을 통해 Global Local Bank로 성장하여야 한다. 이를 위해 집중적인 추진분야는 다음의 세가지로 구분되며, 구체적인 전략은 하나-외환 간 합병으로 발생하는 시너지를 고려하여 수립하도록 한다. 첫째, 차순위 공략 대상 후보 국가 및 지역에서 재무적 요소, 구조적 요소 등을 고려하여 신규 진출 지역을 선정한다. 둘째, 지역별 확장을 위하여 각 지역별 법인 및 지점별 핵심 역량에 맞춰 구체적인 영업방향을 재정립한다. 셋째, 권역별로 효율적인 네트워크 체계를 구축한다.

우선 차순위 공략 후보 지역 및 국가로는 아시아권에서는 홍콩, 베트남, 싱가포르, 인도, 일본 등이며, 북미-남미 연계권에서는 파나마, 칠레, 호주이고, 유럽권역은 러시아, 터키, 폴란드, 독일, UAE, 바레인 등이다. 이들 국가와 지역의 영업역량에 따라 ‘현지인 금융 확대(regional local bank)’와 ‘기업 금융 강화(international banking)’ 그리고 ‘현지인금융-기업금융 연계’의 세 그룹으로 다음의 <표 6>와 같이 전략의 방향을 설정한다.<sup>28)</sup>

27) 글로벌전략팀, 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020. 2014.

28) 글로벌전략팀, 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020. 2014.

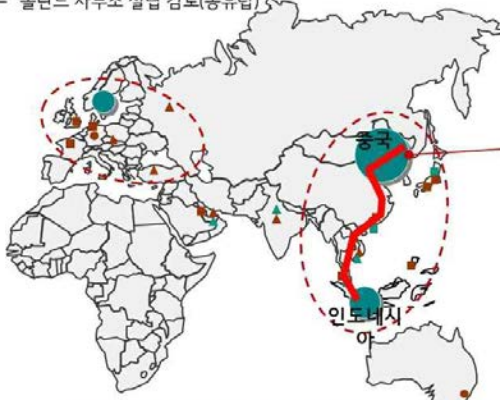
### <지역의 영업 역량에 따라 '현지인 금융 확대', '기업금융 강화'로 구분하여 전략 방향을 설정>

	(진출국)	(전략 방향)	(진출국)	(전략 방향)
Regional Local Bank (현지인 금융 확대)	중국 (현지법인)	<ul style="list-style-type: none"> <li>집중적 현지화 영업기반 강화</li> <li>현지법인 통합추진</li> </ul>	인도네시아 (현지법인)	<ul style="list-style-type: none"> <li>집중적 현지화 영업기반 강화</li> <li>소비자금융시장 진출 추진</li> <li>현지법인 통합추진</li> </ul>
	미국 (현지법인, 지점)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Two Track 체제 구축</li> <li>BNB 중심 리테일 뱅킹</li> <li>하나/외환은행 지점 기업영업 강화</li> </ul>	캐나다 (현지법인)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Local 소매금융 영업 활성화</li> <li>이민자 대상 비즈니스</li> <li>화교밀집 지역 거점 개설 추진</li> </ul>
현지인 금융 +기업 금융	호주(지점)	<ul style="list-style-type: none"> <li>지점 전환, 기업영업 강화</li> <li>중국계 은행과 파트너십 강화</li> </ul>	홍콩(은행)	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업 및 Retail 영업 확대</li> <li>하나/외환 현지법인과 시너지 확대</li> </ul>
	브라질(현지법인)	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업금융 영업 확대</li> <li>현지은행 인수를 통한 리테일 진출</li> </ul>	필리핀(지점)	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업 및 Retail 영업 확대</li> <li>점포 추가 확대(클락지점 영업개시)</li> </ul>
International Banking (기업금융 중심)	홍콩(증권)	<ul style="list-style-type: none"> <li>IB 중심 현지법인 영업 활성화</li> </ul>	인도, 일본, 싱가포르	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업금융 중심 연계영업 및 교포영업</li> <li>인도 첸나이 지점 설립 예정</li> </ul>
	베트남(지점)	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업금융 중심 영업 확대</li> </ul>	파나마(지점)	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업금융 영업 확대</li> <li>북미와 남미의 연계거점 역할</li> </ul>
	칠레(사무소)	<ul style="list-style-type: none"> <li>중남미 영업활동 강화</li> <li>파나마지점 등과 연계영업</li> </ul>	독일(현지법인)	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업영업 및 수수료 비즈니스 강화</li> <li>유로송금센터를 통한 송금업무</li> </ul>
	러시아(사무소)	<ul style="list-style-type: none"> <li>현지법인 전환, 기업영업 등</li> <li>러시아 및 CIS 국가 진출 거점</li> </ul>	터키(사무소)	<ul style="list-style-type: none"> <li>유럽 및 중동 지역과 연계영업 강화</li> <li>현지시장 진출 추진을 위한 M&amp;A 검토</li> </ul>
	바레인(지점)	<ul style="list-style-type: none"> <li>투자금융 기회 확대</li> <li>건설 Project 관련</li> </ul>	UAE(지점, 사무소)	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업금융 중심</li> <li>원전 및 유전관련 신규업체 유치</li> </ul>

### <지역별 영업 역량과 지리적 인접성 등을 기반으로 연계 체계 구축>

#### ④ 유럽권역은 기업금융, SOC 중심

- 러시아 : 법인 전환 후 CIS 국가 진출 거점 역할 수행
- 터키 사무소 : 유럽, 중동간 연계영업 역할
- 폴란드 사무소 설립 검토(동유럽)



#### ① 아시아 벨트 시너지 확대

- 중국-홍콩-베트남-싱가포르-인도네시아
- 아시아 경제상권을 장악하고 있는 화교 대상 영업 금융서비스 제공
- 태국 또는 말레이시아에 진출하여 아시아 벨트 확대

#### ② 북미 벨트 구축

- 미국, 캐나다 현지법인과 연계한 Retail 영업 확대
- 하나-KEB 지점(현지법인) 기업 연계영업 강화



#### ③ 북미-남미 연계

- 파나마지점이 북미-남미 비즈니스 연계거점 역할
- 기업금융 연계 역할

## 4.4 하나금융지주의 해외진출을 위한 과제

### 4.4.1 해외 진출 시 애로점

기업의 해외진출에는 여러 가지 애로사항이 존재한다. 특히 금융기업의 경우, 금융당국의 폐쇄성에 따른 문제가 있다. 금융위기 이후 New Normal에 따라 규제강도가 더욱 강화될 가능성이 높다. 이러한 규제는 진출국 자국의 금융회사 및 시장보호를 위한 노력에서 발생한다. 더구나 선진금융회사의 조기 진출로 시장을 선점함에 따라, 인수 대상 금융회사를 물색하는데 어려움이 예상된다. 특정지역에 편중된 진출은 국내 금융회사 간 경쟁심화로 이어진다. 마지막으로 현지 우수인력 확보에 따른 어려움이 있다.

위에 언급된 것처럼 금융기업의 해외진출을 있어서 해외부분에만 애로가 있는 것은 아니다. 국내에도 많은 문제가 산적해있다. 우선 글로벌 경영을 위한 자체 인프라가 부족하다. 전문인력, 시스템 해외 경영 노하우 등 많은 부분이 부족한 것으로 파악된다. 또한 차별화된 상품 및 서비스가 미약하며 장기적인 관점의 체계적인 추진역량이 부족하다. 선진은행 대비 브랜드 이미지가 낮다는 것 역시 문제점으로 인식된다.<sup>29)</sup>

### 4.4.2 해외진출의 기본 전략<sup>30)</sup>

이처럼 국내외에 문제가 산재한 상황에서 해외진출 전략은 인력의 확보, foreign liability의 최소화, 단계적 real option 접근법, 장기적 관점의 리스크 관리 및 내부 통제시스템의 정비에 집중하여 다음과 같은 방향으로 진행되어야 한다.

첫째, 해외 경영인력의 양성을 위한 장기적인 투자가 선행되어야 한다. 과거 내수 위주, 경쟁 제한적인 규제 시스템 하에서의 인재 선발 기준으로는 글로벌 경쟁력을 확보하기 어렵다. 즉, 해외 시장에서 경쟁할 수 있는 글로벌 경영인력의 양성 및 확보 등이 매우 중요하다. 해외 현지인력을 잘 활용하기 위해서라도 해외 인력을 관리할 해외 경영인력이 있어야 가능하다.

둘째, 문화적 차이가 적고 현지 적응이 쉬운 아시아 및 신흥시장이 주요한 진출 대상이 되어야 한다. 금융산업은 규제의 영향력을 강하게 받는 국제산업의 성격이 있고, 해외 영업을 위해서는 문화적 이해도가 높아야 하기 때문에 상대적으로 문화적 이질감이 적은 아시아 주변 국가로의 진출이 바람직하다.

셋째, 일시적인 대규모 투자보다 점진적인 투자로써 점차 몰입의 정도를 높여야 한다. 하나의 투자처에 매달리는 전략보다는 다수의 투자처를 모색하고 각 투자처에 대한 투자 강도를 점차 높이면서 시행착오 비용을 줄이는 소위 리얼 옵션(real option)적인 접근이 필요하다.

29) 윤용로, 글로벌사업 Vision 2015, 2012.

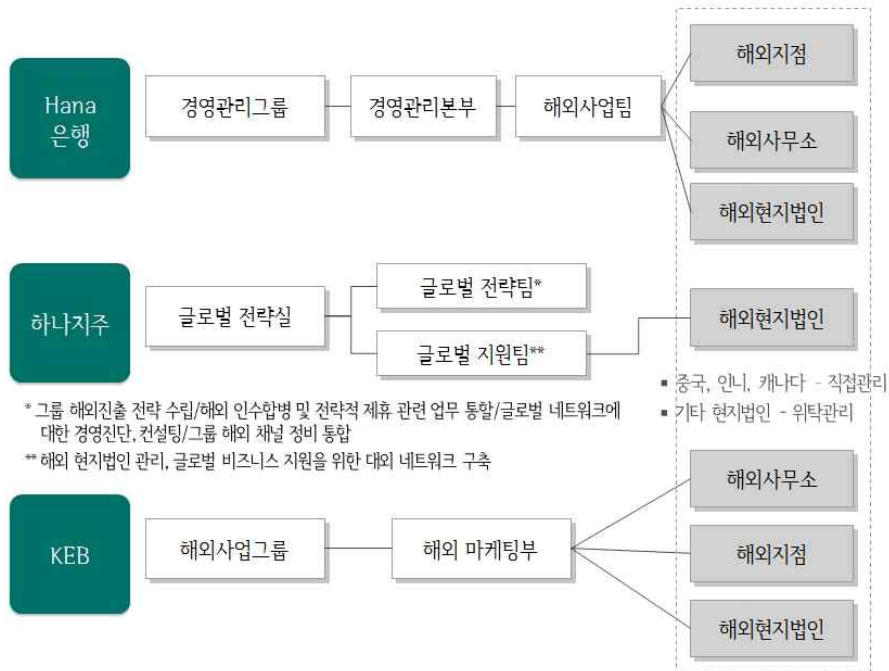
30) 장세진, 노진호, 우리나라 금융회사의 해외진출: 노진호, 글로벌 은행들의 해외진출 전략과 시사점, 2012.

넷째, 작은 규모의 실패에 대한 관대한 처분이 필요하고 실패로부터 교훈을 얻는다는 자세가 필요하다. 단기 실적평가 시스템 하에서는 적은 지식과 경험 등에도 불구하고 지나치게 욕욕이 앞서 고위험 고수익 투자의 우를 범할 수 있다. 따라서 업적을 장기적으로 평가할 수 있는 시스템을 구축하고 해외 사업에 대한 리스크 관리 및 내부 통제시스템을 정비하는 작업이 선행되어야 한다.

#### 4.4.3 해외진출 시 조직과 지배구조<sup>31)</sup>

다수의 지역과 국가로 해외진출 시 해외 네트워크가 개별 Entity로 산재되어 있으면 글로벌업무를 총괄하는 체계의 구축이 필요하다. 하나금융지주의 해외 네트워크 관리 조직은 아래의 <그림>과 같이 하나은행, 외환은행, 하나지주 별로 산재되어 있다. 이는 해외 네트워크에 대한 인사 및 평가 등 실질적 관리에서 어려움을 가져온다. 따라서 권역별 협의체 구성과 지역본부 도입이 필요하다. 권역별 협의체를 통해 지역내 정보 공유를 통해 시너지 효과를 기대할 수 있다. 지역본부의 본부장에게 해당 소속 점포장의 성과평가 및 인사권을 부여함으로써 권역별 협의체의 정보 공유 등 시너지의 극대화를 위해 협력을 장려하도록 운영하여야 한다. 또한 지역에 적합한 신용평가시스템을 구축하고 지역본부 심사역 도입을 통한 심사 역량 강화도 지역본부 도입에서 필요한 요소이다.

<그림 5> 하나금융그룹의 해외진출 조직체계



31) 글로벌 전략팀, 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020. 2014.

## VI. 결론

현재까지 국내 금융산업의 세계화는 초기단계에 불과하다. 과거부터 세계화를 위한 많은 노력을 해왔지만 이렇다 할 성과를 이루지 못했다. 이러한 저조한 성적의 배경에는 여러 이유가 있다. 해외진출이라는 장기적인 투자임에도 불구하고 단기적인 수익성을 지표로 삼았으며, 단기 수익을 내기 위해서 급격하게 투자를 증가시켰고, 법률 및 문화적 차이가 중요함에도 이를 집중적으로 고려하지 않아 foreign liability 비용을 높였으며, 실패에 대해 매우 엄격한 문화를 유지하는 등의 문제로 인해 한국 금융산업의 세계화는 큰 성과를 이루지 못했다.

Citibank, Bank of America, Santander 등 선진 금융 기업의 사례를 통해 우리는 그간 당면했던 애로 사항에 대한 문제의식을 환기하였다. 첫째, 해외 경영인력의 양성을 위한 장기적인 투자가 선행되어야 한다. 둘째, 문화적 차이가 적고 현지 적응이 쉬운 아시아 및 신흥시장이 주요한 우선진출 대상이 되어야 한다. 셋째, 일시적인 대규모 투자보다 점진적인 투자로써 점차 몰입의 정도를 높여야 한다. 넷째, 작은 규모의 실패에 대한 관대한 처분이 필요하고 실패로부터 교훈을 얻는다는 자세가 필요하다. 이러한 해결책의 모색은 기존의 문제를 해결하는 동시에 금융산업의 세계화라는 목표를 추구함에 있어서 당위성을 제시한다.

앞으로 하나금융지주에서 해외진출과 글로벌 네트워크 형성이라는 목표 아래, 특히 주목할 국가는 중국, 인도네시아, 북미주이다. 중국과 인도네시아의 경우 높은 성장률로 세계 경제의 성장잠재력을 높인 지역이다. 현재 그 성장동력이 조금은 약해지고 있는 시점이지만, 아직까지 성장할 부분이 많다는 점에 초점을 맞춰야 한다. 특히 SME 관련 금융 부문에 주목하여 기업금융과 현지인 금융의 연계고리를 마련하여야 한다. 북미주의 경우 한인 동포를 중심으로 금융 세계화의 기반을 만들어 나갈 필요가 있다. 또한 북미주는 세계 유수한 은행과의 네트워크를 맺을 수 있는 지역이라는 점에서 금융 해외진출에 관해서 정기적인 관점에서 고려해야 할 지역이다.

이 사례연구는 하나금융지주를 포함한 우리나라 금융기관에 대한 다음과 같은 시사점을 제시한다. 첫째, 선진은행의 경우 자신 있는 업무영역과 지역에 진출하고 수익이 나지 않는 지역에서는 과감히 철수하고 있기 때문에, 선진국보다 아시아에 대한 더 높은 이해도를 가지고 있는 국내 은행들은 중국이나 동남아 등 성장 잠재력이 높은 인근 개도국으로 진출할 수 있는 기회가 충분한 것을 의미한다. 둘째, 해외진출에 성공하기 위해서는 현지에서 답을 구하는 방식이 아니라 국내에서 축적된 경험과 핵심역량 등을 현지에 전이하여 구현하는 접근이 중요하며, 국내 은행들의 자체적인 역량 제고와 정체성 확립 노력이 지속적으로 기울이고 축적된 핵심역량을 활용하여 foreign liability를 극복하고 적절한 진입방법에 의해 현지에 안착할 수 있도록 하는 것이 필요하다. 셋째, 해외진출을 근시안적으로 서두르지 말고 장기적인 안목에서 해외 전문가의 발굴 및 육성이 중요하다. 해외 부문에 대한 지식이 높아지고 문화적 이해도가 깊어질수록 수익성 제고와 리스크 관리 등에 유리하다. 이를 위해 선진국 은행들은 전문인력 확보는 물론 본부와 해외 전문인력 간의 커뮤니케이션을 매우 중요하게 여긴다.

## 참고문헌

### 논문 및 보고서

- 김동우(2013). 싱가포르 은행들의 해외진출 현황 및 전략. KB금융지주경영연구소
- 김정태(2012). 하나은행 Vision 2015-비즈니스별 목표와 중점추진전략. 하나은행.
- 김종열(2012). 하나금융지주 Vision 2015. 하나금융지주.
- 김주환(2013). 금융발전지수로 본 우리나라 금융의 글로벌경쟁력. KB금융지주경영연구소.
- 김지원(2012). 하나대투증권 Vision 2015. 하나대투증권.
- 송재용(2012). 2010년대 패러다임 변화 시기의 지속적 경쟁우위 창출 전략. 서울대학교.
- 윤용로(2012). 글로벌사업 Vision 2015. 하나금융지주.
- 이미진(2013). 일본 메가뱅크의 해외이익 증가와 영업전략. KB금융지주경영연구소.
- 장세진, 노진호(2012). 우리나라 금융회사의 해외진출. 하나금융경영연구소.
- 최경규(2012). 하나금융지주의 외환은행 인수 합병. 동국대학교.
- 최홍식(2012). 금융산업의 구조 변화와 시사점. 하나금융경영연구소.
- 최홍식(2014). 금융환경의 변화와 국내 금융의 발전 과제. 하나금융지주.
- 글로벌전략팀(2014). 그룹 중장기 글로벌 전략 실행계획 2020. 하나금융지주
- KB금융지주경영연구소(2011). 글로벌 금융기관의 해외진출 전략-Macquarie와 HSBC 사례. -

### 신문 및 잡지

- 김진(2014). “글로벌 은행들의 해외 영업활동 현황과 특징.” 주간 금융경제동향. 제4권 제23호. 우리금융경영연구소.
- 윤석현(2014). “은행권 수익성 하락과 대응방안.” The Banker. Vol. 723. 12-14
- 조익연(2014). “신흥국의 디지털 혁명과 국내은행의 해외진출에 대한 시사점.” 주간 금융경제동향. 제4권 제23호. 우리금융경영연구소.
- 매일경제TV. “은행권, 올해도 '해외진출'...번번이 실패하는 까닭은.” 2014. 1. 17.  
[http://mbnmoney.mbn.co.kr/news/view?news\\_no=MM1001227053](http://mbnmoney.mbn.co.kr/news/view?news_no=MM1001227053)
- 서울경제. “우리금융, 지방銀 떼내 4대지주 순위 지각변동: KB 자산 387조로 1위...하나· 신한·농협 順” 2014. 5. 1.  
<http://economy.hankooki.com/lpage/finance/201405/e20140501211345117450.htm>
- 서울파이낸스. “금융권 해외진출, 非은행·M&A에 '방점'.” 2014. 1. 13.  
<http://www.seoulnfn.com/news/articleView.html?idxno=184523>
- 조선비즈. “[新4대 금융지주]② 신한 하나 KB 농협 강점과 약점은?” 2014. 4. 14.  
[http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2014/04/14/2014041402807.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2014/04/14/2014041402807.html)
- 프라임경제. “글로벌 톱50'에 다가선 하나금융 저력.” 2014. 5. 27.

<http://www.newsprime.co.kr/news/articleView.html?idxno=281424>

WOW한국경제TV. “하나금융, 2025년엔 해외서 40% 벌겠다.” 2014. 1. 12.

<http://www.wowtv.co.kr/newscenter/news/view.asp?bcode=T30001000&artid=A201401100405>

## 웹사이트

하나금융그룹 웹사이트: <http://www.hanafn.com/info/aboutus/history.do>



## **Hana Financial Group's Strategy and Challenges in Penetrating Global Market**

Gyoung-Gyu Choi

### **Abstract**

Due to the intense competition in the domestic market and the increasing importance of Asian market after 2008 financial crisis, it is inevitable for financial institutions to expand the operation into the global market including Asian market.

Hana Financial Group (HFG) has had a vision of building Pan Asian financial belt by a “choose—and—focus” strategy in China and localization strategy in Indonesia. HFG also established a foothold by an acquisition of a local bank into the US.

After the merger of KEB to the Hana Financial Group, HFG moves forward in the global expansion by leveraging Hana's expertise in commercial bank and KEB's brand value in foreign financial market. However, there are many challenges to overcome such as the first mover banks from advanced countries, Korean banks' intense competition in specific regions and local regulation and protection of local banks.

# 논문발표 Session 2

**Session 2: Global Marketing (2층, 安定3号厅;안정3호청)**

좌 장: 표정호(순천향대)

■ **1. Brand Globalness, Familiarity, and Country of Origin in Consumer Evaluations of Foreign Automobile Brands in China**

- 발표자: 한충민(한양대), 양비(한양대)
- 토론자: 권종욱(강원대)

■ **2. A Position-Oriented Appeal and The Confucianism**

- 발표자: 김창수(한국외대), 정인식(고려대)
- 토론자: 조대원(대진대)

■ **3. A Study on Purchase Attitude of Authentic Commodity by Purchasing Motive of Chinese Counterfeit Users**

- 발표자: 김주원(성균관대), 문철주(동아대)
- 토론자: 김종훈(인천대)



## **외국 자동차 브랜드의 글로벌성, 친숙도 및 원산지 효과 분석 - 중국 소비자**

### **Brand Globalness, Familiarity, and Country of Origin in Consumer Evaluations of Foreign Automobile Brands in China**

**한 충 민**

(한양대학교 경영대학)

**양 비**

(한양대학교 대학원)

## I. 서론

최근 국제마케팅 문헌에서 지각된 브랜드 글로벌성(perceived brand globalness)에 관한 연구가 활발히 이루어져 왔다. 지각된 브랜드 글로벌성이란 브랜드가 소비자 관점에서 특정 국가보다는 글로벌적인 정체성을 가지고 있는 정도를 의미하는 것으로, 일반적으로 브랜드가 다수 국가에서 판매되고 있는 정도에 관한 인식 정도로 개념화하고 있다(Steenkamp, Rajeev, and Alden 2003; Alden, Steenkamp and Batra 2006; Özsomer and Altaras 2008; Akaka and Alden 2010). 브랜드 글로벌성 문헌에 따르면, 소비자는 글로벌성이 높은 브랜드들이 상대적으로 품질과 명품성(prestige)이 높다고 지각하는 동시에, 호의적인 태도를 보이는 경향이 있는 것으로 알려지고 있다.

이상과 같이 선행 연구가 글로벌 브랜드에 대한 소비자의 반응에 관한 학술적 이해를 높이는 데에 큰 공헌을 한 것으로 평가되고 있는 것이 사실이다. 그러나 동시에, 브랜드 글로벌성이 원산지 효과와 브랜드 친숙도와 밀접하고 중복되는 개념이라고 비판이 제기되기도 하였다(한충민·이슬기·이상엽 2012; Dimofte, Johansson, and Ronkainen 2008). 동시에 브랜드 글로벌성에 대한 소비자 지각은 어떻게 형성되는가에 관하여는 선행 연구에서 명확하게 설명하지 못하고 있다.

브랜드 글로벌성이 소비자의 평가에 영향을 미치는 이유가 무엇인가? 선행 연구에서는 브랜드의 글로벌성이 브랜드의 우수성(Steenkamp et al 2003; Holt, Quelch, and Taylor 2004), 신뢰성(Özsomer and Altaras 2008), 파워(Dimofte, Johansson, and Ronkainen 2008)을 연상시키거나 밀접하게 관련되어 있다고 지적하고 있다. 동시에 글로벌 브랜드는 신분 상승과 글로벌 문화 소비와 같은 상징적 가치가 있다고 지적되고 있다(Steenkamp et al 2003; Özsomer and Altaras 2008). 그러나, 이러한 가치는 원산지 효과 문헌에서 제시하는 호의적인 국가이미지와도 밀접한 관련되어 있기도 하다(Jaffe and Nebenzahl 2006; Sharma 2011). 동시에 브랜드 친숙도도 브랜드의 우수성과 신뢰도와 밀접한 개념으로 지적되고 있다(Keller and Aaker 1992). 브랜드 글로벌성이 국가 이미지와 브랜드 친숙도와 상당 중복되는 개념으로 평가될 수 있다.

동시에 소비자가 브랜드의 글로벌성에 대한 지각이 어떻게 형성되는지에 대한 의문점도 발생한다. 소비자가 특정 브랜드가 글로벌성이 높을 것이라고 지각함에 있어 기업의 커뮤니케이션이 큰 역할을 할 수도 있지만, 본 연구에서는 국가이미지와 브랜드 친숙도에 의해 영향을 받을 수 있다고 주장한다. 즉 소비자는 호의적인 국가이미지를 가지고 있고, 친숙도가 높은 브랜드가 소비자들은 다른 국가에서도 좋게 평가되고 인정될 가능성이 높다고 인식할 가능성이 높다는 것이다. 따라서, 본 연구에서는 브랜드 글로벌성, 원산지 이미지 그리고 브랜드 친숙도를 종합적으로 고려하여 중국 소비자의 브랜드 평가에 미치는 영향 그리고 이들 개념과의 관계를 검증하고자 한다. 구체적으로 본 연구의 목적은 다음과 같다.

① 브랜드 글로벌성, 원산지 이미지, 그리고 브랜드 친숙도가 중국 소비자의 외국 브랜드 평가에 미치는 영향을 평가한다.

- ② 원산지 이미지와 브랜드 친숙도가 소비자의 브랜드 글로벌성 지각에 미치는 영향을 검증한다.

## II. 이론적 논의

### 2.1 브랜드 글로벌성

선행 연구에 따르면, 브랜드 글로벌성의 개념은 소비자 관점에서 글로벌 브랜드로서 인식되는 정도를 의미한다 (Özsomer and Altaras 2008). 즉 소비자들은, 글로벌성이 높은 브랜드를 여러 국가에서 판매되고, 호평을 받고, 구매되고 있는 브랜드로 인식하는 경향이 있다는 것이다 (Steenkamp et al, 2003).

Steenkamp et al. (2003)는 한국과 미국 소비자를 대상으로 브랜드 글로벌성 지각이 소비자의 브랜드 평가에 미치는 영향을 검증한 결과, 두 국가 모두에서 브랜드 글로벌성이 브랜드 품질, 명품성 지각에 영향을 미쳤고 구매 가능성을 높이는 경향이 있다는 것으로 나타났다. 유사한 결과가 여러 연구에서 보고되고 있다 (Holt et al. 2004; Alden et al 2006; Akaka and Alden 2010). 특히 Holt et al.(2004)은 브랜드 글로벌성은 품질의 우수성과 함께, 세계 시민으로서의 의식, 높은 사회적 책임을 연상시키는 경향이 있다고 지적하고 있다. 한편 Dimofte et al (2008)는 브랜드 글로벌성은 소비자에게 인지적인 평가보다는 감성적인 평가에 영향을 주는 경향이 있다는 연구 결과를 보고 있다. 즉 소비자들은 글로벌 브랜드에 대해 높은 품질을 지각하지 않으나, 호의적인 태도를 보인다는 것이다. 한편, Akaka and Alden (2010)은 지각적 브랜드 글로벌성이 글로벌 광고에 있어 활용성이 매우 높은 개념이라고 주장하고 있다.

국내 연구 연구로서, 정인식·김귀곤 (2004)는 브랜드 글로벌성이 소비자에게 미치는 영향이 Steenkamp, et al (2003)에서 지적하는 결과와 유사한 결과를 보고하고 있다. 다만, Steenkamp et al. (2003)의 연구와는 다른 점은 브랜드 글로벌성이 품질이 아닌 명품성에 보다 많은 영향을 미친다는 것이었다. 브랜드 글로벌성과 제조국 원산지 효과를 검증한 이철·김태은 (2007)는 브랜드 글로벌성 효과가 제조국 원산지 효과보다 크다는 결과를 발견한 바가 있다. 이 결과는 원산지 효과를 제조국에 한정하여 살펴본 것으로 브랜드 원산지를 고려할 때는 그 결과가 달라질 수도 있다. 그리고 한충민 외 (2012)에서도 브랜드 글로벌성이 일본 브랜드에 대한 품질 지각, 명성 그리고 태도에 영향을 미치는 것으로 보고되고 있다.

### 2.2 브랜드 글로벌성, 친숙도, 그리고 원산지 이미지와의 관계

그러면 소비자의 브랜드 글로벌성 지각이 브랜드 평가에 영향을 미치는 이유가 무엇인가? 이에 관

련하여 선행 연구에서는 우선 소비자는 브랜드 글로벌성이 브랜드의 우수성 (superiority)를 연상시킬 수 있다고 주장하고 있다 ((Holt et al. 2004; Alden et al 2006). 동시에 소비자들은 글로벌 브랜드에 대해서 신뢰하는 경향이 있을 수 있으며 ((Özsomer and Altaras 2008), 신분 상승과 글로벌 문화 소비와 같은 상징적 가치가 있다고 지적되고 있다 (Steenkamp et al 2003; Özsomer and Altaras 2008).

이러한 브랜드 글로벌성에 관한 연상에 대해 Dimofte et al (2008)은 이는 브랜드의 파워와 밀접한 개념으로 소비자의 평가에 미치는 영향이 혼재될 수 있다고 지적한 바가 있다. 즉 브랜드 글로벌성이 소비자 품질 지각에 미치는 영향이 글로벌 브랜드가 보유한 브랜드 파워에 의해 야기될 수 있다는 것이다. 이에 따라 브랜드 파워를 통제하면 브랜드 글로벌성이 소비자의 브랜드 품질 평가에 미치는 영향은 불명확할 수도 있다는 주장이다. 동시에 글로벌 브랜드는 대체로 인지도가 높은 브랜드이기 때문에 브랜드 친숙도를 통제하면 브랜드 글로벌성의 효과가 낮아질 가능성도 있다. 이상의 내용을 정리하면, 글로벌 브랜드를 소비자들은 강력한 파워를 가진 브랜드 그리고 친숙한 브랜드와 혼동할 수도 있거나, 아니면 그러한 브랜드를 글로벌성이 높은 브랜드로 인지할 가능성이 있다.

특히 본 연구에서는 브랜드 글로벌성과 국가이미지와 밀접한 관련성이 있을 것으로 추정된다. 위에서 언급한 글로벌 브랜드가 보유한 가치 즉 우수성, 신뢰성 그리고 신분 상승이나 이국적 문화 소비와 같은 상징적 가치는 호의적인 원산지 국가이미지를 보유한 브랜드에서도 발생할 수 있다 (Jaffe and Nebenzahl 2006; Sharma 2011). 즉 호의적인 원산지 이미지를 보유한 선진국 브랜드는 브랜드 글로벌성이 높거나 글로벌 브랜드가 보유한 소비자 가치를 제공할 것으로 지각할 가능성이 높다. Jaffe and Nebenzahl (2006)는 유럽 소비자는 글로벌성이 높은 나이키를 미국 브랜드 또는 미국 기업의 제품으로 인식하는 경향이 있는 것으로 보고하고 있다. 동시에 브랜드 친숙도도 브랜드의 우수성과 신뢰도와 밀접한 개념으로 지적되고 있다 (Keller and Aaker 1992).

이상의 논의를 정리하면, 브랜드 글로벌성이 국가 이미지와 브랜드 친숙도와 상당 중복되는 개념으로 평가될 수 있다는 점이다. 이와 관련하여, 한충민·이슬기·이상엽 (2012) 연구에서는 소비자가 친숙한 글로벌 브랜드가 브랜드 원산지 이미지 형성에 영향이 큼을 주장하고 있다. 예를 들면 소비자들은 일본 자동차의 이미지는 토요타와 혼다와 같은 고 브랜드성 브랜드에 의해 형성될 가능성이 높다는 것이다. 따라서 원산지 이미지가 해당 브랜드의 글로벌성 지각에 영향을 미칠 수 있을 것으로 추정된다.

브랜드 글로벌성과 관련하여 제기될 수 있는 학술적인 의문점으로, “소비자들이 과연 브랜드 글로벌성을 어떻게 인지할 수 있는가?”일 것이다. Steenkamp et al (2003)는 기업의 글로벌 브랜드 전략으로 인해 소비자의 글로벌성 인식이 창출될 수 있다고 지적하고 있다. 그러나, 대다수의 소비자는 그러한 기업의 브랜드 커뮤니케이션에 노출되지 않거나, 회상하지 못할 가능성도 존재하다. 소비자가 해당 브랜드가 여러 국가에서 판매되고 인정되고 있을 것이라는 인식은 브랜드의 원산지 경쟁력 지각과 밀접하게 관련이 있을 수 있다. 즉 독일 자동차는 경쟁력이 높은 브랜드이기 때문에 여러 국가에서 소비자에게 선호될 것이라고 인식할 가능성이 있다. 이 논리도 원산지 이미지가 브랜드 글로벌성 인식에 영향을 미칠 수 있다는 주장이 가능하다.

### Ⅲ. 연구 가설 및 모형

위의 이론적 논의에서 언급한 내용을 바탕으로 본 연구는 브랜드 글로벌성, 원산지 이미지 그리고 브랜드 친숙도가 소비자에 미치는 영향을 검증하고자 한다. 우선 브랜드 글로벌성과 원산지 이미지가 소비자의 브랜드 평가에 미치는 직접적인 영향과 관련된 가설로서 다음을 제시한다.

*가설1: 소비자들은 글로벌성이 높은 외국 브랜드를 호의적으로 평가할 것이다.*

*가설2: 소비자들은 호의적인 원산지 이미지를 보유한 외국 브랜드를 호의적으로 평가할 것이다.*

*가설3: 소비자들은 친숙한 외국 브랜드를 호의적으로 평가할 것이다.*

본 연구는 위의 가설과 함께, 브랜드 글로벌성, 원산지 이미지 그리고 브랜드 친숙도와와의 관계와 관련한 가설을 검증한다. 우선 브랜드 글로벌성과 원산지의 관계와 관련하여 소비자의 브랜드 글로벌성 인식이 원산지 이미지에 의해 영향을 받을 수 있다. 앞에서 지정한 바와 같이 소비자들이 브랜드 글로벌성을 인지하기가 용이하지 않을 수 있다. 상당수의 소비자가 기업의 글로벌 브랜드 커뮤니케이션에 노출되지 않거나, 회상하지 못할 가능성도 존재하다. 소비자가 해당 브랜드가 여러 국가에서 판매되고 인정받고 있을 것이라는 인식은 브랜드의 원산지 경쟁력 지각과 밀접하게 관련이 있을 수 있다. 즉 독일 자동차는 경쟁력이 높은 브랜드이기 때문에 여러 국가에서 소비자에게 선호될 것이라고 인식할 가능성이 있다. 동시에 소비자들이 인지도가 높은 외국 브랜드도 세계 각국에서 판매되고 인정받고 있으니 국내에서도 널리 알려져 있을 가능성이 높다고 지각할 가능성이 동시에 존재한다. 따라서 다음의 가설이 설정될 수 있다.

*가설4: 소비자들은 호의적 원산지 이미지를 보유한 외국 브랜드가 글로벌성이 높을 것이라고 인식할 것이다.*

*가설5: 소비자들은 친숙한 외국 브랜드가 글로벌성이 높을 것이라고 인식할 것이다.*

또한 본 연구에서는 브랜드 친숙도의 조절 효과도 검증한다. 우선 브랜드 친숙도가 가설 4에서 제시된 원산지 이미지가 브랜드 글로벌성에 미치는 영향을 조절할 수 있다. 구체적으로 소비자는 친숙한 브랜드에 대해 원산지의 대표적인 브랜드로 인식하는 반면에, 친숙하지 않은 브랜드는 해당 원산지에서도 유명하지 않을 수도 있다고 인지할 가능성이 있다. 앞서 논의한 바와 같이 한충민 외 (2012) 연구에서 소비자가 친숙한 글로벌 브랜드가 브랜드 원산지 이미지와 밀접하게 관련되어 있음을 주장한 바가 있다. 예를 들면 소비자들은 일본 자동차의 이미지는 토요타와 혼다와 같은 친숙하고 브랜드 글로벌성이 높은 브랜드와 상관 관계가 높다는 것이다. 따라서 다음의 가설이 설정될 수 있다.

*가설6: 원산지 이미지가 브랜드 글로벌성에 미치는 영향은 친숙도가 높은 브랜드에서 높게 나타날*



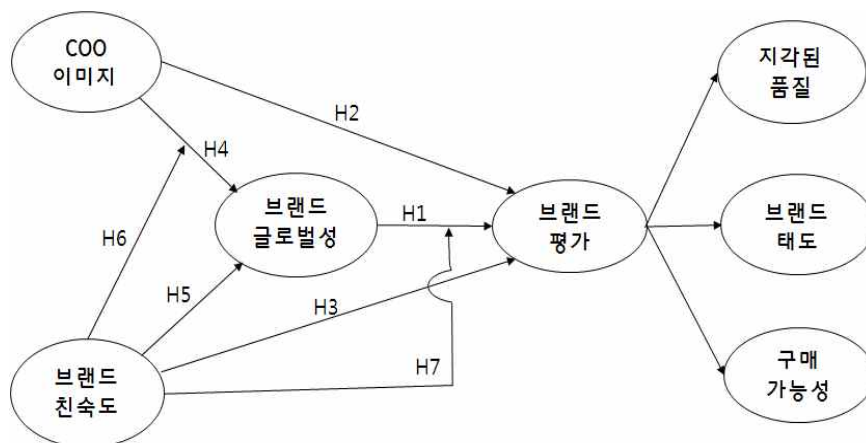
것이다.

마지막으로 소비자가 친숙한 브랜드의 평가에 대해서 브랜드와 관련된 직접적 단서이나 속성에 의존할 가능성이 높다. Tse and Gorn (1992)도 브랜드 파워가 높은 친숙한 브랜드의 평가에서 소비자는 브랜드와 직접 관련된 속성이나 정보에 영향을 받는 경향이 있음을 밝힌 바가 있다. 유사한 논리로 소비자는 친숙한 브랜드 평가에 있어 브랜드의 중요한 속성으로 인정받고 있는 글로벌성에 의존하는 경향이 높을 수 있다.<sup>1)</sup> 이에 따라 마지막 가설은 다음과 같다.

가설7. 브랜드 글로벌성이 브랜드 평가에 미치는 영향은 친숙도가 높은 브랜드에서 높게 나타날 것이다.

이상의 가설은 다음의 모형으로 정리될 수 있다.

〈그림〉 연구 모형



## 참고문헌

김상훈·박현정 (2010), “제조 원산지와 브랜드 원산지가 소비자의 품질 인식과 구매의도에 미치는 영향”, *마케팅연구*, 제2호, pp. 19-40.

안중석 (2005), “다차원적 속성의 국가이미지가 제품평가 및 브랜드 태도에 미치는 영향: 중국소비자

1) 브랜드 친숙도가 원산지 효과를 조절하는 역할은 Han (1989)와 Jaffe and Nebenzhal (2006)에서 논의된 바와 같이 원산지의 역할에 따라 달라 특정 방향으로 설정할 수가 없어, 본 연구에서는 이에 관련된 가설을 설정하지 않았다.

- 를 중심으로”, **국제경영연구**, 제16권, 제2호, pp. 63-90.
- 이철·김태은 (2007), "The Effects of Brand Globalness and Manufacturing Country Image on Consumer Attitudes and Purchase Intentions", **경영학연구**, 제36권, 제5호, pp. 1295-1312.
- 한충민·이슬기·이상엽 (2012), “브랜드 글로벌성 vs. 원산지 이미지 - 글로벌 브랜드는 원산지 효과에서 자유로운가?,” **국제경영연구**, 제23권,
- Akaka, M. A. and D. L. Alden (2010), "Global Brand Positioning and Perceptions: International Advertising and Global Consumer Culture," *International Journal of Advertising*, 29, 1, pp. 37-56.
- Alden, D.L., Steenkamp, J-BEM and Batra, R. (1999), "Brand positioning through advertising in Asia, North America, and Europe: the role of global consumer culture," *Journal of Marketing*, 63(January), pp. 75-87.
- \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_, and \_\_\_\_\_ (2006), "Consumer Attitudes Toward Market place Globalization: Structure, Antecedents and Consequences", *International Journal of Research in Marketing*, 23(3), pp. 227-39.
- Balabanis, George and A. Diamantopolous (2011), "Gains and Losses from the Misperceptions of Brand Origin: The Role of Brand Strength and Country-of-Origin Image," *Journal of International Marketing*, 19, 2, pp. 95-116.
- Batra, Rajeeve, V. Ramaswamy, D. Alden, J-B Steenkamp, and S. Ramachander (2000), "Effects of Brand Local/Nonlocal Origin on Consumer Attitudes in Developing Conuntries," *Journal of Consumer Psychology*, 9(2), pp. 83-95.
- Bagozzi, Richard P. and Youjae Yi (1988), "On the Evaluation of Structural Equation Models", *Journal of the Academy of Marketing Science*, 16(Spring), pp. 74-94.
- Bearden, W.O. and Etzel, M. J. (1982), "Refernce group influence on product and brand purchase decision," *Journal of consumer Research*, 9, pp.183-194.
- Branch, S. (2001), 'AC Nielsen gives 43 Brands global status', *Wall Street Journal*, 31 October:B8.
- Byrne, M. B. (2001), *Structural Equation Modeling with AMOS: Basic Concepts, Applications, and Programming*, Lawrence Erlbaum Associates Inc., NJ.
- Chao, P. (1993), "Partitioning Country-of-Origin Effects: Consumer Evaluations of a Hybrid Product", *Journal of International Business Studies*, 24(1), 291-306.
- Craig, Samuel C. and Susan P. Douglas (2000), "Configural Advantage in Global Markets", *Journal of International Marketing*, 8(1), 6-21.
- Dimofte, C. V., J. K. Johansson, and I. A. Ronkainen (2008), "Cognitive and Affective Reactions of U.S. Consumers to Global Brands," *Journal of International Marketing*, 16, 4, pp. 113-135.
- Han, C. Min and V. Terpstra (1988), "Country-of-origin effects for uni-national and bi-national

- products," *Journal of International Business Studies*, 19, 235–255.
- \_\_\_\_\_ (1989), "Country Image: Halo or Summary Construct," *Journal of Marketing Research*, 26, May, pp. 222–9.
- \_\_\_\_\_ (1990), "Testing the Role of Country Image in Consumer Choice Behaviour," *European Journal of Marketing*, 24, pp. 24–40.
- Hassan, Salah S., Stephen Craft, and Wael Kortam (2003), "Understanding the New Bases for Global Market Segmentation", *Journal of Consumer Marketing*, 20(5), 446–62.
- Holbrook, MB. and Batra, R. (1987), "Assessing the role of emotions as mediators of consumer responses to advertising," *Journal of Consumer Research*, 14, 404–420.
- Holt, Douglas B., John A. Quelch, and Earl L. Taylor (2004), "How Global Brands Compete", *Harvard Business Review*, 82(9), pp. 68–75.
- Hsieh, Ming–Huei (2002), "Identifying Brand Image Dimensionality and Measuring the Degree of Brand Globalization: A Cross–National Study", *Journal of International Marketing*, 10(2), pp. 46–67.
- Hui, MK. and L. Zhou (2003), "Country–of–manufacture Effects for Known Brands", *European Journal of Marketing*, 37(1/2), pp. 133–153.
- Hunter, E. D. and Nebenzahl, I.D. (1984), "Alternative questionnaire formats for country image studies," *Journal of Marketing Research*, 21m pp.463–471.
- Jaffe, E. D. and I. D. Nebenzahl (2006), *National Image and Competitive Advantage: The Theory and Practice of Country–of–Origin Effect*, Copenhagen Business School Press.
- Jo, Myung–Soo, Kent nakamoto and James E. Nelson (2003), "The Shielding Effects of Brand Image against Lower Quality Countries–of–Origin in Global Manufacturing", *Journal of Business Research*, 56(8), pp. 637–646.
- Johansson, Johny K. and Israel D. Nebenzahl (1986), "Multinational Product: Effect on Brand Value", *Journal of International Business Studies*, 17(3), pp. 101–126.
- \_\_\_\_\_ and I. A. Ronkainen (2005), "The Esteem of Global Brands", *Brand Management*, Vol. 12, No. 5, pp. 339–354.
- Kapferer, J. N. (1997), *Strategic Brand Management*, 2nd ed, Kogan Page: Dover, NH.
- Keller, K. L. (1993), "Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer–Based Brand Equity," *Journal of Marketing*, 57, pp.1–22.
- \_\_\_\_\_, (1998), *Strategic Brand Management: Building, Measuring, and Managing Brand Equity*, Prentice–Hall: Upper Saddle River, NJ.
- \_\_\_\_\_ and D. A. Aaker (1992), "The Effects of Sequential introduction of Brand Extension," *Journal of Marketing Research*, 29, pp.35–50.
- Kotabe, Massaki and Kristiaan Helson (2010), *Global Marketing Management*, 5th ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Son.

- Lee, D. and G. Ganesh (1999), "Effects of Partitioned Country Image in the Context of Brand Image and Familiarity", *International Marketing Review*, 16(1), pp. 18–39.
- Low, G.S. and C. W. Lamb Jr. (2000), "The Measurement and Dimensionality of Brand Association", *Journal of Product and Brand Management*, 9(6), pp. 350–370.
- Martin, I. M. and S. Eroglu (1993), "Measuring a Multi-dimensional construct: Country Image," *Journal of Business Research*, Vol.6, No.1, pp. 191–210.
- Özsomer, Aysegul and Selin Altaras (2008), "Global Brand Purchase Likelihood: A Critical Synthesis and an Integrated Conceptual Framework", *Journal of International Marketing*, 16(4), pp. 1–28.
- Pappu, Ravi, P. G. Quester, and R. W. Cooksey (2006), "Consumer-based Brand Equity and Country-of-Origin Relationships: Some Empirical Evidence," *European Journal of Marketing*, 49, 5/6, pp. 696–717.
- Samiee, S. (1994), "Customer Evaluation of Products in a Global Market", *Journal of International Business Studies*, 25(3), pp. 579–604.
- Sharma, Piyush (2011), "Country-of-Origin Effects in Developed and Emerging Markets: Exploring the Contrasting Roles of Materialism and Value Consciousness," *Journal of International Business Studies*, 42, pp. 285–306.
- Steenkamp, J-B E. M., B. Rajeev., and D. L. Alden (2003), "How Perceived Brand Globalness Creates Brand Value," *Journal of International Business Studies*, 34, pp.53–65.
- Tse, David K. and Gerald J. Gorn (1993), "An Experiment on the Salience of Country-of-Origin in the Era of Global Brands", *Journal of International Marketing*, 1(1), 57–76.
- Yip, G.S. (1995), *Total Global Strategy: Managing for Worldwide Competitive Advantage*, Prentice-Hall: Englewood Cliffs, NJ.



## 지위지향어필은 서양보다 동양에서 더 효과적이다: 유교를 바탕으로

### A Position-Oriented Appeal and The Confucianism

김 창 수

(경영학박사, 한국외국어대학교)

정 인 식

(교수, 고려대학교)

### 국문초록

서양문화권과 달리, 동양에서 유교의 영향력은 매우 크다. 동양인들은 상대방의 지위가 자신들보다 높고 낮음에 따라 다른 행동을 보이는데, 그 이유는 유교사상이 지위에 따라 그들의 행동을 규정하기 때문이다. 이러한 유교사상은 동양인으로 하여금 수직적 계층화에 익숙하게 만들었고, 그에 따라 동양인은 지위를 바탕으로 사고하고 행동할 것으로 예상할 수 있다.

연구결과, 한국인들은 지위에 따른 소유 제품을 예상하였고, 지위에 어울리는 제품으로 어필한(지위지향어필) 제품에 대해 호의적인 반응을 보였다. 따라서 동양에서는 지위근거 확장 사고와 지위지향어필이 서양보다 더 효과적이었고 긍정적으로 반응하였다.

본 연구는 지위지향어필에 대한 연구 필요성과 글로벌마켓에서 문화적 어필 코드를 제안하였다는데 큰 의미가 있겠다.

▶ Keywords : 지위지향어필, 지위근거확장사고, 문화간 차이연구,

## I. 서 론

국제분야에서는 권력의 거리, 불확실성회피서향, 개인주의(또는 집단주의), 남성적문화, 장기적관점(Hofstede, 1980, 2001) 을 중심으로 문화차이를 설명해 왔다. 문화간의 차이를 심리적 관점으로 접근하고자 하는 문화간 비교연구에서도 동서양의 차이를 다양한 요인을 통해 설명하였다. 예를 들어, 동양인은 배경, 전체적관점 등을 고려하지만, 서양인은 대상, 분석적관점 등을 고려한다고 한다 (Choi and Nisbett, 1998; Choi et al., 1999; Norenzayan et al., 2002). 하지만, 문화간의 차이를 심리학적 관점에서 한정적인 요인만으로 검증하였다는데 한계가 있었다고 볼 수 있다.

본 연구는 그 당시의 시대를 이해하기 위해서는 그 시대의 관점으로 접근해야한다는 역사적 관점처럼, 동양인의 행동을 이해하기 위해 동양의 철학을 통해 동양인의 사고와 행동을 설명하고자 한다.

## II. 문헌연구

### 2.1 유교사상

동양에서 가장 보편화된 사상중의 하나인 유교사상은 계층화에 따른 행동을 제안함으로써 사회 계

층간의 조화를 이끌어왔다. 이러한 조화는 유교사상에서 지위에 따른 행동의 규정이 사회조직원들에게 영향을 미쳐 이뤄졌다고 볼 수 있다. 유교에서는 두가지 지위-우등 지위자(또는 윗사람; a superior position)과 열등 지위자 (또는 아랫사람; an inferior position)-를 바탕으로, 다양한 상황에서 개인이 지위에 따른 개인의 행동 지침을 제안하는데, 이를 "오륜"이라 부른다.

"너그러움은 아버지의 일부이고, 자식은 자식으로서의 도리가 있다. 친절함은 윗사람의 도리이며, 아랫사람은 복종의 의무가 있다. 남편에게는 고결함이 있고, 아내에게는 따름이 있다. 어른은 관대함을 가져야하며, 아이들은 존경함을 가져야할 것이다. 임금에게는 자애심이 있어야하며, 신하에게는 도리가 있어야할 것이다". (번역: 저자주; Li Chi, Chapter IX, Li Yun; recited from Hwang 2001, p. 324)

오륜은 동양사회에 크게 영향을 미쳐, 동양인이 수평적 관계보다는 수직적 관계에 더 익숙하게 만든 원인이 되었고(Kim 2012), 수직적 관계는 동양 사회의 이분적 지위 사고(윗사람 대 아랫사람)로 연결되었다고 추론할 수 있다.

## 2.2. 지위확장사고성향

동양인은 장소에 관계없이, 자신의 지위가 유지된다고 생각하는 성향을 가지고 있다 (Kim 2013). 즉, 동양인은 개인의 지위를 고려하는 성향이 높으며, 개인의 지위를 고려한 확장적 사고를 한다는 것이다. 지위확장적사고는 의사결정에 있어 개인의 지위를 고려하는 성향으로, 개인의 지위를 의사결정의 중요한 요인으로 반영하여 결정하는 방식을 의미한다. 이는 자신의 행동에 대해 다른 사람의 반응을 고려하는 자기모니터링 (self-monitoring)과 비슷한 성향이지만, 자신의 개인지위를 중심으로 사고한다는 점에 있어 차이를 보인다. 예를 들어, 상위계층은 자동차 구매시 최소 중형차 이상의 차를 사야한다고 스스로 생각한다는 것이다.

# Ⅲ. 연구1

## 3.1. 가설설정

동양 사람들은 서양 사람들보다 수직적 관계에 더 익숙하기 때문에, 프리미엄제품을 가진 사람을 수직적 계층에서 우월한 지위에 속한 사람들 (people in superior position)로 추론한다고 한다(Kim 2013). 즉, 유교사상은 동양에서는 절대적인 규범에 가깝기 때문에, 동양사람들은 수직적 관계를 바탕으로 그들의 관계를 파악하고, 지위를 연상한다는 것이다. 이러한 사고는 제품서열에 따른 서열화를



연상시켜, 우등한 제품은 우월한 지위에 있는 사람들 소유할 것이라는 믿음을 유발시키며, 제품에 대한 긍정적 태도로 연결될 것이다.

서양인은 제품과 개인 지위간의 수직적 관계를 덜 고려할 것으로 예상된다. 서양인은 대상을 분석시 속성을 중시하기 때문에 (Chiu 1972; Nisbett et al. 2001), 개인의 지위와 대상간의 관계를 덜 추론할 것이다. 또한, 서양문화에서는 유교의 규범이 없기 때문에, 제품의 속성, 즉 우등한 제품을 선택하는데 초점을 맞춰 사고하기 때문에, 사회와 제품간의 서열을 맞추고자 하는 지위지향제품에 대해 덜 민감한 반응을 보일 것이다. 따라서

*가설1: 서양인에 비해, 동양인은 우월 지위자의 지위와 고급제품간의 관계를 추정할 것이다.*

*가설2: 서양인에 비해, 동양인은 우월 지위자에 대해 (a)높은 수준의 지위확장 사고와 (b)지위지향 제품소유의 믿음을 강하게 가질 것이다.*

*가설3: 동양인은 서양인에 비해, 지위지향 고급제품에 대해 더 긍정적 반응을 보일 것이다.*

## 3.2. 연구방법

실험자는 수평적 관계와 수직적 관계를 측정 후, 제품과 개인사회적 지위의 이미지연상(Gwinner and Easton 1999), 지위확장사고(Kim 2013), 윗사람의 제품소유에 대한 믿음과 태도(Aaker 2000)을 7 점 척도로 측정하였다. 데이터는 캐나다와 한국에서 수집되었고, 피실험자간의 인구통계적 차이는 존재하지 않았다

## 3.3. 연구결과

예비조사의 결과, 한국인은 캐나다인보다 더 수직적 관계에 익숙한 반응을 보였다 ( $p < .01$ ). 한국인은 캐나다인에 비해, 고급제품과 상위클래스간의 관계를 강하게 가정하는 성향을 보였는데, 이는 한국인이 개인지위를 제품과 연결하여 사고 한다는 것을 의미한다. 한국인은 개인의 사회적 지위가 다른 상황에서도 유지된다고 믿는 지위확장사고를 하였으나, 캐나다인은 지위확장사고를 덜 하는 것으로 나타났다 ( $p < .01$ ). 지위확장사고는 개인의 믿음으로 영향을 미쳐, 동양인으로 하여금 개인의 지위에 맞는 고급제품을 소유했을 것이라는 믿음을 증가시키기는 효과를 유발하였다( $p < .01$ ). 그에 따라 한국인은 캐나다인에 비해 지위지향제품에 대해 더 호의적인 반응을 보였다( $p < .01$ ).

## IV. 연구2

### 4.1. 가설설정

연구1의 결과-개인의 지위가 소비에 긍정적으로 영향을 미친다-를 바탕으로, 지위지향어필광고에 대해 동양인이 서양인보다 더 긍정적인 반응을 보일 것으로 예상한다.

유교사상을 통한 수직적 계층화로 인해, 동양인들은 타인 평가에 있어 개인의 지위를 고려할 것이고, 부의 수준, 학력, 사회적 지위, 선호하는 브랜드 등과 같은 개인의 배경을 추론할 것이다. 이러한 경향은 그들이 우월한 지위에 가졌을 때, 지위지향제품을 구매하도록 영향을 미칠 것이다. 이는 다른 사람의 반응(feedback)을 고려하는 자기모니터링과 과시욕(showing-off) 때문에 더 강하게 나타날 것이다. 즉, 동양인은 지위근거추론(position-based inference)로 인해 그들의 우월한 지위를 가졌을 때 지위에 맞는 제품을 구매하고자 한다는 것이다. 따라서 지위지향어필은 한국인에게 더 효과적일 것이다.

반면 서양인은 동일한 광고에 대해 덜 긍정적인 반응을 보일 것이다. 서양인의 경우 제품 구매에 있어 구체적인 제품의 속성을 비교하는 형태를 더 많이 보이기 때문에, 지위지향어필이 큰 효과를 유발시키지 못 할 것이다. 따라서

가설4: 서양인에 비해, 동양인은 지위지향어필에 대해 긍정적 반응(a: 흥미도, b:구매의도)을 보일 것이며, (c) 광고의 속성보다 지위관련 속성을 더 잘 기억할 것이다.

### 4.2. 연구방법

실험자는 자극물을 제시 후 흥미도(Jin 2003), 구매의도(Batra and Homer 2004)를 7점 척도로 측정하였다. 데이터는 한국과 캐나다에서 수집되었고, 두 집단간 인구 통계적 차이를 존재하지 않았다.

### 4.3. 연구결과

제안한 가설과 같이, 지위지향어필에 대해 한국인은 캐나다인보다 더 높은 흥미와 구매의도를 보였다(흥미도:  $p < .05$ ; 구매의도:  $p < .05$ ). 가설4c는 카이스퀘어로 검증한 결과, 한국인은 50% 이상이, 캐나다인은 15% 이상이 제품광고에서 지위관련 단어를 연상하였다( $p < .01$ ). 즉, 한국인은 제품의 속성만큼 지위관련 단어를 연상하였고, 캐나다인은 제품 속성 위주로 연상하는 것으로 나타났다.

## V. 시사점

본 연구는 동양에서 효과적인 어필방안으로 지위지향어필을 제안한다. 동양인의 수직적 관계는 유교사상으로 인해 학습되어 왔고, 그에 따라 동양인은 수평적 관계보다는 수직적 관계를 묘사하는 광고 형태에 더 긍정적으로 더 민감하게 반응하였다. 따라서 제품광고형태에 있어 높은 지위를 의미하는 광고어필은 제품에 대한 긍정적인 전이효과로 이어졌다고 볼 수 있다. 이러한 지위지향어필은 서양보다 동양 문화권에서 효과가 더 크게 나타났다.

지위지향어필은 정보습득의 과정에서 자기모니터링 활용한 새로운 어필형태이다. 동양인은 의사결정에 있어 다른 사람들로부터의 평가(feedback)를 고려한다. 즉, 구매의 단계에서 자기모니터링의 영향력이 크다고 인식되어 왔으나, 본 연구에서는 구매단계 중 정보습득의 단계에서 소비자를 설득시킬 수 있는 방안을 제시하였다는데 큰 의미가 있다. 정보처리과정에서 지위지향어필에 노출된 잠재적 소비자는 제품에 대한 호의적 감정으로 인해, 구매단계처리과정을 축소시킬 수 도 있기 때문이다.

마케팅 매니저는 동양시장을 공략시 유교사상의 사회계층화를 이해하고, 마케팅전략으로 활용해야 할 것이다. 동양인은 수직적 계층화에 익숙하기 때문에, 지위를 강조한 광고형태가 서양에 비해 상대적으로 쉽게 수용되는 것으로 나타났다. 이러한 성향은 제품의 고급화와 직접 연결이 되는 프리미엄 브랜드의 전략으로도 활용이 가능할 것이다. 소비자의 존경대상(예시: CEO) 또는 유명인의 지위(예시: 피겨퀸)를 광고어필로 사용시, 지위에 대한 긍정적인 감정이 제품으로 전이하기 쉬우며, 마켓에서 서열화 된 제품이미지도 구축이 가능할 것이다.

## VI. 한계점 및 향후 연구방향

기존 연구들과 달리, 본 연구는 철학과 마케팅의 융합형 연구로 이뤄졌기 때문에, 보다 강한 이론적 연결고리가 필요하다고 볼 수 있다. 따라서 심리학, 광고학 등의 연구가 추가되어 이론의 강화시킬 필요가 있겠다.

국제마케팅 또는 크로스컬처분야에서 동서양의 차이를 검증하기위해 많은 방법이 이용되었으나, 각 분야의 이론만으로 설명함으로써 한계가 발생하였다. 서양인의 문화를 이해하기위해 서양인의 시각으로 접근하듯이, 동양인의 문화를 이해하기 위해서는 동양의 철학, 문학, 등으로 접근할 필요가 있다. 따라서 향후 연구자에게 동양의 문화를 동양인의 시각으로 접근하는 연구를 제안한다.

## 참고문헌

- Batra, R. and Homer, P.M. (2004), "The Situational Impact of Brand Image Beliefs," *Journal of Consumer Psychology*, 14(3), 318–330.
- Choi, I. and Nisbett, R.E. (1998), "Situational Salience and Cultural Differences in The Correspondence Bias and Actor–observer Bias," *Personality and Social Psychology Bulletin*, 24(9), 949–960.
- Choi, I. and Nisbett, R.E. (2000), "Cultural Psychology of Surprise: Holistic Theories and Recognition of Contradiction," *Journal of Personality and Social Psychology*, 79(6), 890–905.
- Choi, I., Nisbett, R.E. and Norenzayan, A. (1999), "Causal Attribution Across Cultures: Variation and Universality", *Psychological Bulletin*, 125(1), 47–63.
- Chiu, L.–H.(1972), "? Cross–Cultural Comparison of Cognitive Styles in Chinese and Canadian Children," *International Journal of Psychology*, 7, 235–242.
- Gwinner, K.P. and Eaton, J. (1999), "Building Brand Image through Event Sponsorship: The Role of Image Transfer", *Journal of Advertising*, 28(4), 47–57.
- Hofstede, G.H. (1980), Culture's consequences: *International differences in work–related values*. Newbury Park: Sage.
- Hofstede, G.H. (2001), *Culture's consequences: comparing values, behaviors, institutions and organizations across nations*. Thousand Oaks, Calif.: Sage.
- Hwang, K.–K. (2001), "Introducing Human Rights Education in The Confucian Society of Taiwan: Its Implications for Ethical Leadership in Education," *International Journal of Leadership in Education*, 4(4), 321–332.
- Jin, H. S. (2003), "Compounding Consumer Interest: Effects of Advertising Campaign Publicity on the Ability to Recall Subsequent Advertisements," *Journal of Advertising*, 32(4), 29–41.
- Norenzayan, A., Choi, I. and Nisbett, R.E. (2002), "Cultural similarities and differences in social inference: evidence from behavioral predictions and lay theories of behavior", *Personality and Social Psychology Bulletin*, 28(1), 109–120.
- Kim, C.S. (2013), "Regardless of The Places, Eastern Consumer Is A King: A Perspective of Confucianism," *The Society for Consumer Psychology Proceedings*, Tom Meyvis and Raj Raghunathan eds., Texas, The Society for Consumer Psychology, 9.
- Nisbett, R.E., Peng, K., Choi, I., and Norenzayan, A. (2001), "Culture and Systems of Thought: Holistic versus Analytic Cognition," *Psychological Review*, 108(2), 292–310.



## **중국 위조품 사용자의 구매동기에 따른 위조품태도와 명품구매 태도가 구매의도에 미치는 효과**

### **A Study on Purchase Attitude of Authentic Commodity by Purchasing Motive of Chinese Counterfeit Users**

**김 주 원**

성균관대학교 현대중국연구소 수석연구원

(juwon0505@gmail.com)

**문 철 주**

동아대학교 국제무역학과 조교수

(cjmoon@dau.ac.kr)

## I. 서론

세계적으로 볼 때 명품복제는 동아시아지역을 중심으로 이미 증가추세로 접어들었다(Wee, Tan, and Cheok, 1995). 이러한 현상은 중국 및 아시아 국가에서 증가하고 있으며, 특히 중국은 전 세계에서 생산, 유통되는 다양한 위조제품의 상당량을 생산하여 판매하고 있다. 그리고 위조제품의 거래도 적지 않게 이루어지면서 위조제품에 대한 내수시장도 거대하게 형성되었다. 실제로 중국은 전 세계의 짝퉁 상품 중 3분의 2가 생산될 정도로 위조제품의 생산과 판매가 이루어지고 있고 날이 갈수록 위조제품의 질도 향상되고, 위조제품을 알면서도 사려고 하는 소비자가 상당수가 있다. 또한 중국시장에서는 선뜻 명품브랜드의 진품을 구입하기 어려운 소비자들이 명품제품의 디자인과 거의 유사한 위조브랜드를 구입하게 되었다. 그리고 모조품을 만드는 기업과 시장이 급증하는 현상이 나타났다(Taormina and Kelvin, 2010). 이런 가운데 중국은 이른바 ‘짝퉁’이라고 부르는 모조품 또는 복제품이 중국 사회의 전반에 확산되어 형성된 사회·문화적 현상이 되었다(김용준, 2011).

위조품이 전 세계적으로 증가하고 있는 가운데, CC(International Anti-Counterfeit Coalition)는 복제품에 대한 세계 시장이 연간 6천억 달러 이상으로 세계 무역의 약 5-7%를 차지한다고 한다(www.icc-ccs.org, accessed on September 7, 2011, Romani and Pace, 2012). 예컨대 패션산업에서 위조제품들은 의류, 가죽제품, 신발, 시계 그리고 보석제품과 같은 많은 아이템에서 발견될 수 있다(Yoo and Lee, 2009). 그래서 인기 있는 브랜드들의 위조활동은 전 세계적으로 심각한 문제이다(Triandewi and Tjiptono, 2013).

그렇지만 복제품이 항상 오리지널 제품 생산자에게 해로운 것은 아니며, 상황에 따라서는 실제로 기업에 이득이 될 수도 있다. 최근에는 해적행위와 복제가 오리지널 디지털 제품과 명품 생산자에게 유리할 수도 있다는 몇 가지 근거들이 전개된 바 있다(Romani and Pace, 2012). 즉 복제 현상에 대한 기존의 부정적 관점에 반해, 최근에는 복제가 여전히 불법 활동임에도 불구하고 상표권자에게 유리할 수도 있다는 사실이 입증되기도 하였다.

기존연구에 의하면 복제품이 패션주기를 가속화하여 오리지널 신제품에 대한 수요를 창출하고(Raustiala and Sprigman, 2006), 복제를 당한 회사의 고가품 디자이너들에게 일찍이 개발되지 않았던 새로운 방향에 대한 영감을 불러일으킬 수 있다고 하였다(El Harby and Grolleau, 2008). 또한 복제품에게 부과하는 벌금이 진품의 가격에 맞춰 정해질 경우 명품 독점기업은 엄격한 복제 감시체제하에서 판매 가격을 인상함으로써 복제품으로부터 이득을 얻을 수 있다고 한다(Yao, 2005)

그렇다고 해서 본 연구가 복제를 지지하는 것이 아니라 오리지널 명품 생산자가 복제되는 것을 최대한 이용할 수 있는 효율적인 메커니즘을 제시하려는 것이다. 또한 오리지널 명품 생산자는 브랜드 인지도에 대한 투자와 부러움, 차별성, 품질에 대한 자각의 긍정적인 역할을 고려함으로써 이득을 얻을 수 있는(Romani and Pace, 2012) 전략적 시사점을 제시하고자 한다. 특히 모조품을 만드는 기업과 시장이 중국 및 아시아 국가에서 급증하면서(Taormina and Chong, 2010) 모조품 구입은 이에 대한 반대연구와 사업 분야에 중요한 관심사라고 할 수 있다.

위조품에 대한 기존 연구들은 대부분 그 초점을 생산, 유통 그리고 불법 제품의 시장조작 그리고 불법 생산자들의 증가에 대항할 방법과 같은 생산자적 측면 요소들에 맞추었다. 또한 연구자들은 위조품의 수요자적 측면에 대해서도 조사를 해왔다. 비록 수요기반의 연구가 지배적인 구매 결정 요소에 대한 이해를 높이기는 했지만, 이는 아직 발전 중이며 위조품 수요와 소비자 부정의 여러 다른 측면에 대해 이해하기 위해서는 더 많은 연구가 필요하다.

이에 본 연구는 중국에서의 위조품 사용자를 대상으로 그들의 위조품 구매요인이 위조품태도와 명품태도에 미치는 관계를 사회적, 심리적 연관성 변수를 활용하여 실증 분석하고자 한다. 그리고 위조품태도와 명품태도의 관계를 파악하여 구매의도 사이의 관계를 파악하고자 한다. 이와 같은 연구는 향후 한국기업이 중국시장에 진출할 경우에 중국시장에서 위조품 시장이 하나의 사회·문화적 현상으로 나타나고 있음을 인식한 가운데 올바르게 대처할 수 있는 전략적 시사점과 가이드라인을 제시할 것으로 본다.

## II. 이론적 배경 및 가설

### 2.1 위조품 및 위조브랜드

위조 현상은 점점 더 학자들의 관심 분야가 되어왔다. 위조품에 대한 학술 문헌들은 위조 혹은 위조품에 대해 여러 가지 정의를 내리고 있다.

위조품은 거짓으로 속여서 진짜처럼 만든 제품으로서 진품과 똑같은 상표를 붙이고 있는 위조 불법 제품(Terry and Newman 1991)으로 진품 보다 싼 가격으로 팔리고 있는 제품을 의미한다. 반면 명품은 특정상표의 사용으로 소유자가 위신을 얻는 상품으로, 고가의 상품을 사용함으로써 소비자의 소비성향이나 소비능력을 상징하는 상품을 말한다. 또한 명품은 고가격으로 가격 대비 무형적이고 상황적 효용이 높은 제품으로 정의되는 사치브랜드와 동일한 개념으로 인식된다(Vigneron and Johnson 1999).

Grossman and Shapiro (1988)는 위조품을 기만적 위조상품과 비기만적 위조상품으로 분류하였다. 기만적 위조상품은 소비자들이 다른 마케팅의 제품으로 밝혀진 제조자에 의해 생산된 특정 제품을 구매하는 상황을 말한다(Michaelidou and Christodoulides, 2011). 비기만적 위조상품은 소비자가 위조제품임을 인식하지만, 그들은 여전히 더 싼 가격을 위해 위조제품을 구매하는 선택을 하게 된다. 위조제품은 위조브랜드, 해적브랜드, 이미테이션브랜드, 회색시장 제품을 포함한 네 가지 범주로 분류할 수 있다.

첫째, 위조 브랜드는 그들을 정품으로 믿게 소비자를 속이기 위해 만든 합법적인 제품의 동일한 복사본을 말한다. 둘째, 해적브랜드는 소위 불법 복제 브랜드로서 소비자들이 위조임을 알고 있다는 가정 하에 생산된 합법적인 제품의 복사본이다. 셋째, 이미테이션브랜드는 모조 브랜드로서 정품 브랜



드와 유사한 특성(ex.물질, 이름, 형태, 의미)을 가지고 있다. 넷째, 회색시장 제품은 진정으로 허가되지 않은 유통채널을 통해 판매 된 제품을 말한다.

또한 webster's New World Dictionary에 따르면, 오리지널은 “초기의, 이른, 절대 이전에 존재하지 않았거나 발생하지 않은, 그리고 복제되지 않은” 어떠한 것을 의미한다. 반면 위조는 “기만하거나 사기 치기위해서 진짜의 어떠한 것을 모방한” 것을 의미한다. 위조 제품들은 기존 브랜드 소유자의 허가 없이 만들었기 때문에 불법이다. 이러한 제품들은 대체 낮은 품질 그리고 매우 싼값에 팔린다. 패션산업에서 위조 제품들은 의류, 신발, 안경, 핸드백, 시계, 가죽제품, 보석에서 발견될 수 있다. 그리고 위조활동들의 타겟은 Louis Vuitton, Chanel, Gucci, Burberry, Fendi, Christian Dior, Prada, Versace, Hermes, and Christian Louboutin 같은 탑 브랜드를 포함한다(<http://top-10-list.org>, accessed on December 12, 2012). 놀랍게도 많은 다른 사업들과 달리, 위조 패션 제품들의 구매자들은 대체 그들이 가짜 제품을 사는 것을 알고 있다.

## 2.2 위조품과 명품 구매에 영향을 미치는 요인

기존 연구에 의하면 위조품과 명품 구매에 영향을 미치는 요인은 매우 다양하다. 제품의 요인 측면에서, 내구성, 품질, 디자인 그리고 가격이 위조제품을 구매 결정하는 제품의 주된 요인이었다(Michaelidou and Christodoulides, 2011). 제품 특성과 관련한 변수의 예를 들면 위조품의 가격이나 기능적 품질, 진품(original)과 외관적 유사성 정도, 로고에 대한 과시성 등이 있다. 특히 위조제품을 선택하는데 가격이 가장 중요한 변수이다(Cordell et al., 1996). 즉 위조제품과 기존 브랜드를 구매하려는 소비자 의도에 영향을 주는 것 중 하나로 가격이 가장 중요한 문제이다(Lai & Zaichowsky). 또한 이전 연구들에서 나타난 소비자 의도에 영향을 주는 것들이 위조제품의 과거 구매, 기존의 것의 과거 구매, 위조제품 구매의 경제적이고 쾌락적인 혜택을 향한 태도, 물질주의, 지각된 미래 사회적 지위, 그리고 자아이미지들이다((Marcketti & Shelley, 2009; Phau, Sequeira, & Dix, 2009; Wilcox, Kim, & Sen, 2009; Yoo & Lee, 2009).

심리적 요인은 위조제품에 대한 태도에 영향을 미친다. 브랜드의 지위를 가치 있게 생각하지만 진품을 구매할 능력이 없는 소비자들은 값이 싼 위조제품을 소비함으로써 이것을 대체하게 된다(Michaelidou and Christodoulides, 2011). 특히 개인의 성실성과 만족감은 위조제품을 통해 태도에 영향을 미친다(Cordell et al., 1996; de Matos et al., 2007). 또한 책임감, 정직, 예의를 중시하는 소비자들은 위조제품에 부정적인 태도를 보인다(De Matos et al., 2007). 그리고 개인 차별성변수의 예를 들면 도덕적 신념이나 합법성, 자아정체성 그리고 사회적 태도 성능이나 위험에 대한 태도가 있다. 또한 인구 통계학적 변수로는 성별이나 나이, 교육수준, 수입 정도 등이 있다. 특히 개별적인 도덕성 정도는 위조품 구매에 음의 영향을 주며 진품과의 외관이나 품질과의 상대성은 정적인 영향을 미친다.

또한 위조품 구매의 사회적 요인에는 준거집단, 타인의식소비, 사회적 규범 등의 변수가 있고, 개인적 요인으로서는 위험지각, 가격민감성, 과소소비성향 등의 변수를 예로 들 수 있다(문철주·김주원, 2014). 그리고 위조품과 정품을 구매하는 소비자의 행동은 크게 내적 요소 즉 인구학, 위조품에 대한

태도, 문화적 가치와 윤리적 관점과 외적 요소 즉 사회 마케팅 커뮤니케이션, 구매 경험 그리고 제품 특성이 작용하기도 한다. 또한 기존연구에 의하면 정품과 모조품의 구매성향을 분석하는 데는 체면, 위험 부담, 완벽주의, 고가에 대한 걱정, 타인의 시선 등과 같은 소비자의 성향 및 사회적, 심리적 측면의 변수를 사용할 수 있다(Taormina and Chong, 2010).

## 2.3 위조품과 명품태도의 관계와 구매의도

명품구매는 사회적 동기, 개인적 동기, 이에 따라 명품구매행동이 달라질 수 있다. 20세기 초까지 명품의 가치는 제품의 품질이나 내구성 같은 기능적 차원에서 평가, 최근 들어 사회적으로 어떤 의미를 나타내는가 하는 상징적 차원에서 평가되었다. 브랜드 가치를 위협하는 대표적인 외적 요인의 하나가 브랜드의 복제이다. 소비자가 명품(진품)을 구입하는 가장 큰 이유는 명품이 지닌 사회적 의미 즉 상징적 가치, 즉 명품이 전달하는 상징적 이미지로서의 높은 사회경제적 지위, 특권, 고급, 부, 권력 등을 예로 들 수 있다.

Commuri(2009)는 복제품이 진품사용자의 명품태도 및 구매행동 등에 미치는 영향을 구체적으로 연구하였는데, 보통 진품사용자들은 세 가지 대응방안을 선택한다. 첫째, 복제품이 늘어난 명품의 구매를 단념하려고 한다. 둘째, 복제된 브랜드의 본래 가치(예: 희소성, 배타성 등)를 회복시키려 한다. 셋째, 명품브랜드 자체보다는 개인적 브랜드임을 부각시키고 남과는 다른 최고급 브랜드로서의 독특한 가치를 부여하려고 한다. 진품사용자 뿐 아니라 복제품사용자, 명품 비사용자 등이 포함된 서베이를 통해서 복제품이 명품브랜드 태도에 유의한 영향을 주지 않는다는 결과가 나왔다(Nia and Zaichkowsky 2000). 따라서 복제품이 소비자의 명품브랜드 태도에 어떤 영향을 주는가에 대한 구체적인 실증연구가 필요한 시점이다. 복제품이 소비자의 명품인식이나 태도에 부정적 영향을 주지 않는다는 의견도 있다. 즉 복제품이 명품브랜드의 인지도, 친숙함을 높이는 역할, 소비자를 진품구매로 유도하는 긍정적 역할, 진품 및 명품의 구매를 촉진한다는 것이다.

또한 소비자가 위조품 구매에 대해 호의적인 태도를 갖게 되는 두 가지 주요한 원인은 경제적 혜택과 쾌락적 또는 감성적 혜택이다. 위조품의 가격이 진품 가격보다 훨씬 저렴하기 때문에, 소비자들은 경제적 혜택을 즐기며 가치를 느낀다. 소비자는 그들이 고급 제품을 구매할 능력이 있다는 것을 증명하고, 특정한 사회적 그룹에 속한다는 것을 보여주며 자기 확장의 상징으로 사용하기 위해서 위조품 특히 고급 제품을 구매한다. 그들은 브랜드, 상표 그리고 로고, 색상, 액세서리와 같은 다양한 디자인 특징 그 자체가 가치 있는 것이라고 여긴다.

## 2.4 연구가설 설정

위조는 현재의 시장에서 계속 확대되고 증가해온 유의미한 현상으로 이는 특히 고급 명품에 영향을 미친다. 위조 문제의 심각성에도 불구하고, 이 주제에 대한 연구는 많이 이뤄지지 않고 있다. 특히, 위

조된 고급 명품들을 사는 행위에 대한 잠재적인 요소들을 이해하는 영역에 대한 연구는 한정적으로 이뤄지고 있다. 따라서 본 연구에서는 소비자의 구매의도와 관련하여 위조품과 명품에 대한 소비자 태도를 파악하고자 한다. 이를 위해 이 연구는 위조품 구매요인과 위조품태도, 그리고 명품 구매요인과 명품태도가 소비자의 구매의도에 미치는 관계를 파악하고자 한다.

#### 2.4.1 가치의식

가치의식은 일부 품질 제약을 야기할 수도 있는 낮은 가격에 대한 관심으로 정의된다. 진짜 고급 패션 브랜드 구매자의 대부분은 명성과 이미지 혜택을 추구하지만, 어쩌면 그것을 위해 높은 가격을 지불하고 싶지 않을 수 있다. 낮은 가격과 약간 낮은 품질에 의해, 위조품은 여전히 “지불 가치가 있는 것”으로 여겨진다.

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. 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).

이와 관련하여 기존연구를 살펴보면, 위조제품에 대한 호의적인 태도는 구매행동에 긍정적 영향을 미친다고 한다(Kini et al. 2004; Cordell et al. 1996). 소비자들이 위조제품을 구매하는 이유는 낮은 가격에 진품의 이미지를 갖기 위한 것이다(Delener 2000). 가격의식은 위조제품 구매같이 이해하기 어려운 소비자 행동의 영향요인이다. 따라서 가격에 민감한 소비자는 저렴한 가격을 지불하기 때문에 위조제품을 긍정적으로 생각할 수 있다(Dodge, Edwards, and Fullerton, 1996). 위조품을 구매하는 특별한 이유는 아마 제품의 카테고리나 소비자 개별적인 성향에 따라 많이 달라지지만, 일반적으로 위조품 구매의 가장 중요한 동기는 가격 혜택을 들 수 있다(Kim, J. K. and Kim, J. E., 2012). 따라서 본 연구는 언제 소비자들이 위조품을 구매하기로 결정하고, 어떤 요인들이 이런 결정에 영향을 미치는 가를 알아 볼 필요가 있다고 본다.

*H1a. 가치의식은 위조제품의 태도에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.*

*H1b. 가치의식은 명품의 태도에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.*

#### 2.4.2 위험부담

지각된 위험은 소비자행동에서 지각된 위험은 구매에 따른 부정적인 결과에 주의를 기울이는 것을 말한다(Stone and Gronhaug, 1993). 지각된 위험은 제품에 따라 다르게 나타난다. 따라서 소비자는 다른 수준의 높고 낮음, 또는 재정적 유형과 성능적 유형의 위험을 인식한다. 위조제품 구매에서 지각된 위험은 주요 결정요인이다(Penz and Stöttinger, 2005). 또한 재정적 위험과 성능적 위험은 위조제품을 평가하는데 중요한 요인이다(Cordell et al.,

1996; Maldonado & Hume, 2005). 위험지각이란 소비자가 브랜드 선택, 점포 선택, 구매 방식의 선택 등과 같은 선택 상황에서 객관적인 상황 인식을 벗어나 주관적으로 지각하는 위험이다(Bauer 1960). 보통 지각된 위험 수준이 높아지면 소비자는 구매와 관련하여 부정적 태도나 생각을 갖게 되며 자연스럽게 일련의 소비자 행동은 부정적 방향으로 흐르게 된다(Cunningham, Gerlach, Harper and Young 2005). 또한 소비자들은 구매에 있어서 최대이익보다는 최소 손실을 추구하기 때문에 지각된 위험은 소비자의 구매태도에 결정적인 영향을 미친다(Mitchell 1999). 그렇기 때문에 소비자들은 지각된 위험이 해소되면 구매할 의도가 높아지고(Engel et al. 1995), 지각된 위험이 잔존할 시에는 구매할 의도가 감소된다. 그런데 일반적으로 대다수의 소비자들은 위험에 대해 회피하려는 기본적인 속성을 가지고 있다.

*H2a. 지각된 위험은 위조제품의 태도에 부정적인 영향을 미칠 것이다.*

*H2b. 지각된 위험은 명품의 태도에 부정적인 영향을 미칠 것이다.*

#### 2.4.3 타인시선

사회심리학의 사회적 추론으로 보면 어떤 집단에 속한 개인은 집단 내의 타인에 의해 영향을 받는다(Campbell and Fairey 1989). 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.

또한 체면민감성과 준거집단 영향이라는 사회문화 특성이 산짜이 제품에 대한 중국소비자의 선호도에 영향을 미치고 있다(채명수 외 2012). Bearden et al.(1989)는 어떤 구매결정을 할 때는 중요하게 생각하는 타인을 의식하여 타인의 기대에 순응하며 타인을 관찰하고 보다 적극적인 방법으로 상품, 서비스 등에 관한 정보를 얻으려는 경향이 크다고 하였다.

*H3a: 타인시선을 의식하는 사람일수록 위조품태도에 부정적이다.*

*H3b: 타인시선을 의식하는 사람일수록 정품태도에 긍정적이다.*

#### 2.4.4 완벽주의

완벽주의는 어떤 일을 수행함에 대한 높은 기준 또는 완벽함에 대한 요구, 그리고 자신의 수행능력에 대한 의심 등을 포함하는 개념이다(Heimberg and Becker, 2002).

완벽주의와 관련해서는 헉사코 인격 목록표(2004)에서 4가지 항목, ABFC 모델(1992)에서 2가지 항목, 네오 인격 목록표(1992)에서 1가지 항목, 그리고 신설된 3가지 질문을 통하여 분석하였다.

*H4a: 완벽주의를 추구하는 사람일수록 모조품태도에 부정적 영향을 미칠 것이다.*

*H4b: 완벽주의를 추구하는 사람일수록 명품태도에 긍정적 영향을 미칠 것이다.*

#### 2.4.5 유행추구

일반적으로 변화와 다양성에 대한 욕구는 유행에 있어서도 혁신을 일으키는 주요 동기가 된다 (Workman, 1993). 소비자가 다양성을 추구하는 것은 유행과 무관하지 않다고 할 수 있다. 특히 유행은 많은 사람들에게 의해서 받아들여지는 스타일과 새로움을 추구하는 속성을 가지고 있다. 유행추구는 개인이 의류의 패션이나 스타일에 관여하는 정도를 나타내는 것이다. 유행에 민감한 소비자라고 해서 꼭 패션 오피니언 리더나 혁신가가 되어야 하는 것은 아니다. 차라리 유행에 민감한 소비자는, 의류와 패션 그리고 외모에 관심이 많은 특성을 가질 것이다.

*H5a : 유행을 추구하는 소비자들은 위조품 고급 명품 브랜드에 대해 긍정적인 태도를 보일 것이다.*

*H5b : 유행을 추구하는 소비자들은 진품의 고급 명품 브랜드에 대해 긍정적 태도를 보일 것이다.*

#### 2.4.6 위조품태도 및 명품태도와 구매의도

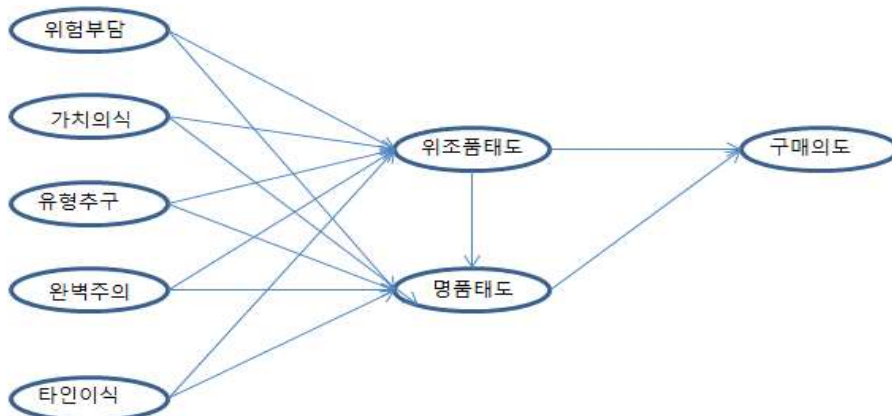
태도는 다양한 상황에서의 행동과 구매의도와 강한 상호연관성을 보여왔다(Ajzen, 1991).

Engel et al.(1995)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. Fishbein and Ajzen(1975)에 의하면 의도를 개인의 태도와 행동사이의 중간 변수로 사용하며, 소비자들이 어느 정도 특정한 미래행동을 하고자 하는 의지를 표현하는 것이라고 하였다.

*H6a: 위조품 태도는 구매의도에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.*

*H6b: 정품 태도는 구매의도에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.*

[그림 1] 연구모형



## III. 실증분석

### 3.1 표본의 특성

본 연구는 온라인 서베이에 의한 방법을 이용하여 2013년10월~11월까지 자료를 수집하였으며, 위조명품 구매경험 있는 184명 소비자를 실증 분석 자료로 사용하였다. 아래의 <표 1>은 실증 분석을 위하여 사용한 표본의 인구통계적 분포 및 특성을 나타냈다. 성별로는 여성(51.6%)과 남성(48.4%)의 분포가 비슷하고, 연령은 주로 20세에서 35까지 주로 젊은 층을 중심으로 조사되었다. 학력은 대학졸업이 68.5%, 석사 이상이 26.1%로 고학력자가 많은 것으로 나타났다. 그리고 응답자의 제품 및 브랜드 사용특성에서 위조품 선택 순위는 의류(29.6%), 핸드백(22.8%), 손목시계(15.6%), 지갑(15.8%) 등으로 나타났고, 브랜드를 선택하는 순위는 Louisvutton(22.8%), Chanel(18.5%), CK(8.7%) 등으로 나타났다.

〈표 1〉 인구통계적 분석결과

구분	내용	응답 자수	%	구분	내용	응답 자수	%
성별	남성	89	48.4	학력	고졸	1	0.5
	여성	95	51.6		전문대	9	4.9
연령	20세~25세	53	28.8		대학	126	68.5
	26세~30세	88	47.8		석사이상	48	26.1
	31세~35세	43	23.3		응답자 합계	184	100
직업	학생	44	23.9	월 수입	5,000위안 이하	101	54.9
	회사원	57	31.0		5,000~10,000위안	59	32.1
	공무원	10	5.4		10,000~15,000위안	14	7.6
	전문직	31	16.9		15,000~20,000위안	5	2.7
	자영업	12	6.5		20,000이상	5	2.7
	기타	30	16.3		응답자 합계	184	100
응답자 합계		184	100				

〈표 2〉 제품 및 브랜드 사용특성

구분	내용	응답자수	%
제품	handbag	42	22.8
	지갑	29	15.8
	시계	31	16.8
	의류	55	29.6
	잡화	17	9.3
	기타	10	5.4
브랜드	루비똥(LV)	42	22.8
	꾸지(Gucci)	12	6.5
	샤넬(Chanel)	34	18.5
	로렉스(Rolox)	18	9.8
	CK	16	8.7

	기타	62	33.7
	합계	184	100

## 3.2 변수의 조작적 정의 및 측정

### 3.2.1 독립변수

변수의 측정 및 조작적 정의는 선행연구를 참고로 하여 본 연구의 목적에 맞게 측정 항목들 수정 보완하여 사용하였다. 먼저, 타인시선 요인은 선행연구를 참고하여 4 항목 즉 다른 사람의식에 의해 구입 함, 다른 사람의견에 의존 함, 다른 사람시선에 의존함, 다른 사람에게 인정받기 위해 구매함 등을 통해서 측정하였고, 둘째, 완벽주의는 진품만 구매함, 위조품 구입 허용 못함, 완벽한 것을 추구함, 브랜드 전문점에서만 구입 등 4개 항목으로 측정하였고, 셋째, 위험부담은 남들이 알아볼까봐 불안, 사서불안, 품질 떨어질 까봐 불안, A/S가 안될 까봐 불안 등 4개 항목을 통해서 측정하였고, 넷째, 가치의식은 품질과 가격동시 추구, 가격비교 구매, 가치판단 구매, 싸게 좋은 제품구매 등 4개 항목을 통해서 측정하였고, 다섯째, 유행추구는 제품선택 시 유행 중시, 가격 관계없이 유행제품 구매, 명품은 유행제품, 명품구입은 세계 유행 제품임 등 4개 항목을 통해서 측정하였다.

### 3.2.2 매개변수

본 연구에서 매개변수인 위조품태도와 명품태도는 선행연구를 참고로 하여 본 연구의 목적에 맞게 측정 항목들을 수정보완 하여 먼저, 명품태도는 명품브랜드 사용은 세계인의 일원, 사회집단의 소속감, 세계적인 유행 참여, 최신라이프스타일 접근성 등 4개 항목을 통해서 측정하였고, 그리고 위조품 태도는 위조명품에 대한 관심, 위조명품구매는 실용적인 구매, 위조명품구매는 나의 만족감, 위조명품에 대한 신뢰 등으로 측정하였다.

### 3.2.3 종속변수

본 연구에서는 중국소비자들의 위조명품 행위를 규명하기 위해서 종속변수는 기존선행연구를 참고 하여 본 연구에 목적에 맞게 측정 항목들을 수정보완 하여 위조명품에 대한 구매 태도를 측정하였다. 즉 구매의향, 다른 사람에게 추천, 자신이 사용하기 위한 위조명품 구매, 꼭 위조명품 구매 등 4개의 측정항목을 통해서 측정하였다.

<표 3> 변수의 조작적 정의

변수 및 측정항목		조작적 정의	선행연구
타인 시선	타인시선1	제품구매 시 타인의 구매 및 사용 상품을 많이 관찰함	Taormina and Chong(2010)
	타인시선2	제품구매 전 가족 또는 친구들의 의견을 존중함	
	타인시선3	타인의 시선에 의해 상품을 구매함	
	타인시선4	타인에게 인정받기 위해서 상품을 구입함	
완벽 주의	완벽주의1	진품만 구입 함	Taormina and Chong(2010)

	완벽주의2	위조품 구입을 허용 못함	
	완벽주의3	항상 완벽한 것을 추구 함	
	완벽주의4	브랜드 전문점에서만 상품을 구입 함	
	위험지각1	위조품 사용을 남이 알아볼 까봐 불안 함	
위험 부담	위험지각2	위조품을 사서 불안 함	Cunningham, Gerlach, Harper and Yong(2005) Stone and Gronhaug(1993)
	위험지각3	위조품이 정품에 비해서 품질이 떨어질 까봐 걱정됨	
	위험지각4	위조품은 A/S가 잘 안 될 까봐 걱정 됨	
가치 의식	가치의식1	제품 품질이 약간 낮더라도 낮은 가격에 대한 관심이 큼	Lichtenstein et al(1990)
	가치의식2	제품 구매 시 구매할 제품의 가격을 비교한 후 구매 함	
	가치의식3	제품 구매 시 지출한 만큼의 가치 있는 상품을 구매 함	
	가치의식4	제품 구매 시 저렴하게 비교적 제일 좋은 상품을 구매 함	
유행 추구	유행추구1	제품을 선택할 때 유행 제품을 많이 추구함	Shim and Gehrt(1996)
	유행추구2	가격이 비싸더라도 유행명품만 구매 함	
	유행추구3	명품 브랜드는 유행 상품이라고 판단 함	
	유행추구4	명품구입은 세계적 유행을 추구 함	
명품 태도	명품태도1	명품브랜드는 세계인의 일원이라는 느낌을 갖게 해줌	Lascu and Zinkhan(1999)
	명품태도2	명품브랜드는 소속된 사회집단에 일체감을 느끼게 해줌	
	명품태도3	명품브랜드는 세계적인 유행에 참여 느낌을 해줌	
	명품태도4	명품브랜드는 최신 라이프스타일에 좀 더 접근한 느낌	
위조품 태도	위조품태도1	위조명품에 대해 관심이 많음	Adoptd by Huang et al(2004)
	위조품태도2	위조명품 구매는 실용적인 행위임	
	위조품태도3	위조명품 구매는 나의 만족감을 충족시킴	
	위조품태도4	위조명품에 대해 신뢰가 감	
구매 의도	구매의도1	향후 위조품을 구입할 의향이 있음	Fishbein & Ajzen(1975) Ajzen (1991)
	구매의도2	다른 사람에게도 위조품을 구입하도록 추천 함	
	구매의도3	자신이 사용할 상품이라면 위조품을 구매할 것임	
	구매의도4	꼭 위조품 제품을 구매할 것임	

### 3.3 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 4>에 나타냈다. <표 4>에서 보듯이, 탐색적 요인분석결과 요인1은 명품태도 요인, 요인2는 구매의도 요인, 요인3은 유행추구 요인, 요인4는 가치의식 요인, 요인5는 위험부담 요인, 요인6은 완벽추구 요인, 요인7은 타인시선, 요인8은 위조명품에 대한 태도 요인 등으로 나타났다. 이때 각 구성개념 간의 요인적재량이 66.57% 이고 각 요인의 고유 값이 1 이상으로 타당성에는 문제가 없는 것으로 나타났다. 또한 각 요인별 일관성 여부를 판단하기 위해 신뢰성 검정을 하였는데 신뢰계수가 모두 0.729 이상으로 신뢰성에도 별 문제가 없는 것으로 나타났다.



〈표 4〉 탐색적 요인분석 결과

변수 및 측정항목		성분								Cronbach's $\alpha$ 값
		요인 1	요인 2	요인 3	요인 4	요인 5	요인 6	요인 7	요인 8	
명품 태도	LA1	.833	.073	.246	-.030	.005	.035	.050	.212	0.894
	LA2	.784	.074	.283	.040	.065	.031	.173	-.024	
	LA3	.783	.060	.286	-.046	-.049	.061	.103	.249	
	LA4	.766	.002	.165	.110	.072	.012	.277	.126	
구매 의도	IN2	.067	.803	.043	.103	-.122	-.240	-.036	.070	0.825
	IN4	.076	.802	-.030	.020	-.093	-.125	-.015	.127	
	IN3	-.011	.764	.049	.029	-.117	-.112	.029	.149	
	IN1	.012	.685	.064	.034	-.109	-.059	-.020	.203	
유행 추구	FA3	.251	-.028	.715	.154	.042	.208	-.002	.005	0.813
	FA4	.188	.132	.708	-.135	.032	-.066	.237	.223	
	FA1	.322	.127	.694	-.104	.048	-.106	.163	.085	
	FA2	.346	-.046	.636	.004	.143	.229	-.046	-.171	
가치 의식	PR3	-.044	.067	-.083	.821	.046	.082	.168	-.034	0.801
	PR1	.050	.023	-.048	.800	.047	.003	.024	-.120	
	PR2	-.130	.008	.057	.765	.155	.082	.119	.162	
	PR4	.121	.099	.001	.728	-.046	-.091	.062	.092	
위험 부담	R3	.014	-.278	.129	.000	.819	.162	.065	.087	0.832
	RI2	-.017	-.180	.205	.076	.812	.117	-.055	-.009	
	RI1	.078	-.065	-.059	.102	.758	.257	.195	-.226	
	RI4	.129	.005	-.045	.085	.599	.308	.213	-.246	
완벽 추구	PE1	-.014	-.189	.078	.066	.096	.792	.011	.045	0.776
	PE4	.080	-.034	.130	-.038	.101	.754	.008	-.120	
	PE2	.170	-.226	-.043	-.001	.230	.711	.047	-.093	
	PE3	-.124	-.213	-.010	.061	.247	.625	.254	-.002	
타인 시선	OT2	.212	.057	-.108	.172	.006	.074	.769	-.052	0.729
	OT1	.211	.044	.026	.094	.030	.092	.720	.021	
	OT3	.063	-.077	.246	.078	.195	.112	.644	.081	
	OT4	.009	-.044	.386	.050	.093	-.027	.624	.177	
위조 명품 태도	CA3	.146	.294	.146	.125	-.022	-.092	.077	.728	0.754
	CA2	.379	.206	.043	-.084	-.085	.020	-.023	.697	
	CA4	.150	.407	.043	.008	-.210	-.157	.100	.544	
	CA1	.164	.468	.051	.088	-.073	-.132	.194	.497	
eigenvalue (누적고유값%)		6.34 (19.22)	5.68 (36.44)	3.09 (45.81)	1.57 (50.57)	1.53 (55.22)	1.44 (59.58)	1.17 (63.12)	1.14 (66.57)	

또한 확인적 요인분석을 한 결과, 아래의 <표 5>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 811.518, df=377 p=0.000, RMR=0.055, GFI=0.863, NFI=0.849, CFI=0.845, RMSEA=0.079 임으로 모두 유의하게 나타났다.

〈표 5〉 확인적 요인분석

요인	변수	Standardized Estimate	t-value	P-value	Cronbach's $\alpha$ 값	CR	AVE
위험 지각	위험지각1	0.837			0.832	0.832	0.670
	위험지각2	0.837	7.556	***			
	위험지각3	0.812	7.282	***			
	위험지각4	0.787	7.242	***			
타인 시선	타인시선1	0.721			0.729	0.824	0.508
	타인시선1	0.773	5.362	***			
	타인시선1	0.668	5.827	***			
	타인시선1	0.679	5.829	***			
완벽 주의	완벽주의1	0.699			0.776	0.822	0.523
	완벽주의1	0.698	7.333	***			
	완벽주의1	0.700	8.001	***			
	완벽주의1	0.783	8.698	***			
가치 인식	가치인식1	0.616			0.801	0.857	0.535
	가치인식1	0.806	8.064	***			
	가치인식1	0.708	7.694	***			
	가치인식1	0.724	7.741	***			
위조명품 태도	위조태도1	0.816			0.754	0.883	0.630
	위조태도1	0.799	13.070	***			
	위조태도1	0.723	11.140	***			
	위조태도1	0.834	13.176	***			
명품 태도	명품태도1	0.837			0.894	0.915	0.667
	명품태도1	0.837	14.628	***			
	명품태도1	0.812	13.565	***			
	명품태도1	0.787	12.715	***			
구매 의도	구매의도1	0.676			0.825	0.840	0.573
	구매의도1	0.724	8.161	***			
	구매의도1	0.842	8.956	***			
	구매의도1	0.776	8.459	***			
유행 추구	유행추구1	0.764			0.813	0.801	0.501
	유행추구1	0.737	9.669	***			
	유행추구1	0.665	6.659	***			
	유행추구1	0.675	6.897	***			

아래의 <표 6> 판별타당성 분석결과와 각 잠재변인 간의 구분 정도를 의미한다. 즉, 측정문항이 잠재변인을 설명하는데 이로써 다른 잠재변인과 구분이 가능한지 여부를 알아보는 것이다. 이를 판단하려면 앞서 제시한 분산추출지수 값과 개별 잠재변인의 상관계수 제곱인 결정계수 값을 비교해야 한다. 비교 결과 분산추출지수가 결정계수 값보다 크기에 판별타당성에 문제가 없는 것으로 판단한다. 그리고 구성개념 간의 상관관계 절대 값이 모두 모두 1보다 작게 나타났으므로 판별타당성이 있는 것으로 볼 수 있다.

〈표 6〉 판별 타당성 결과

	위험 지각	타인 의식	완벽 주의	가치 의식	유행 추구	위조명품 태도	명품 태도	구매 의도
위험지각	(0.670)							
타인의식	0.326	(0.508)						
완벽주의	0.319	0.249	(0.523)					
가치의식	0.174	0.333	0.057	(0.535)				
유행추구	0.178	0.431	0.130	-0.072	(0.630)			
위조명품태도	-0.324	0.194	-0.090	0.369	0.194	(0.667)		
명품태도	-0.049	0.243	0.090	-0.039	0.447	0.224	(0.546)	
구매의도	-0.324	-0.067	-0.337	0.166	0.215	0.470	0.205	(0.501)

\*( ) 대각선은 평균분산추출지수(AVE) 값

### 3.4 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  $\chi^2=811.518$ ,  $df=377$ ,  $p=0.000$ ,  $RMR=0.055$ ,  $RMSEA=0.079$ ,  $GFI=0.810$ ,  $CFI=0.845$ ,  $NFI=0.853$ 로 나타났는데 이는 Hair et al.(2006)이 제시한 적합도 판단기준을 대체로 충족시키는 결과로 볼 수 있다.

가설 검정결과 요약 <표 7>에 보듯이, 12개의 가설 중 유의수준 0.05에서는 4개의 가설을 제외한 8개의 가설이 채택되었다. 전체 가설검정 결과에 대한 내용은 다음과 같다.

먼저, 중국 위조품 사용자의 구매동기가 위조품소비태도에 모두 유의한 영향을 미치는 가운데 위험지각과 완벽주의는 위조품태도에 부(-)의 영향을 미치고, 타인시선, 가치의식, 그리고 유행추구는 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 중국 위조품 사용자의 구매동기가 명품태도에 유의미한 영향을 미치는 변수는 타인시선과 유행추구가 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 위조품소비태도가 구매의도에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

〈표 7〉 가설 검증 결과

	Estimate	SE	t	p	채택여부
위조품소비태도 <--- 위험지각	-0.456	0.107	-4.250	0.000***	채택
위조품소비태도 <--- 타인시선	0.455	0.149	3.051	0.002***	채택
위조품소비태도 <--- 완벽주의	-0.322	0.104	-3.095	0.002***	채택

위조품소비태도 <--- 가치의식	0.512	0.112	4.593	0.00***	채택
위조품소비태도 <--- 유행추구	0.257	0.082	3.140	0.002***	채택
명품태도 <--- 타인시선	0.390	0.126	3.096	0.002***	채택
명품태도 <--- 완벽주의	0.074	0.085	0.869	0.385	기각
명품태도 <--- 가치의식	-0.005	0.083	-0.054	0.957	기각
명품태도 <--- 위험지각	-0.096	0.078	-1.225	0.221	기각
명품태도 <--- 유행추구	0.647	0.089	7.246	0.000***	채택
구매의도 <--- 위조품소비태도	0.552	0.079	7.017	0.000***	채택
구매의도 <--- 명품태도	-0.001	0.059	-0.025	0.980	기각

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\*p<0.01

## IV. 결론

### 4.1 연구결과 및 시사점

본 연구는 중국소비자들의 위조품 사용자들의 구매동기에 따른 위조품태도와 명품구매태도가 구매의도 미치는 효과가 무엇인지를 파악함으로 효과적인 브랜드마케팅 전략에 대한 시사점을 제공하고자 하였다. 구체적으로 본 연구는 중국위조품사용자들의 구매동인 가치의식, 위험지각, 완벽주의, 유행추구, 타인의식 등에 따른 위조품태도와 명품구매태도가 구매의도에 어떻게 영향을 미치는지를 실증분석 하였다. 실증 분석결과 및 관련 내용을 언급하면 다음과 같다.

첫째, 위조품사용자들의 구매동기인 위험지각, 완벽주의 등은 위조품태도형성에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났고, 통계적으로 유의하게 나타났다. 타인시선, 가치의식 유행추구 등은 위조품태도 형성에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났고, 통계적으로 유의미하게 나타났다. 이는 중국소비자들은 위조품을 사용함에 위험지각을 감지하면서도 위조품을 사용하고 있고, 또한 위조품 사용은 완벽주의 추구가 아니면서도 위조품을 사용하고 있는 것을 알 수 있다. 그러면서 타인시선, 유행추구 및 가치의식 차원이 위조품태도에 긍정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있다.

둘째, 위조품 사용자들의 구매동기에 따른 명품구매태도에 미치는 효과에서는 타인의식, 유행추구가 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났고, 통계적으로 유의미하게 나타났다. 그러나 가치의식과 위험지각은 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의미하게 나타나지 못하였다.

셋째, 위조품태도에 따른 구매의도 영향을 미치는 효과에서는 위조품태도가 구매의도에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났고 통계적으로 유의하게 나타났다. 그러나 명품구매 태도는 구매의도에 부정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있지만 통계적으로 유의하게 나타나지 않았다. 이는 명품을 구매하는 소비자들의 구매 동기와 위조품 구매동기 다른 것을 알 수 있다. 또한 위조품 사용자들의 구매동기인 유행추구와 타인의식은 명품구매태도 형성에 긍정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있으나, 위조품 사용자들의 명품태도 형성은 위조품 구매의도에 영향을 미치지 않는 것을 알 수 있다.

이상의 결과들은 중국소비자들이 위조명품을 구매하려는 의도가 정품에 비해 위조명품이 가치의식 차이인 가격이 저렴하기 때문이다. 실제로 중국시장은 산짜이(山寨) 문화 이른바 ‘짝퉁’이라고 부르는 모조품 또는 복제품이 중국 사회에 전반적으로 확산되어 형성된 사회적·문화적 현상이 나타났으며, 산짜이 제품은 가격우위를 바탕으로 중국 산업에 큰 영향력을 행사하며 급속하게 성장하고 있다(김용준 2011). 특히 현실적으로 산짜이 제품은 정품에 비해 가격 격차에 따라 중간 판매상에게 높은 수익률을 보장해줌으로써 적극적인 판매활동으로 이어지고 있음을 간과할 수 없겠다.

그리고 정품을 구매하는 소비자들은 타인의식과 유행추구에 의한 소비를 하는 것을 알 수 있다.

## 4.2 연구의 한계 및 미래 연구방향

본 실증 연구는 첫 번째로, 인구통계적 특성을 볼 때, 주로 바링허우(80后)세대인 젊은 층을 중심으로 이루어진 실증 연구로서 표본의 편향성이 연구의 한계로 볼 수 있다. 최근 중국의 소비트렌드를 이끄는 세대가 ‘바링허우’세대다. 그러기에 향후에는 주요 소비연령층의 소비문화 특징을 이해하여 브랜드 전략을 수립하는 것이 필요하다고 보며, 아울러 다양한 연령층으로 확대하여 중국소비자의 위조명품 구매의도에 대한 실증 연구를 수행함으로써 일반화를 꾀할 필요가 있겠다.

두 번째로, 본 연구는 중국에서 위조품 사용자들을 대상으로 위조품태도와 명품태도에 관한 실증 연구가 거의 없는 상황에서 이루어진 연구로 앞으로는 명품의 성격을 포함한 기업의 특성, 생산하는 명품의 성격 등 다양한 요인들을 반영한 다양한 측면의 실증 연구가 필요하다고 본다.

세 번째로, 향후 연구에서는 위조명품 브랜드의 다양한 제품을 고려하여 연구할 필요가 있다. 아울러, 현실적으로 중국의 광범위한 지역을 고려해 볼 때 소득이 높은 주요 대도시의 소비자와 소득이 낮은 농촌지역의 소비자 간에는 위조명품과 명품에 대한 구매의도가 다를 것으로 보아 미래에는 중국의 지역적인 변수와 소득 등 다양한 변수를 고려한 다양한 방법의 실증 연구가 더욱 필요하다고 본다.

## 참고문헌

- 김용준, 박주희, 서현영, 이정민(2014), 중국소비자들을 공략하기 위한 명품브랜드확장의 불일치성에 관한 연구, **국제경영연구**, 25(1), 117-141.
- 김주원, 김용준, 문철주(2012), 중국소비자의 문화적 특성 차이와 브랜드 태도에 관한 연구, **국제지역연구**, 16(3), 181-207.
- 김주호(2011), 중국인의 타인의식형 집단문화와 위조명품 브랜드 구매행동, **한국마케팅저널**, 13(2), 1-21.
- 문철주, 김주원(2014), 중국소비자들의 위조품 구매의도에 미치는 요인에 관한 실증연구: 소비자 동조

- 성을 중심으로, *국제지역연구*, 18(1), 303–328.
- 채명수, 정갑연, 이혜리(2012), 중국소비자의 산짜이 선호도 및 구매의도의 영향 요인, *국제지역연구*, 16(4), 305–330.
- Bearden, W., Netemeyer, R, and Teel, J. 1989. "Measurement of consumer susceptibility to interpersonal influence", *Journal of Consumer Research*, 15(March), 473–481
- Campbell, J. D., and Fairey, P. J. 1989. "Information and normative routes to confirmity: the effect of faction size as a function of norm extremity and attention to the stimulus." *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 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*, Vol. 35, No. 1, 41–53.
- Cox, D.F. 1967. Risk Taking and Information Handling in Consumer Behavior, Boston: Harvard Univ. Press, 604–640.
- Delener, N. 2000. "International counterfeit marketing: Success without risk." *Review of Business*, Spring, 16–20.
- Heimberg R. G., and Becker R. E.(2002), Cognitive–behavioral treatment for social phobia: Basic mechanisms and clinical strategies, New York: Guilford.
- Jiang, L. and Veronique(2012), "Love for Luxury, Preference for Counterfeits – Qualitative Study in Counterfeit Luxury Consumption in China," *International Journal of Marketing Studies*, 4(6), 1–9.
- Kim, J. K. and Kim, J. E.(2012), "Effects of cognitive resource availability on consumer decisions involving counterfeit products: The role of perceived justification," *Mark Lett*, 23, 869–881.
- MichaelLidou, N. and Christodoulides, G.(2011), "Antecedents of attitude and intention towards counterfeit symbolic and experiential products," *Journal of Marketing Management*, 27, 976–991.
- Romani, S., Gistri, G. and Pace, S.(2012), "When counterfeits raise the appeal of luxury brands," *Mark Lett*, 23, 807–824.
- Taormina, R. J. and Chong, K. Y.(2010), "Purchasing Counterfeit and Legitimate Products in China: Social and Psychological Correlates and Predictors," *Journal of East–West Business*, 16(1), 118–145.
- Tatic, K. and Cinjarevic, M.(?), Fake Luxury: Consumer Purchase Intentions of Counterfeit Luxury Brands
- Workman, J.E. and K.K.P. Johnson(1993), "Fashion Opinion Leadership, Fashion Innovativeness, and Need for Variety, Clothing and Textiles Research Journal, 11(3), 60–64.
- Wu, J., Bhappu, A. D., Helm, S. V. and Song, S. K.(2013), Consumers' Perceived Counterfeit

Detection: A New Construct and Its Implications for Counterfeit Consumption and Unethical Behavior, American Marketing Associations, Summer, 56–57.

Triandewi, E. and Tjiptono, F.(2013), “Consumer Intention to Buy Original Brands versus Counterfeits,” International Journal of Marketing Studies, 5(2), 23–32.

Wilcox, K., Kim, H. M. and Sen, S.(2009), “Why Do Consumers Buy Counterfeit Luxury Brands?”, Journal of Marketing Research, 46(2), 247–259.

Weaver, C. T. and Buff, C. L.(2012), “You’re So Vain…Want to Buy a Counterfeit Product? An Exploratory Study of Vanity and Counterfeit Product Purchase,” *Review of Business Research*, 12(3), 138–143.

# 논문발표 Session 3

Session 3: Global Finance (2층, 安远3号厅;안원3호청)

좌 장: 조대우(충남대)

## ■ 1. Foreign Exchange Rate Exposure and Investor Sentiment

- 발표자: 권택호(충남대)
- 토론자: 하태현(우석대)

## ■ 2. A Study on Shortfall Risk Measure in Strategic Asset Allocation of National Pension

- 발표자: 오세경, 이정우(건국대)
- 토론자: 서정원(성균관대)

## ■ 3. The Impact of Corporate Governance on Real Earnings Management

- 발표자: 김수정(경희사이버대), 강신애(서울과학기술대)
- 토론자: 김창모(경기대)





## 투자심리를 고려한 환노출계수의 추정과 특성분석

## Foreign Exchange Rate Exposure and Investor Sentiment

권택호

충남대학교 경영학부교수

(thk5556@cnu.ac.kr)

## 국문초록

이 연구는 한국유가증권시장 기업을 대상으로 2006년 ~ 2012년까지의 자료를 사용해 투자자의 투자심리가 환노출계수 추정에 영향을 미치는지의 여부를 분석하였다. 분석결과 환노출계수 추정모형에 투자심리지수를 추가하는 경우 환노출계수가 투자심리를 고려하기 전에 비해 유의적으로 감소하였다. 결정요인 분석에서도 투자심리를 고려하기 전과 후의 환노출계수의 차이는 기업의 외화자본조달, 영업이익, 연구개발비, 재벌소속여부, 규모와 유의적인 관계를 갖는 것으로 나타나 투자심리의 영향이 기업 특성변수와 관련이 있음을 추론할 수 있게 하였다. 이러한 환노출계수 차이의 설명요인은 증강시장모형으로 추정된 환노출계수의 결정요인과는 차이가 있는 것이다. 특히, 투자심리가 환노출계수에 미치는 영향이 기업 규모와 밀접한 관계가 있는 것을 확인할 수 있었다. 또한, 기업의 외환포지션 특성도 투자심리가 환노출계수에 미치는 영향과 관련이 있는 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 환노출계수 추정에 시장에서 주가에 영향을 미칠 수 있는 투자심리에 대한 고려가 필요함을 지지하는 것이다.

▶ Keywords : 환노출계수, 투자심리지수, 주가수익률

## I. 서론

국제경영을 연구하는 연구자들은 환위험을 예상하지 못한 환율변동이 기업가치에 미치는 영향으로 정의하고 이를 측정하고 관리하는 방안을 찾고자 노력하여 왔다. 위험을 변동성으로 정의하는 투자론적 관점에서 본다면 환위험은 환율변동과 기업가치변동을 함께 고려하여 측정한 분산(또는 표준편차)으로 정의할 수 있다. 환위험이 존재하기 위해서는 환율변동과 환율변동에 의한 기업가치 변동이 함께 발생되어야 한다. 따라서 환위험관리는 환율변동에 대한 관리나, 환율이 변동하면 가치가 변할 수 있는 자산 즉, 환위험 노출자산에 대한 관리를 통해 가능하다. 그런데 기업의 입장에서 볼 때 환율변동은 관리의 여지가 없는 외생변수이며, 기업이 예측하기도 어려운 변수이다. 이러한 이유로 환위험을 연구하는 기존의 연구들은 환율이 변동하면 가치가 변동하는 자산 즉, 환위험에 노출된 자산의 특성 분석을 중심으로 환위험에 대한 연구를 수행하여 왔다.

환율변동과 기업가치 변동 사이에 존재하는 민감도를 기업환노출이라 정의한다. 기업은 여러 유형의 자산을 보유하고 있으며, 각 자산은 자산의 특성에 따라 환율의 변동으로부터 상이한 영향을 받는다. 따라서 환율의 변동과 기업가치 변동 간의 관계는 기업이 보유한 자산의 특성과 이들의 상호관계에 의해 결정된다. 기업환위험에 대해 관심을 갖는 궁극적인 목적이 관리에 있다고 한다면 환위험에 대한 연구가 환노출에 대한 연구에 초점을 두고 진행되어 온 것은 자연스런 전개였다고 할 수 있다.

환율의 변동과 기업가치의 변동 간에 갖는 관계를 나타내는 환노출계수는 Adler and Dumas(1984), Jorion(1990)의 연구에 근거해 주가수익률을 종속변수로 하고 시장수익률과 환율변동을 독립변수로 하는 증강시장모형(augmented market model)을 사용하여 추정하여 왔다. 그런데 주가를 단순히 표현하면 미래의 각 시점에 지급할 배당금의 현재가치를 합산한 것이라고 할 수 있기 때문에 주가의 변동 즉 주가수익률은 미래 배당에 대한 기대의 변동을 반영한다고 할 수 있다. Shiller(1981)는 이러한 관점에서 시계열상에 나타난 주가수익률의 변동성과 배당의 변동성을 비교분석하였는데 분석결과 주가수익률의 변동성이 배당의 변동성보다 훨씬 큰 것을 확인하였다. 그의 분석은 주가 변동에 미래 배당의 변동으로는 설명할 수 없는 요인이 있음을 시사하는 것으로 이해되었고, 이후의 많은 연구들은 그의 연구 결과를 행동재무(behavioral finance)에 대한 고려의 필요성을 지지하는 근거로 인용하였다.

행동재무적 관점에서 볼 때 주가에는 이론적으로 계산되는 미래 현금흐름의 현재뿐만 아니라 주식을 거래하는 투자자의 심리적 요인에 의한 영향이 반영되어 있다. 실제로 시장에서 투자심리의 위축으로 주가가 하락하는 것이나, 어떠한 기대감으로 주가가 상승하는 것은 주가변동이 이론적인 근거에 의해서라기보다는 투자자의 심리 상태 변화에 의한 결과일 수 있음을 나타내는 것이다. 주식시장에서는 이러한 투자심리에 의한 부작용을 최소화하기 위해 가격변동 제한폭이나 서킷브레이크나 사이드카와 같은 거래 중단제도를 도입하고 있다. 이러한 제도적 장치들은 주가변동이 합리적이고 이론적인 근거에 의해서만 이루어지는 것이 아니라 시장 참여자의 심리적 요인에 의해서도 발생될 수 있음을 증거하는 것이다.

회귀모형을 사용해 환노출을 추정하는 경우 환노출은 시장에서 형성된 주가수익률과 환율변동률의 관계에 의해 결정된다. 만일 주가수익률이 어떤 다른 요인(투자심리)에 의해 영향을 받았다면 그러한 주가수익률을 사용해 추정한 환노출은 환율변동과 기업가치 관계를 적절하게 나타내고 있다고 할 수 없다. 이러한 상황에서 환율변동과 기업가치 변동의 관계를 추정하기 위해서는 기업가치 변동에서 다른 변수(투자심리)의 영향을 제거한 후에 기업가치 변동과 환율변동의 관계를 추정하여야 한다.

행동재무에서의 기존 연구는 주가수익률이 투자심리에 영향을 받을 수 있음을 잘 설명하고 있다. 이러한 결과는 주가수익률에 투자자들의 투자심리가 반영되어 있음을 보여주는 것이며, 주가수익률에 전통적 재무이론의 위험요소로는 설명할 수 없는 부분이 있음을 지지하는 것이다. 이러한 상황은 관찰된 주가수익률(observed stock returns)을 종속변수로 해서 추정하는 현재의 환노출 추정방법으로는 환율변동과 기업가치 변동 간에 존재하는 관계를 정확하게 파악할 수 없다는 추론을 가능하게 한다. 그러나 기존의 연구들은 환노출계수 추정에서 이러한 문제를 적극적으로 고려하지 않았다. 이 연구에서는 투자심리 수준을 나타낼 수 있는 투자심리지수를 추정하고 이를 사용해 투자심리요인을 반영한 환노출계수를 추정한다. 투자심리를 반영한 환노출계수와 투자심리를 반영하지 않은 환노출계수를 비교 분석하여 투자심리가 환노출계수에 미친 영향을 확인한다.

분석결과와 투자심리를 반영하여 환노출을 추정하여 분석한 결과는 투자심리를 고려하지 않는 경우와 차이가 있음을 확인할 수 있었다. 특히, 소규모 기업의 경우 주가수익률로 추정된 환노출계수에 투자심리의 영향이 상당부분 반영되어 있을 수 있음을 확인할 수 있었다. 또한, 투자심리가 환노출계수에 미치는 영향은 기업의 외환포지션 특성에 의한 차이도 존재하는 것으로 확인되었다. 이어서 2장에서

는 기존 관련연구를 정리하고 3장에서는 연구내용 및 연구모형을 설명한다. 4장에서는 실증분석을 수행하고 5장에서는 결론을 기술한다.

## II. 기존연구

환노출에 대한 연구는 환율변동과 기업가치 변화의 관계를 추정하고 이의 설명요인을 분석하는 연구가 주를 이루고 있는데 환노출에 관한 연구결과에 대한 문헌연구는 기존의 연구에서 잘 정리하고 있다<sup>2)</sup>. 여기에서는 환노출 연구에서 투자심리에 대한 고려의 필요성을 시사하고 있는 연구의 동향을 기술한다.

환노출에 관한 최근의 연구 동향 중에 하나는 환노출이 갖는 다양한 의미를 분석적인 관점에서 설명하려는 시도이다. Bodnar and Marston(2002)은 환노출을 추정하기 위해 사용하는 추가수익률이 기업의 환위험관리활동을 포함하고 있는 시장에서 결정된 기업가치이기 때문에 추가수익률을 사용해 환노출을 추정할 경우 기업이 기본적인 영업활동에서 직면하는 환노출을 구분해서 추정할 수 없음을 지적하였다. 그들은 기업의 기본적 영업활동에 의해 나타난 환노출을 예측환노출(expected exposure)로, 기본적 영업활동과 환노출관리 활동이 포함되어 결정된 시장수익률로 추정한 환노출을 관찰환노출(observed exposure)로 구분하고 예측환노출을 관찰환노출과 구분해 추정할 수 있는 방법을 제시하였다. Bartram, Brown and Minton(2010)는 세계적인 자동차기업들을 대상으로 예측환노출을 추정하고, 예측환노출과 관찰환노출의 차이를 분석해 기업들이 예측환노출의 70% 정도를 관리하고 있다고 주장하였다. 이들 연구는 환노출을 기업경영의 단계별로 구분하여 추정하고 이의 특성을 분석할 필요가 있음을 주장한 것으로 이해할 수 있다.

한편, Bartram and Bodnar(2007)는 “환노출 퍼즐”(The Exchange Rate Exposure Puzzle)이라는 제목의 논문에서 추가수익률과 환율변동을 변수로 하는 회귀식으로 추정한 환노출계수의 통계적 유의성이 직관적으로 인식하고 있는 환율변동과 기업가치 간의 관계와 일치하지 않는다는 점을 지적하였다. 그들은 환노출의 유의성 제고를 위해 다양한 방법을 사용해 분석했던 기존 연구결과를 검토하고, 기존의 연구에서 추정한 환노출계수의 통계적 유의성이 높지 않은 이유는 기업이 환노출관리를 잘하고 있기 때문일 수 있다고 주장하였다. Bartram, Brown and Minton(2010)의 연구는 Bartram and Bodnar(2007)의 주장을 실증적으로 뒷받침해 준 연구로 볼 수 있다. 권택호·주경원(2011)은 한국 유가증권시장기업을 대상으로 예측환노출과 관찰환노출의 차이분석을 통해 환노출의 특성과 환노출관리활동 간의 관계를 분석하였다. 이들의 연구결과는 환노출 분석에서 예측환노출과 관찰환노출을 구분해 분석할 필요가 있음을 보여주었다.

환노출을 예측환노출과 관찰환노출로 구분하고 이들의 관계를 분석해 환노출 관리활동의 특성을 분

2) 환노출 관련 기존연구에 대한 정리는 Muller and Verchoor(2006)을 참고할 수 있으며, 한국 기업을 대상으로 한 환노출 관련연구는 권택호(2013)를 참고할 수 있음.

석한 기존의 연구는 환노출을 기업의 경영활동 단계를 기준으로 세분화하여 추정하고 이의 특성을 분석함으로써 환노출 연구를 정치화하는데 기여했다고 할 수 있다. 이들의 연구는 기본적으로 주가수익률을 사용해 추정한 환노출계수가 기업의 환노출 정도를 잘 나타낼 수 있는가?에 대한 의문에서 출발하고 있다고 할 수 있다. 환노출을 예측환노출과 관찰환노출로 구분하여 분석하려는 기존의 연구는 주가수익률로 추정한 환노출계수의 의미를 정확하게 파악하고 이의 의미를 재해석 하려고 했다는 점에서 환노출 연구를 보다 정치화하는데 기여를 했다고 할 수 있다. 그러나 이들의 연구도 환노출 추정의 기초가 되는 주가수익률이 기업의 가치변동을 정확하게 반영하고 있다는 것을 전제로 하고 있다.

지금까지 환노출에 대한 연구에서 사용해온 증강시장모형은 주가수익률이 기업가치를 적절하게 반영하고 있다는 것을 전제로 한 것이다. 주가가 기업의 가치를 반영하고 있다는 가정은 일반적으로 받아들여지고 있다. 그러나 Shiller(1981)의 연구결과에서 확인할 수 있는 것처럼 주가에 기업가치 이외의 다른 요인들이 반영되어 있을 수 있다는 가정 역시 일반적으로 받아들여지고 있는 인식이라고 할 수 있다. 주가수익률에 포함되어 있을 것으로 인식되고 있는 요인 중에 최근에 많은 관심을 받고 있는 요인이 심리적 요인이다. 재무적 현상을 설명하는데 있어 심리적 요인에 대한 고려하는 것은 재무적 의사결정이 인간에 의해 이루어진다는 점을 고려할 때 자연스러운 접근이라고 할 수 있다. 행동재무는 이처럼 재무적 현상을 설명하는데 있어 재무이론과 함께 다른 영역의 이론들을 활용하는 재무관리의 한 영역이다.

행동재무적 관점에서 주가수익률의 특성을 분석하려는 노력은 다양한 관점에서 시도되었다. Mouna, Ebbes, and Boujelbene(2009)는 가격결정모형인 시장모형에 투자심리 변수를 추가하면 투자심리 변수의 계수가 유의함은 물론 시장베타의 크기가 감소한다는 것을 보고하였다. 이들의 연구결과는 투자심리가 개별기업의 수익률에 영향을 미치는 고유한 변수이면서 시장전체에 영향을 미치는 공통적인 요인도 가지고 있음을 시사하는 것이다. Baker and Wurgler(2006)은 미국의 기업을 대상으로 그들이 개발한 투자심리 지수를 사용하여 주가수익률과 투자심리와의 관계를 분석하였다. 분석결과 규모와 업력, 변동성, 수익성, 배당의 지급여부, 성장속도, 등의 기업 특성변수가 주가수익률과 투자심리의 관계에 영향을 주는 것으로 보고하였다. Kim and Byun(2010)은 한국 시장에서 투자심리가 주가수익률에 유의적인 영향을 미친다는 결과를 보고하였다. 특히, 규모, 업력, 변동성, 수익률의 크기 등이 투자심리와 주가수익률 간의 관계에 영향을 준다고 보고하여 투자심리와 주가수익률의 관계가 기업특성과 관계가 있음을 보여주었다.

Talpsepp(2011)는 행동재무의 주요 연구주제인 전망이론(prospect theory)과 처분효과 간의 관계 설정에 문제점을 지적하면서 처분효과가 시장에서 다양한 형태로 나타날 수 있음을 실증적으로 보여주었다(처분효과란 투자자들이 이익이 발생한 주식은 빨리 처분하고, 손실이 발생한 주식은 처분을 미루는 경향이 있음을 지칭하는 개념임). 그는 전망이론이 처분효과를 설명하는데 있어 갖고 있는 문제점에 대한 기존의 연구를 정리하고 실증분석결과들을 정리하였다. 그는 Estonia의 증권거래소의 자료를 분석하고 외국인 투자자의 거래에서 역처분효과(reverse disposition effect)가 나타났다고 보고하였다. Coval and Shumway(2005)는 CBOT의 T-bond 거래자료를 분석해 거래자에게 손실회피 성향(loss-aversion)이 있음을 보고하였다. Subrahmanyam(2007)은 행동재무 분야의 연구성과들을 정리하

면서 행동재무의 중요성에 대해 언급하였다. Sigh(2010)은 행동재무의 학문적 유래와 주요 내용을 정리하고 있다. Hibbert, Daigler and Dupoyet(2008)은 주가수익률의 비대칭적 변동성을 설명해온 레버리지효과가설(leverage effect hypothesis)과 피드백효과가설(feedback effect hypothesis)이 실제 비대칭적 변동성을 잘 설명할 수 없음을 보이고 행동재무에서의 대표성(representativeness)과 정서이론(affect theory)이 비대칭적 변동성을 잘 설명할 수 있다고 주장하였다. Gärling, Kirchler, Lewis and van Raaij(2009)는 세계금융위기의 원인을 행동재무적 관점에서 설명하고 다양한 대안 마련의 필요성을 주장하였다. Baker, Wurgler and Yuan(2012)은 개별국가의 투자심리는 물론 국제투자심리도 주가수익률에 영향을 미치며 국가의 투자심리는 전염효과가 있음을 보고하였다.

국내에서도 행동재무를 사용해 재무현상을 설명하는 다수의 연구결과 발표되었다. 2005년 이후에 발표된 연구들을 중심으로 보면, 펀드매니저의 군집행동(홍광현·이가연, 2006), 채권시장 모멘텀과 주식시장 관계(고봉찬, 2006), 발생액 이상 현상(고봉찬·김우진, 2007), 투자자의 기대와 IPO 시장(김현아·정성창, 2010), 주식시장의 투자성향(박순식·안영규, 2007), 개인투자자의 과도거래(변진호·김민수·최인철, 2007) 등의 주제들이 다루어졌다.

행동재무적 관점에서 주가수익률의 특성을 분석하고자 했던 기존의 연구는 시장에서 결정되는 주가수익률에는 시장에 녹아 있는 심리적 요인이 반영되어 있음을 지지하는 결과를 보고하고 있다. 또한, 시장의 심리적 상황이 시장전체의 주가수익률에도 영향을 준다는 점과 함께 개별기업의 특성에 따라 영향이 달라질 수 있음도 확인시켜주고 있다. 특히, Baker and Wurgler(2006)의 연구는 시장의 심리적 상황 변화와 개별기업의 주가수익률의 변화 간에 존재할 수 있는 관계가 개별기업의 기업특성과 관계가 있음을 보고하고 있다.

기술한 바와 같이 환노출에 관한 연구 중에는 주가수익률을 사용해 추정한 환노출계수의 의미를 기업의 상황과 연결하여 보다 분석적 관점에서 해석하고자 하는 연구들이 있다. 한편, 주가수익률의 특성을 설명하려는 노력은 주가수익률을 재무이론뿐만 아니라 심리적 요인까지를 포함한 행동재무적 관점에서 설명하려는 노력을 포함하는 방향으로 발전되고 있다. 그러나 주가수익률에 영향을 미치는 행동재무적 특성이 주가수익률을 사용해 추정한 기업의 환노출계수에 미치는 영향과 이러한 영향이 환노출분석에서 갖는 의미를 파악하고자 하는 연구는 아직 이루어지지 않고 있다.

## Ⅲ. 연구내용 및 모형

### 3.1 환노출의 추정과 결정요인 분석

환노출계수의 추정을 위해 사용한 기존의 연구모형에 투자심리지수를 추가하여 투자심리의 변화가 환노출의 추정 결과에 미친 영향을 분석한다. 환노출계수추정을 위해 일반적으로 사용하는 모형은

Jorion(1990)이 사용한 증강시장모형으로 식(1)과 같다.  $r_t$ 는 주가수익률이고  $mr_t$ 는 시장수익률,  $er_t$ 는 환율변동률, 그리고  $\epsilon_t$ 는 회귀식의 잔차이다. 모형(1)에서  $\beta_{i,e}$ 가 환율변동과 기업*i*의 기업가치 간에 존재하는 민감도를 나타내는 환노출계수이다. 환율을 원/달러와 같이 구성할 때  $\beta_{i,e}$ 가 유의하다는 것은  $\beta_{i,e} > 0$ 인 경우는 환율이 상승(하락)하면 기업가치가 증가(감소)하는 방향의 영향이 있음을 나타내는 것이며,  $\beta_{i,e} < 0$ 인 경우는 환율이 상승(하락)하면 기업가치가 감소(증가)하는 방향으로 영향이 나타나는 것으로 해석할 수 있다.

$$r_{i,t} = \beta_{i,0} + \beta_{i,m}mr_t + \beta_{i,e}er_t + \epsilon_{i,t} \quad \text{--- (1)}$$

추정식 (1)의 환노출계수 추정모형은 주가수익률이 시장위험 요인과 환율변동 위험에 의해 결정되었음을 가정하고 있다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 주가수익률에 시장의 행동재무적 특성 즉, 투자심리에 의한 영향이 반영되어 있다면 위의 모형을 사용해 추정한 환노출계수는 환율변동이 기업가치에 미치는 영향을 정확하게 반영할 수 없다. 이러한 문제를 해결할 수 있는 한 방법은 주가수익률에 포함되어 있는 투자심리 요인의 영향을 통제하면서 환노출계수를 추정하는 것이다. 이 연구에서는 투자심리 요인을 통제하면서 환노출계수를 추정하는 추정모형을 식(1)'와 같이 구성한다.  $inv\_x$ 는 시장의 심리상태를 나타내는 투자심리지수이고,  $c_{i,e}$ 는 투자심리의 영향을 반영한 환노출계수이고  $\epsilon$ 는 회귀식의 잔차이다. 투자심리지수는 Baker and Wurgler(2006)의 방법을 수정하여 계산한다.

$$r_{i,t} = c_{i,0} + c_{i,m}mr_t + c_{i,e}er_t + c_{i,s}inv\_x_t + \epsilon_{i,t} \quad \text{--- (1)'}$$

기업의 환노출계수가 유의적이라면 즉 기업의 경영과정에서 관리되지 않고 남아 있는 환노출이 존재한다면 환노출계수의 결정요인을 분석하는 것은 환노출관리 측면에서 중요한 정보가 될 수 있다. 만일 투자심리를 고려하기 전 후의 환노출계수 결정요인에 차이가 있다면 환노출을 고려하기 전 환노출계수의 결정요인 분석 결과를 토대로 환노출 관리방법을 결정하는 것은 적절하지 못한 결정일 수 있다. 반면에 투자심리를 고려한 후에도 환노출계수의 결정요인이 투자심리 고려 후의 결정요인과 동일하다면 환노출계수 추정에서 투자심리를 고려해야 하는 필요성은 없다고 할 수 있다. 이 연구에서는 기존의 연구결과를 기초로 모형 (2)와 같은 추정모형을 구성하여 환노출계수와 환노출계수 차이(투자심리고려 전 환노출계수-투자심리고려 후 환노출계수)의 결정요인을 분석한다.  $\hat{\beta}_i$ 는 모형(1)과 (1)'에서 추정한 환노출계수 값( $\beta_{i,e}$  또는  $c_{i,e}$ ) 또는 계수값의 차이를 나타낸다.  $FFinc$ 는 외화표시자본조달비율,  $FAsst$ 는 유형자산비율,  $OProf$ 는 영업이익률,  $EXprt$ 는 수출비율,  $RDvmt$ 는 연구개발비율,  $DIndx$ 는 다각화지수,  $CDummy$ 는 30대 재벌집단 소속여부를 나타내는 더미변수,  $LSize$ 는 기업의 규모, 그리고  $\omega$ 는 회귀식의 잔차이다.



$$\hat{\beta}_i = \alpha_0 + \alpha_1 FFinc_i + \alpha_2 FAsst_i + \alpha_3 OProf_i + \alpha_4 EXprt_i + \alpha_5 RDvmt_i + \alpha_6 DIndx_i + \alpha_7 CDummy_i + \alpha_8 LSize_i + \omega_i \quad (2)$$

## 3.2 투자심리지수의 추정

투자심리지수는 Baker and Wurgler(2006), Kim and Byun(2010)에서 사용한 추정 모형에 주식가격의 동조화 측정치를 추가하여 계산한다. Baker and Wurgler(2006)는 주요인분석(principal components analysis)을 사용하여 투자심리지수를 계산하였다. 그들은 투자심리와 관련이 있는 변수들을 선정해 주요인분석을 수행하여 주성분을 추출하고, 주성분과 변수들 간의 상관관계를 고려하여 최종적인 변수를 선정하였다. 최종적으로 선정한 변수들로 주요인분석을 수행하고 결과로 얻은 주요인을 투자심리지수로 사용하였다. 이들은 변수의 선후행 관계를 고려하기 위해 과거변수(lagged variable)도 함께 고려하였으며, 투자심리지수가 시장 전체의 경제상황을 반영할 수 있다는 점을 고려하여 각 변수를 시장 경기를 나타내는 변수들로 직교화한 주요인분석도 수행하였다. 이 연구에서는 요인분석의 변수로 개인투자자의 순매수금액비율, 펀드유입액변동률, 주식투자예치금변동률, 주식회전율, 주식발행비중, 시장동조화 측정치를 사용한다.

이 연구에서는 기존의 연구에서와는 달리 주식가격의 동조화를 기초로 구성한 시장동조화 측정치를 투자심리지수 추정에 사용한다. 시장동조화 측정치는 주식가격의 동조화 측정치에 당월의 시장수익률의 방향을 반영한 변수이다. 주식가격의 동조화(co-movement)는 투자자들이 시장에서 군집행동(herding)의 특성을 보이는 증거의 하나로 인식되고 있으며 시장이 행동대무적 특성을 갖는다는 증거의 하나로 받아들여지고 있다. 이러한 관점에서 볼 때 주식시장의 동조화정도를 투자심리지수를 계산하는 변수로 활용하는 것은 타당성이 있다. 그러나 기존의 연구에서 사용한 주식가격의 동조화 측정치는 동조화의 정도만을 나타낼 뿐 동조화의 방향을 나타내지는 않고 있기 때문에 이 측정치를 투자심리지수 계산에 직접 사용할 수는 없다. 이러한 문제를 해결하기 위해 주식가격 동조화 측정치에 해당 월의 시장수익률의 방향을 반영한 시장동조화 측정치를 구성하여 사용한다. 주식가격 동조화 측정치는 Eun, Wang and Xiao(2013)이 사용한 모형을 사용하여 추정한다.

Eun, Wang and Xiao(2013)는 주식가격 동조화를 측정하기 위해 Morck et al.(2000), Jin and Myers(2006)을 따라 다음과 같은 모형을 사용하였다.  $r_i$ ,  $r_m$ 는 주식과 시장수익률이며  $r_{us}$ 는 미국의 시장수익률,  $ex$ 는 미국달러화기준 환율변동률이다.  $t$ 는 기간을 나타내는 첨자이다.

$$r_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}r_{m,t} + \beta_{2,i}[r_{us,t} + ex_t] + \beta_{3,i}r_{m,t-1} + \beta_{4,i}[r_{us,t-1} + ex_{t-1}] + \beta_{5,i}r_{m,t-2} + \beta_{6,i}[r_{us,t-2} + ex_{t-2}] + \beta_{7,i}r_{m,t+1} + \beta_{8,i}[r_{us,t+1} + ex_{t+1}] + \beta_{9,i}r_{m,t+2} + \beta_{10,i}[r_{us,t+2} + ex_{t+2}] + v_{i,t} \quad --- (3)$$

식에서 래그변수를 사용한 것은 비동시거래(nonsynchronous trading)에 의한 영향을 고려하기 위한 것이다(Dimson, 1979).  $r_{us,t} + ex_t$ 의 의미를 한국 투자자의 입장에서 해석한다면 미국의 주식시장에 투

자했을 경우의 수익률을 나타내는 것으로 국제증권투자의 상황을 반영하기 위한 변수로 이해할 수 있다. 주식가격의 동조화 정도는 위 식을 개별주식에 대해 일별자료를 사용해 월 단위로 추정한 후에 기업별  $R^2$ 를 단순평균해 계산한다. 이렇게 계산한 동조화 측정치는 투자자들이 시장에서 보인 군집행동의 정도를 나타낼 수는 있지만 투자자들이 시장에 대해 갖고 있던 투자심리의 방향을 나타내지는 않는다. 동조화 측정치가 투자심리를 나타내기 위해서는 방향성을 부여할 필요가 있다. 특정 기간에 투자자들이 시장에 대한 긍정적인 평가를 하고 있었다면 동기간의 시장수익이 양(+)의 부호로 나타났을 것이고, 부정적인 평가를 하고 있는 상황에서 동조화 현상이 나타났다면 시장의 평균수익률은 음(-)의 부호로 나타났을 것이다. 이러한 점을 고려하여 ' $R^2 \times D$ '를 해당기간의 시장동조화 측정치로 사용한다. D는 해당월의 평균수익률이 양수이면 1, 음수이면 -1의 값을 갖는다.

## IV. 실증분석

### 4.1 분석자료 및 투자심리지수

분석기업은 분석기간에 기업특성자료와 주가수익률 자료를 사용할 수 있는 유가증권시장의 비금융 업종 기업이다. 분석기간은 투자심리지수계산에 필요한 펀드유입액 자료가 2006년 5월부터 사용가능한 점과 투자심리의 영향이 세계금융위기를 전후로 크게 나타났을 것이라는 점을 고려해 2006년 5월부터 2012년 12월까지의 기간을 대상으로 한다. 투자심리지수는 심리지수계산에 1기간 전의 자료가 필요한 경우가 있어 2006년 6월부터 처음으로 계산되기 시작하였다. 기업 특성 자료는 분석기간의 연평균자료이다.

환율은 원/달러 실질환율을 사용하며 실질환율은 명목환율을 한국과 미국의 소비자물가상승률 차이로 조정하여 계산한다. 주가수익률과 환율, 물가상승률은 모두 연속형 자료이다. 자료는 월별자료를 사용한다.

순매수비율은 개인투자자의 매수금액과 매도금액의 차이를 총거래금액으로 나누어 계산한다. 펀드유입액은 금융투자협회에서 발표하는 주식형펀드유입액을 사용한다(2006년 5월부터 발표). 주식투자예치금과 상장주식회전율, 주식발행비중은 한국은행경제통계시스템에서 검색하여 사용한다. 펀드유입액, 주식투자예치금은 3개월 이동평균을 계산한 후에 월별 변동률을 계산해 사용한다. 펀드유입액은 2006년 5월은 해당월의 자료를 사용하고, 2006년 6월의 자료는 5월과 6월 2개월 평균 자료를 사용하며 그 이후의 자료는 해당월을 포함한 과거 3개월 평균을 사용한다. 모든 변수는 경제 상황을 나타내는 변수로 직교화하였으며, 변수들을 직교화하기 위해 사용한 경제 상황을 나타내는 대용변수는 전산업생산지수, 소매판매지수(내구재, 비내구재), 서비스업생산지수, 동행종합지수이며 한국은행 경제통계시스템에서 검색하여 사용한다. 모든 변동률 자료는 월별 연속형 변동률을 계산하여 사용한다.

주요인분석을 수행하고, 변수들과 주요인과의 상관계수분석을 기초로 선택한 변수들로 추정한 주요인분석의 구성식은 다음과 같다.  $inv\_x_t$ 는 t시점의 투자심리지수이며, BSI는 개인투자자의 순매수금액비율, FUND는 뮤추얼펀드 유입액 변동률, CD는 주식투자예치금변동률, TURN은 주식회전율, SR은 주식발행비중, SCM은 시장동조화측정치이다. t는 시점을 나타내는 첨자이고 t-1은 전월을 나타낸다.

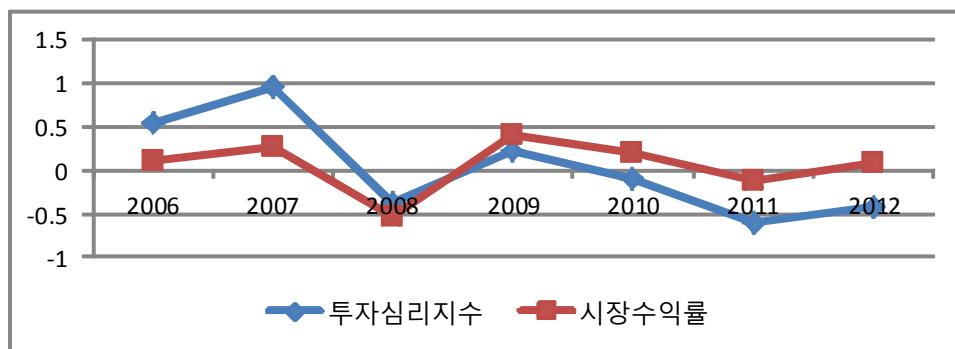
$$inv\_x_t = -0.545BSI_t + 0.257FUND_t + 0.301CD_{t-1} + 0.434TURN_t + 0.206SR_t + 0.561SCM_{t-1}$$

<그림 1>은 2006년부터 2012년까지 투자심리지수의 연평균과 연간 시장수익률을 그래프로 나타낸 것이다. 2006년은 투자심리지수를 6월부터 계산한 점을 반영하여 6월-12월의 월 투자심리지수의 평균과 동기간의 시장수익률을 사용한다.

월별 투자심리지수의 연평균 값과 연간 시장수익률은 유사한 패턴을 보이며 변동하고 있다. 2008년에 투자심리는 크게 하락하고 있으며 이후 2009년에 상승한 후에 2010년 2011년 하락하고 2012년에는 소폭 상승하고 있다. 시장의 연간 수익률도 비슷한 변동을 보인다. 투자심리지수가 시장 수익률보다 큰 변동성을 보이고 있는데 2007년 이전에는 양수의 투자심리를 보인 반면, 2010년부터는 음수의 투자심리를 보이고 있다. 2009년의 경우 일시적으로 투자심리지수가 양수의 값을 갖는 것으로 추정된다.

<그림 1>은 이 연구에서 계산한 투자심리지수가 증권시장의 상황과 밀접한 관련이 있음을 보여주고 있다. 투자심리지수의 변동성이 시장수익률의 변동성보다는 크게 나타나고 있지만 투자심리지수의 움직임은 시장수익률의 상승과 하락을 적절하게 반영하고 있다고 볼 수 있다.

〈그림 1〉 투자심리지수와 시장수익률 추이



Baker and Wurgler(2006)는 차익거래가 어렵고 기업분석이 어려운 주식들이 투자심리와 가질 수 있는 이론적 관련성을 제시하고 실증분석을 통하여 관련성을 확인하였다. 그들은 규모가 작은 기업의 경우 기업에 대한 분석이나 차익거래의 어려움으로 인해 투자심리의 영향을 크게 받아 투자심리가 긍정적(투자심리지수가 양수)일 때에는 시장에서 고평가되는 경향이 있으나, 투자심리가 부정적(투자심리지수가 음수)일 때에는 이들 주식에 대한 긍정적인 평가가 사라져 규모가 큰 기업보다 큰 폭의 수익률

하락 현상이 나타난다고 주장하였다. 그들은 투자심리의 이러한 영향 때문에 긍정적인 투자심리가 부정적인 심리로 변하는 경우 소규모기업들의 수익률이 상대적으로 더 많이 하락하는 결과가 나타날 것으로 추론하였다. 저자들은 실증분석에서 규모별 포트폴리오를 구성하고, 포트폴리오의 수익률을 시점별로 계산한 후에 t년도의 투자심리 방향을 기준으로 t+1년도의 수익률을 정리하는 방법으로 자신들의 추론을 입증하고자 하였다. 분석결과 전년도에 투자심리가 양수였던 경우에 다음 년도의 소규모 포트폴리오의 수익률이 대규모 포트폴리오의 수익률보다 크게 하락하는 것을 확인하였다. 저자들은 변동성과 업력에 대해서도 유사한 현상이 나타난다는 것을 보여주었다.

시장의 투자심리는 다양한 방법으로 계량화할 수 있다. 기존의 연구에서도 나름대로의 논리에 근거해 투자심리를 나타내는 대용변수(proxy variable)를 구성하여 사용하고 있다. 대용변수의 결정에서 중요한 것은 사용하는 대용변수가 분석과 관련하여 투자심리를 적절하게 반영하고 있는가 하는 점이다. 따라서 분석에 앞서 선택한 투자심리지수가 투자심리를 적절하게 반영하고 있는 대용변수인지의 여부를 확인하는 과정이 필요하다. 이 연구에서는 추정한 투자심리지수가 투자심리를 적절하게 반영하고 있는지의 여부를 Baker and Wurgler(2006)이 사용한 기업규모 포트폴리오 수익률의 투자심리방향별 차이를 분석하는 방법으로 확인한다.

규모기준 포트폴리오는 Fama and French(1992)의 방법을 준용하여 t년도 6월의 주식 시장가치를 기준으로 5개의 포트폴리오를 구성하고 각각의 포트폴리오에 대해 t년도의 7월부터 이후 12개월(t+1년 6월까지)의 월별 수익률 자료로 월별 포트폴리오 수익률을 계산한다. 포트폴리오의 수익률에 대해 해당월의 투자심리지수의 부호를 기준으로 심리지수가 양수인 경우의 수익률과 음수인 경우를 구분해 정리하고 각각의 경우에 평균수익률을 계산한다(이하 규모-투자심리포트폴리오). 래그변수의 고려로 최초의 투자심리지수가 2006년 6월부터 계산되기는 것을 고려하여 최초의 규모별 포트폴리오는 2005년 6월 주식 시장가치(보통주와 우선주의 시장가치) 자료를 가지고 구성한다. 최초의 포트폴리오를 예로 들면, 2005년 6월 주식 시장가치를 기준으로 계산한 5개의 포트폴리오에 각각에 대해 2005년 7월에서 2006년 6월까지 총 12개의 포트폴리오 수익률들을 계산한다. 이 포트폴리오 수익률들 중에서 이 연구에서 처음으로 계산된 투자심리지수와 연결할 수 있는 수익률은 2006년 6월 수익률이다. 2006년 6월의 투자심리지수는 0.916으로 추정된다. 따라서 2006년 6월에 계산된 5개의 포트폴리오 수익률은 각 포트폴리오에서 투자심리가 양수인 경우의 수익률에 포함시킨다. 이러한 방법으로 매월 각각의 포트폴리오 수익률을 계산하여 해당되는 투자심리지수로 구분하여 규모-투자심리포트폴리오에 포함한다.

<표 1> 규모-투자심리포트폴리오 수익률(소규모-)>대규모)

구분	P1	P2	P3	P4	P5	P5-P1
투자심리지수 $\geq 0(a)$	0.0155	0.0088	0.0010	0.0017	0.0038	-0.0117
투자심리지수 $< 0(b)$	-0.0002	-0.0049	-0.0048	-0.0040	0.0008	0.0010
a-b	0.0158	0.0137	0.0058	0.0057	0.0030	

<표 1>에 정리된 규모-투자심리포트폴리오는 좌측에서 우측으로 갈수록 규모가 큰 기업의 포트폴

리오이다. ‘투자심리지수 $\geq 0$ ’ 행은 포트폴리오 수익률을 계산 한 후에 투자심리가 0이상인 월의 포트폴리오 수익률을 모아 평균을 계산한 것이다. 예를 들어, 2006년 6월 가장 작은 규모의 포트폴리오(p1) 수익률이 0.008이라고 하면 이 수익률은 ‘투자심리지수 $\geq 0$ ’행과 포트폴리오 p1열이 만나는 셀의 수익률로 포함시킨다. ‘투자심리지수 $< 0$ ’행은 투자심리지수가 음수인 월의 포트폴리오 수익률을 모아 평균을 계산한 것이다. <표 1>의 각 셀의 값은 투자심리지수가 존재하는 모든 월에 대해 위와 같은 작업을 수행한 후에 각 셀의 수익률들의 평균을 계산한 것이다.

투자심리가 양수인 경우 소규모 포트폴리오의 수익률과 대규모 포트폴리오의 수익률 간에 차이는 소규모 포트폴리오 수익률이 월평균 0.0117 높다. 그러나 투자심리가 음수인 경우는 대규모 포트폴리오의 수익률이 0.0010 높다. 즉, 투자심리가 음수인 경우 소규모 포트폴리오의 수익률이 대규모 포트폴리오에 비해 낮은 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 투자심리지수가 음수인 경우 소규모 기업들의 수익률이 크게 하락함을 나타내는 것이다. 투자심리지수 방향별 수익률의 차이를 보면, 규모가 가장 작은 포트폴리오(p1)의 경우 투자심리가 양수인 경우와 음수인 경우의 수익률의 차이는 0.0158이다. 그러나 규모가 가장 큰 포트폴리오의 경우는 차이가 0.0030으로 규모가 작은 포트폴리오에서 투자심리지수의 방향에 따른 영향이 크게 나타나고 있음을 보여주고 있다. 대규모 포트폴리오를 제외하면, 모든 포트폴리오에서 투자심리가 양수인 경우는 주가 수익률이 양수로, 투자심리지수가 음수인 경우는 평균수익률이 음수로 나타나 투자심리가 주식 수익률과 직접적인 관련이 있음을 보여주고 있다. 대규모 포트폴리오의 경우도 투자심리지수가 양수일 때 수익률이 높아 투자심리가 높을 때 수익률도 높다는 해석을 지지하고 있다. 이러한 결과는 기업의 규모가 작을수록 투자심리의 영향을 크게 받는다는 Baker and Wurgler(2006)에서의 주장과 일관성이 있는 것이며 이 연구에서 추정한 투자심리지수가 주가수익률과 체계적인 관련성을 갖고 있음을 지지하는 것이다.

## 4.2 환노출계수 추정

<표 2>는 추정모형 (1)과 (1)'을 사용하여 환노출을 추정한 결과를 정리한 것이다. 추정결과를 정리한 첫 줄은 식(1)을 사용해 추정한 투자심리를 고려하기 전의 환노출 추정결과이고, 두 번째 줄은 식 (1)'을 사용해 추정한 투자심리지수를 고려하면서 환노출을 추정한 결과이다. 마지막 열의 차이검증은 투자심리 고려전 환노출과 투자심리 고려 후 환노출의 차이를 계산해 차이검증(t-test)을 한 결과이다. 첫 행은 차이(고려전 환노출-고려후 환노출)의 평균이고 다음 행은 차이에 대한 t-검정의 t값이다.

패널 A는 모든 분석기업의 환노출을 대상으로 한 추정결과를 정리한 것이고, 패널 B는 환노출계수가 10% 이상의 유의수준에서 유의적인 경우만을 대상으로 분석한 결과이다. 환노출계수가 유의적이지 않다는 것은 기업이 환노출이 없거나 환노출을 적절하게 관리해 환율이 변해도 기업의 가치가 영향을 받지 않는다는 것을 의미하기 때문에 환노출계수가 유의적인 경우와는 다른 특성을 보일 수 있다.

〈표 2〉 환노출계수의 분포특성, 차이검증

투자심리고려 전 환노출계수 추정모형:

$$r_{i,t} = \beta_{i,0} + \beta_{i,m}mr_t + \beta_{i,e}er_t + \epsilon_{i,t} \quad \text{--- (1)}$$

투자심리고려 후 환노출계수 추정모형:

$$r_{i,t} = c_{i,0} + c_{i,m}mr_t + c_{i,e}er_t + c_{i,s}inv\_x_t + \epsilon_{i,t} \quad \text{--- (1)'}$$

$r_t$ 는 주가수익률이고  $mr_t$ 는 시장수익률,  $er_t$ 는 환율변동률, 그리고  $\epsilon_t$ 는 회귀식의 잔차이다.

#### A. 전체기업

투자심리	평균	표준편차	25분위	중앙값	75분위	관측치수	차이검정
투자심리고려전	0.536	0.719	0.057	0.535	0.951	595	0.032
투자심리고려후	0.505	0.726	0.039	0.498	0.896		(3.82)***

#### B. 환노출계수가 유의적인 기업

투자심리	평균	표준편차	25분위	중앙값	75분위	관측치수	차이검정
투자심리고려전	1.155	0.835	0.860	1.162	1.517	158	0.027
투자심리고려후	1.128	0.836	0.822	1.126	1.495		(3.05)***

주) 차이검정에서 \*\*, \*\*\*는 각각 5%, 1%에서 유의적임을 나타낸다.

패널 A의 분석대상기업 전체의 환노출을 분석한 결과와 패널 B의 환노출계수가 유의적인 기업을 대상으로 분석한 결과 모두 투자심리를 고려하기 전의 환노출계수는 투자심리를 고려한 후의 환노출계수보다 큰 값을 갖는 것으로 추정된다. 환노출계수 값의 차이는 통계적으로도 유의적이다. <표 2>의 결과는 환노출계수의 통계적 유의성과 관계없이 투자심리를 고려하지 않는 경우 환노출계수가 과대 추정될 수 있음을 보여주고 있다.

<표 3>에는 분석기업의 특성변수 분포특성을 정리한다. 외화자본조달비율은 기업이 보고한 외화표시 자본조달 금액(외화단기차입금, 외화단기사채, 뇌화유동성장기부채, 외화장기사채 외화장기차입금)을 총자산으로 나눈 값이다. 유형자산비율은 유형자산을 총자산으로 나누어 계산한 것이고, 영업이익률은 영업이익을 매출액으로 나누어 계산한 것이다. 수출비율은 매출액대비 수출금액의 비율이고, 연구개발비비율은 매출액 대비 연구개발비의 비율이다. 부채비율은 총자산 대비 부채의 비율로 장부가 기준 부채비율이다. 다각화지수는 기업의 매출액 구성을 기준으로 계산한 케이브(Caves) 다각화지수이다<sup>3)</sup>. 규모는 자기자본의 시장가치(보통주와 우선주의 시장가치)와 부채의 장부가치를 합한 금액에 로그를 취한 값이다.

외화자본조달의 평균금액은 총자산의 3.13%이며 표본기업의 절반이상의 기업이 외화로 자금을 조

3) 케이브 다각화지수 계산은 Caves et al.(1980, pp.199-200), Bae, Kwon and Lee(2011)에서 사용한 방법을 적용한다.

달하고 있음을 나타내고 있다. 유형자산은 총자산의 31.05%이며 영업이익은 매출액의 5.46% 정도인 것으로 나타나고 있다. 수출은 매출의 22.61%이며 연구개발비 지출은 매출액의 1.62% 정도이다. 부채는 총자산의 47.17%이며 표본기업의 평균규모는 약4,615억원 정도이다.

〈표 3〉 기업특성변수 분포특성

변수	평균	표준편차	25분위	중앙값	75분위
환노출계수	0.5364	0.7194	0.0569	0.5349	0.9509
외화자본조달비율	0.0313	0.0484	0.0000	0.0108	0.0423
유형자산비율	0.3105	0.1679	0.1892	0.3076	0.4266
영업이익률	0.0546	0.1337	0.0152	0.0427	0.0761
수출비율	0.2261	0.2465	0.0065	0.1327	0.4130
연구개발비비율	0.0162	0.0255	0.0008	0.0054	0.0227
부채비율	0.4717	0.2069	0.3072	0.4718	0.6340
다각화지수	0.1827	0.2385	0.0000	0.0695	0.3107
ln(규모)	19.59	1.57	18.42	19.23	20.45

<표 4>는 변수 간의 상관계수를 정리한다. 환노출계수(EX)는 영업이익(OP), 수출비율(EP), 연구개발비비율(RD), 규모(SZ)와 음의 관계에 있으며, 부채비율과는 양의 관계이다. 외화자본조달(FF)은 유형자산비율, 영업이익률, 수출비율, 부채비율(DR), 규모와 양의 관계가 있으며, 연구개발비비율과는 음의 관계에 있다. 유형자산비율(FA)은 영업이익률, 연구개발비비율과는 음의 관계가 있으며 부채비율과는 양의 관계이다. 영업이익률은 수출비율, 부채비율, 다각화지수와는 음의 관계가 있으며, 규모와는 양의 관계가 있다. 수출비율은 부채비율, 규모와 양의 관계이다. 연구개발비비율은 부채비율과 음의 관계이고, 다각화지수와는 양의 관계이다. 다각화지수와 규모는 양의 관계이다.

상관계수 분석결과는 연구에서 고려하고 있는 변수들이 상호 관련이 있음을 보여준다. 그러나 환노출의 결정계수를 추정하기 위해 회귀모형을 사용하는 경우 다중공선성의 문제는 없는 것으로 판단된다.

〈표 4〉 변수간 상관계수

EX:환노출계수, FF:외화자본조달비율, FA:유형자산비율, OP:영업이익률, EP:수출비율, RD: 연구개발비비율, DR:부채비율, DI:다각화지수, SZ:기업규모

변수	EX	FF	FA	OP	EP	RD	DR	DI	SZ
EX	1.000								
FF	0.034	1.000							
FA	-0.011	0.166***	1.000						
OP	-0.104**	0.086**	-0.183***	1.000					
EP	-0.108***	0.211***	0.029	-0.108***	1.000				
RD	-0.098**	-0.150***	-0.123***	-0.061	-0.012	1.000			
DR	0.138***	0.294***	0.306***	-0.327***	0.080*	-0.207***	1.000		
DI	-0.053	-0.041	-0.015	-0.124***	-0.033	0.081**	0.013	1.000	
SZ	-0.295***	0.0924**	0.066	0.277***	0.0722*	0.041	0.009	0.077*	1.000

<표 5>는 환노출계수의 결정요인을 분석한 결과이다. 2~4열은 모든 표본기업의 환노출계수를 종속 변수로 사용한 경우, 5~7열은 환노출계수가 10% 수준에서 유의적인 기업만을 대상으로 분석한 결과

이다. 2열은 투자심리 고려전 환노출계수를 종속변수로 한 경우, 3열은 투자심리를 고려한 경우의 환노출계수를 종속변수로 한 경우 그리고 4열은 환노출계수 차이(투자심리고려 전 환노출계수-투자심리고려 후 환노출계수)를 종속변수로 사용한 분석결과이다. 환노출계수가 유의적인 경우도 종속변수의 배열은 동일하다.

<표 5>에서 환노출계수가 유의적인 기업들을 대상으로 모형을 추정한 경우에 조정된 결정계수가 전체기업을 대상으로 분석한 경우보다 크게 나타나 모형의 설명력이 높다. 기업의 환노출이 관리되지 않고 남아 있는 경우 환노출계수는 유의적인 값으로 추정된다. 이 경우 환노출계수는 기업의 특성변수와 관련성을 갖게 되어 결과적으로 특성변수를 독립변수로 하는 모형의 설명력이 높아진다. 반면, 환노출계수가 유의적이지 않은 경우는 환노출이 없던가 아니면 환노출을 모두 적절하게 관리한 경우에 해당한다고 볼 수 있기 때문에 환노출계수와 기업특성변수 간에 유의적인 관계의 확인이 어렵게 된다. 환노출계수가 유의적이지 않은 기업이 포함된 전체표본에서 환노출계수를 설명하는 모형의 설명력이 낮은 것은 환노출계수가 기업의 특성변수들과 연관되어 나타난다는 추론을 지지하는 결과이다<sup>4)</sup>.

유의적인 환노출계수를 종속변수로 사용하는 경우 환노출계수와 유의적인 관계를 갖는 변수는 유형자산비율(-), 부채비율(+), 규모(-)이다. 수출비율과 연구개발비비율은 환노출계수 추정에서 투자심리 고려 전 후에 상이한 결과를 보여준다. 환노출계수가 유의적인 경우 투자심리를 고려하기 전 후의 환노출계수의 차이를 종속변수로 하는 경우 설명하는 변수는 외화자본조달비율(-), 영업이익률(+), 연구개발비비율(-), 재벌소속더미(-), 기업규모(-)이다. 투자심리를 고려한 후의 환노출계수 평균이 작은 <표 2>의 결과를 고려할 때 외화자본조달이 많거나 연구개발비지출이 많거나, 재벌에 소속된 기업이거나, 규모가 큰 기업의 경우 투자심리 고려 전 후의 환노출계수의 차이가 작은 것으로 해석할 수 있다.

<표 5>에서 투자심리를 고려하기 전 후의 환노출계수 차이를 유의적으로 설명할 수 있는 기업특성 변수가 나타나고 있는 것은 투자심리가 환노출계수에 영향을 미치고 있다는 추론을 지지하는 결과이다. 특히, 기업의 규모가 틀수록(작을수록) 투자심리고려 전 후의 환노출계수 차이가 작다는(크다는) 것은 기업의 규모가 작을수록 투자심리의 영향을 크게 받는다는 <표 1>의 내용과 일관성이 있는 결과이다.

4) 기업의 주가수익률을 사용하여 환노출계수를 추정하는 경우 이 환노출(관찰환노출)계수에는 기업 영업활동의 특성으로 인해 발생하는 환노출(예측환노출)과, 환노출관리 활동의 결과가 종합적으로 반영되어 나타난다. 관찰환노출계수가 유의적인 경우는 관찰환노출계수에 영업활동으로 인한 환노출이 일정부분 남아 있는 경우라 할 수 있기 때문에 유의적인 관찰환노출을 분석하는 경우 기업의 특성변수와 환노출의 관계를 부분적으로 확인할 수 있다. 예측환노출과 관찰환노출의 추정과 분석에 관해서는 Bodnar and Marston(2002), Bartram and Bodnar(2007), Bartram, Brown and Minton(2010), 권택호와 주경원(2011)을 참고할 수 있다.



〈표 5〉 환노출계수와 환노출차이의 결정요인

$$\hat{\beta}_i = \alpha_0 + \alpha_1 F\text{Finc}_i + \alpha_2 F\text{Asst}_i + \alpha_3 O\text{Prof}_i + \alpha_4 EX\text{prt}_i + \alpha_5 R\text{Dvmt}_i + \alpha_6 D\text{Idx}_i + \alpha_7 C\text{Dummy}_i + \alpha_8 L\text{Size}_i + \omega_i \quad (2)$$

$\hat{\beta}_i$ 는 모형(1)과 (1)'에서 추정한 환노출계수 값 또는 계수값의 차이이다. *FFin*c는 외화표시자본조달비율, *FAsst*는 유형자산비율, *OProf*는 영업이익률, *EXprt*는 수출비율, *RDvmt*는 연구개발비비율, *DIdx*는 다각화지수, *CDummy*는 30대 재벌집단 소속여부를 나타내는 더미변수, *LSize*는 기업의 규모, 그리고  $\omega$ 는 회귀식의 잔차이다.

독립변수	전체 환노출계수			유의적인 환노출계수		
	투자심리 고려전(a)	투자심리 고려후(b)	a-b	투자심리 고려전(a)	투자심리 고려후(b)	a-b
외화자본조달비율	0.671 (1.147)	1.046* (1.760)	-0.375** (-2.500)	0.336 (0.290)	0.630 (0.546)	-0.294* (-1.739)
유형자산비율	-0.165 (-0.798)	-0.149 (-0.693)	-0.016 (-0.237)	-1.293*** (-2.880)	-1.359*** (-3.001)	0.066 (1.042)
영업이익률	0.006 (0.019)	-0.024 (-0.076)	0.030 (0.278)	-0.276 (-0.431)	-0.486 (-0.751)	0.210*** (3.016)
수출비율	-0.343*** (-2.809)	-0.373*** (-2.982)	0.030 (0.757)	-0.342 (-1.452)	-0.404* (-1.706)	0.062 (1.444)
연구개발비비율	-0.808 (-0.610)	-0.827 (-0.621)	0.019 (0.051)	-6.982* (-1.777)	-5.957 (-1.457)	-1.024*** (-2.697)
부채비율	0.491*** (2.913)	0.425** (2.484)	0.065 (1.522)	0.841** (2.172)	0.809** (2.044)	0.032 (0.588)
다각화지수	-0.144 (-0.948)	-0.095 (-0.590)	-0.049 (-0.677)	0.168 (0.505)	0.155 (0.463)	0.013 (0.316)
재벌더미	0.097 (1.119)	0.093 (1.041)	0.004 (0.170)	0.120 (0.624)	0.167 (0.850)	-0.046* (-1.853)
규모	-0.150*** (-6.087)	-0.131*** (-5.205)	-0.019*** (-2.927)	-0.269*** (-4.017)	-0.253*** (-3.722)	-0.016** (-2.243)
상수	3.436*** (6.751)	3.035*** (5.798)	0.401*** (3.218)	6.610*** (4.856)	6.316*** (4.552)	0.295** (2.016)
관측치수	595	595	595	158	158	158
Adj. R2	0.108	0.0760	0.0709	0.250	0.219	0.192

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의적인 경우를 나타냄.

〈표 2〉의 규모-투자심리 포트폴리오의 분석결과는 기업의 규모가 작을수록 투자심리의 영향을 크게 받고 있음을 보여주고 있다. 투자심리가 주가수익률에 미치는 영향이 기업의 규모와 밀접한 관계를 가지고 있다면 투자심리와 환노출계수의 관계에서도 규모에 의한 차이가 타나날 수 있다. 투자심리와 환노출계수의 관계 분석에서 기업의 규모가 갖는 의미를 파악하기 위해 기업을 규모기준으로 상위 25%의 기업표본과 하위 25%의 기업표본으로 구분하여 〈표 5〉에서와 같은 환노출계수 결정요인 분석을 수행한다. 〈표 6〉은 분석 표본을 규모를 기준으로 나누어 투자심리 고려 전 환노출, 투자심리 고려 후의 환노출, 그리고 두 환노출계수의 차이를 종속변수로 하여 추정한 결과이다. 환노출계수는 〈표 5〉에서와 같이 전체표본기업과 환노출계수가 유의한 기업으로 구분한다. 표본 수가 충분하지 않아 전체표본기업을 대상으로 분석표본을 구성한다.

<표 6>에서 소규모기업에서 환노출계수의 결정요인을 분석하는 모형에서 기업특성변수 계수의 유의성이 낮고 모형의 설명력이 낮은 것은 이들 기업이 환노출이 없거나 환노출을 적극적으로 관리하고 있기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 대규모기업의 경우는 대조적으로 모형의 설명력도 높으면 특성변수의 계수도 유의적인 경우가 많아 기업들이 환노출관리를 적극적으로 하지 않고 있음을 시사하고 있다. 대기업들이 환노출관리를 적극적으로 하지 않는 경향이 있는 것은 스스로 환위험을 감당할 수 있는 능력이 있기 때문일 수 있다. 그러나 환노출계수의 차이를 설명하는 모형의 설명력은 소규모기업에서 크게 나타나 소규모기업의 경우 대규모기업에 비해 투자심리가 환노출계수에 미치는 영향이 크게 나타나고 있음을 시사하고 있다.

환노출계수는 환율변동이 기업가치에 미치는 영향의 방향에 따라 양수(+) 또는 음수(-)의 값을 갖는다. 환노출계수의 방향은 환노출의 관점에서 기업 경영활동의 특성을 함축적으로 나타내는 것이라고 할 수 있다. 환노출의 방향에 따라 투자심리가 환노출계수에 미치는 영향에 차이가 있는지를 분석하기 위해 식(1)로 추정한 환노출계수의 방향에 따라 표본을 구분한 다음 환노출계수와 환노출계수 차이의 결정요인을 분석하고 <표 7>에 정리한다.

<표 7>에서 왼쪽은 환노출계수가 양수인 기업을 표본으로 한 분석결과이고 오른쪽은 환노출계수가 음수인 기업들을 분석대상으로 한 분석결과이다. 환노출계수의 분석결과는 환노출계수의 방향에 따라 큰 차이를 보이고 있다. 환노출계수의 결정요인 분석에서 환노출계수가 양수인 경우는 영업이익률(-), 수출비율(-), 규모(-)가 투자심리의 고려와 관계없이 환노출계수와 유의적인 관계로 나타난다. 계수의 방향을 보면 영업이익이 클수록, 수출을 많이 할수록, 규모가 클수록 환노출계수가 작은 값을 갖는다. 그러나 환노출계수가 음수인 경우는 환노출계수와 유의적인 관계를 갖는 기업특성변수가 확인되지 않고 있다. 환노출계수 차이를 종속변수로 한 분석결과도 환노출계수의 방향에 따라 차이를 보인다. 환노출계수가 양수인 경우 외화자본조달비율(-)과 규모(-)가 유의적인 관계를 보이거나 환노출계수가 음수인 경우는 영업이익률(+), 연구개발비비율(+), 부채비율(+)이 유의적인 관계를 보인다.

<표 6>과 <표 7>의 결과는 투자심리가 환노출계수에 미치는 영향은 기업의 규모와 환노출계수의 방향에 따라 상이함을 보여준다. 따라서 환노출 분석에서 투자심리를 고려하기 위해서는 기업의 규모나 기업이 갖고 있는 노출포지션의 특성이 고려되어야 한다고 할 수 있다.

〈표 6〉 투자심리가 환노출계수에 미치는 영향의 규모별 차이

$$\hat{\beta}_i = \alpha_0 + \alpha_1 FFinc_i + \alpha_2 FAsst_i + \alpha_3 OProf_i + \alpha_4 EXprt_i + \alpha_5 RDvmt_i + \alpha_6 DIndx_i + \alpha_7 CDummy_i + \alpha_8 LSize_i + \omega_i \quad (2)$$

독립변수 \ 종속변수	소규모기업(하위 25%) 환노출계수			대규모기업(상위 25%) 환노출계수		
	투자심리 고려전(a)	투자심리 고려후(b)	a-b	투자심리 고려전(a)	투자심리 고려후(b)	a-b
외화자본조달 비율	1.917 (1.203)	2.591 (1.636)	-0.673** (-2.029)	0.215 (0.199)	-0.016 (-0.014)	0.231 (0.779)
유형자산비율	-0.522 (-0.880)	-0.378 (-0.639)	-0.144 (-1.002)	-0.070 (-0.179)	-0.204 (-0.486)	0.134 (1.012)

영업이익률	-0.174 (-0.254)	0.017 (0.023)	-0.191 (-0.773)	-0.155 (-0.362)	-0.308 (-0.666)	0.153 (1.006)
수출비율	-0.394 (-1.399)	-0.385 (-1.363)	-0.008 (-0.109)	-0.218 (-0.953)	-0.243 (-1.030)	0.024 (0.256)
연구개발비 비율	2.197 (0.578)	1.756 (0.462)	0.441 (0.328)	3.164* (1.943)	3.211 (1.622)	-0.046 (-0.049)
부채비율	0.617 (1.547)	0.732* (1.853)	-0.115 (-0.830)	0.740*** (3.072)	0.616** (2.575)	0.123 (1.598)
다각화지수	-0.427 (-0.825)	-0.096 (-0.183)	-0.331 (-1.071)	-0.184 (-0.730)	-0.237 (-0.885)	0.053 (0.705)
재벌더미	0.462 (1.461)	0.585* (1.850)	-0.124 (-1.623)	-0.011 (-0.076)	-0.031 (-0.211)	0.021 (0.385)
규모	-0.279 (-1.166)	-0.391 (-1.614)	0.113** (2.057)	-0.189*** (-3.711)	-0.181*** (-3.340)	-0.009 (-0.538)
상수	5.803 (1.329)	7.444* (1.689)	-1.640* (-1.859)	4.427*** (4.195)	4.402*** (3.949)	0.025 (0.075)
관측치수	148	148	148	149	149	149
Adj. R2	-0.0196	0.0103	0.154	0.212	0.188	-0.0449

〈표 7〉 환노출계수 방향별 투자심리영향 분석

$$\hat{\beta}_i = \alpha_0 + \alpha_1 FFin c_i + \alpha_2 FAsst_i + \alpha_3 OProf_i + \alpha_4 EXprt_i + \alpha_5 RDvmt_i + \alpha_6 DIndx_i + \alpha_7 CDumy_i + \alpha_8 LSize_i + \omega_i \quad (2)$$

독립변수	환노출계수가 양수(+)인 기업			환노출계수가 음수(-)인 기업		
	투자심리고려 전(a)	투자심리고려 후(b)	a-b	투자심리고려 전(a)	투자심리고려 후(b)	a-b
외화자본조달 비율	0.713 (1.237)	1.190** (2.063)	-0.477*** (-2.756)	-0.385 (-0.582)	-0.193 (-0.230)	-0.193 (-0.520)
유형자산비율	-0.057 (-0.303)	-0.029 (-0.138)	-0.028 (-0.334)	-0.222 (-1.047)	-0.308 (-1.250)	0.086 (0.804)
영업이익률	-0.610** (-2.201)	-0.533* (-1.677)	-0.077 (-0.601)	0.190 (0.644)	-0.073 (-0.200)	0.263* (1.968)
수출비율	-0.279** (-2.409)	-0.323*** (-2.650)	0.044 (1.030)	-0.109 (-0.894)	-0.070 (-0.443)	-0.039 (-0.491)
연구개발비 비율	-1.714 (-1.405)	-1.476 (-1.157)	-0.238 (-0.514)	-1.157 (-0.756)	-2.536 (-1.555)	1.379** (2.399)
부채비율	0.121 (0.772)	0.099 (0.602)	0.022 (0.450)	-0.039 (-0.229)	-0.316 (-1.519)	0.277*** (2.975)
다각화지수	0.052 (0.373)	0.142 (0.896)	-0.090 (-0.937)	-0.020 (-0.144)	-0.078 (-0.476)	0.058 (1.063)
재벌더미	0.014 (0.168)	0.020 (0.231)	-0.006 (-0.276)	0.125 (1.281)	0.101 (0.856)	0.024 (0.404)
규모	-0.084*** (-3.350)	-0.063** (-2.452)	-0.020*** (-2.961)	-0.036 (-1.556)	-0.027 (-0.957)	-0.009 (-0.549)
상수	2.513*** (4.874)	2.024*** (3.765)	0.488*** (3.342)	0.619 (1.372)	0.587 (1.100)	0.033 (0.122)
관측치수	460	460	460	135	135	135
Adj. R2	0.0814	0.0487	0.0784	0.130	0.0479	0.164

## V. 결론

이 연구는 한국 유가증권시장의 비금융업종 기업을 대상으로 2006년-2012년까지의 기간에 주식시장의 투자심리와 기업환노출계수 간의 관계를 분석하였다. 분석을 위해 투자심리지수를 작성하고 규모-투자심리포트폴리오의 수익률 검토를 통하여 작성한 투자심리가 주가수익률에 유의미한 영향을 미치고 있는지의 여부를 확인하였다.

환노출계수 추정에 투자심리를 고려하는 경우 환노출계수가 감소하는 것으로 나타나 투자심리가 환노출계수에 유의적인 영향을 주고 있음을 확인할 수 있었다. 투자심리지수를 고려하기 전과 후의 환노출계수의 차이를 분석한 결과 외화자본조달, 영업이익률, 연구개발비비율, 재벌소속여부, 규모와 같은 변수들이 투자심리와 환노출계수와의 관계에 영향을 미치는 것으로 확인되었다.

분석기업을 대규모기업과 소규모기업으로 분리해 분석한 결과 투자심리가 환노출계수에 미치는 영향이 기업의 규모별로 차이가 있음을 확인할 수 있었으며, 환노출계수의 방향별로 표본을 나누어 분석한 결과 기업의 외환포지션 특성에 따라 투자심리가 환노출계수에 미치는 영향에 차이가 있음을 확인할 수 있었다. 이러한 실증분석 결과는 투자심리가 환노출계수에 미치는 영향은 기업의 횡단면적 특성에 따라 상이할 수 있음을 지지하는 것으로 투자심리와 주가수익률 간의 관계가 횡단면적으로 차이가 있다고 주장한 Baker and Wurgler(2006)와 일관성이 있는 결과이다.

이 연구는 주가수익률을 사용해 추정한 환노출계수가 투자심리의 영향을 받을 수 있음을 실증적으로 보여주고 있다. 환노출계수가 시장에서의 투자심리에 영향을 받는다는 것은 주가수익률을 사용해 추정한 환노출계수가 환율변동과 기업가치 간의 진정한 관계를 나타내 줄 수 없을 수 있음을 나타내는 것이다. 이 연구의 결과는 환위험에 관한 연구에서 투자심리가 환노출에 미칠 수 있는 영향도 함께 고려할 필요가 있다는 주장을 지지하고 있다.

## 참고문헌

- 고봉찬(2006), 국내 채권시장 모멘텀과 주식시장의 선행관계, 증권학회지, 35(1), 103-133.
- 고봉찬, 김우진(2007), 발생액 이상 현상에 대한 위험평가, 증권학회지, 36(3), 425-461.
- 권택호(1998), 환노출의 통화별 차이와 비대칭성, 무역학회지, 23(2), 23-34.
- 권택호(1999a), KOSPI 200 포함기업과 비포함 기업의 환노출 특성: 제조기업을 대상으로, 경영학연구, 27(5), 1311-1329.
- 권택호(1999b), 환노출과 재무부실비용의 관계에 관한 실증분석: 한국의 상장제조기업을 대상으로, 국제경영연구, 10(1), 177-197.

- 권택호(2001), 환율 변동에 따른 주요 수출품의 마크업 조정 특성: 외환위기 기간을 대상으로, 경영학 연구, 30(2), 369-386.
- 권택호(2006a), 지연된 환노출의 특성과 환노출의 결정요인, 경영학연구, 35(3), 735-756.
- 권택호(2006b), 환위험 분석에서의 환노출과 최대 환손실, 금융공학연구, 5(2), 45-62.
- 권택호(2007), 환노출의 비대칭성과 외화표시 부채, 국제경영연구, 18(1), 87-110.
- 권택호(2012), 코스닥기업의 파생상품거래와 환노출관리, 한국파생상품학회 추계학술대회 발표논문.
- 권택호(2013), 한국 기업의 환노출에 관한 연구 개관, 한국국제경영학회 2013추계학술대회 발표논문.
- 권택호, 박래수, 배성철(2011), 한국 제조기업의 환노출과 파생상품을 이용한 헤지, 한국증권학회지, 40(5), 829-861.
- 권택호, 박래수, 장욱(2011), 파생상품 이용이 국내기업의 위험 및 가치에 미치는 영향과 그 결정요인, 선물연구, 19(4), 335-362.
- 권택호, 박종원(1999), 한국 주식시장에서의 환위험 프리미엄과 기업특성, 재무관리연구, 16(1), 245-260.
- 권택호, 박종원(2012), 헤징과 이익관리가 한국기업의 환노출에 미치는 영향, 미발표 논문.
- 권택호, 장욱, 정성창(2010), 통화파생상품거래와 한국 기업의 환노출관리, 재무관리연구, 27(4), 61-88.
- 권택호, 정성창(2010), 기업의 선물환거래와 통화선물거래가 비대칭적 환노출에 미치는 영향, 국제경영리뷰, 14(3), 93-117.
- 권택호, 주경원(2004), 여수산업단지 기업들의 환위험 특성과 관리 방안에 관한 연구, 국제경영연구, 15(4), 31-61.
- 권택호, 주경원(2011), 한국 기업의 예측환노출과 관찰환노출의 차이 분석, 국제경영연구, 22(2), 39-70.
- 김규형(2009), 서브프라임사태 이전과 이후의 통화안정성의 변화에 관한 연구, 한국증권학회지, 38(1), 107-136.
- 김윤형(2011), 한·미간 주가의 非편더멘탈 부분 간 동조화 여부 검증, 한국증권학회지, 40(2), 287-314.
- 김현아, 정성창(2010), 낙관적 투자자의 기대가 핫마켓상황 IPO 시장의 이상 현상에 미치는 영향력 검증, 재무관리연구, 27(2), 1-33.
- 박순식, 안영규(2007), 한국 주식시장에서의 투자성향효과 분석, 국제경영리뷰, 11(1), 91-114.
- 박종원, 권택호, 이우백(2008), 한국 주식시장에서 환위험에 대한 외국인 투자자의반응, 재무관리연구, 25(4), 53-78.
- 반혜정, 김석수(2006), 한국기업 헷징 전략의 상호작용효과: 통화파생상품과 국제사업활동의 구조를 중심으로, 무역학회지, 31(3), 5-28.
- 변진호, 김민수, 최인철(2007), 개인투자자의 과도거래와 투자성과, 경영학연구, 36(7), 1707-1730.
- 유승훈, 홍혜정(2009), 한국기업의 환노출에 관한 실증분석, 산업경제연구, 22(4), 1659-1682.

- 이현석(2004), 개별기업의 환노출과 결정요인에 관한 연구, *재무관리연구*, 21(2), 65-98.
- 이호진, 박세운(2009), 한국기업의 환노출 측정과 그 결정요인, *산업경제연구*, 22(4), 1761-1781.
- 정병선(2008), 한국 상장기업의 파생상품 사용 결정요인, 한국증권학회, 2008년 제 1차 정기학술발표회.
- 정성창, 권택호(2007), 기업의 통화파생상품거래, 환노출을 감소시키는가?, *국제경영연구*, 18(4), 37-63.
- 홍광현, 이가연(2006), 우리나라 주식시장에서의 펀드매니저의 군집행동에 관한 연구, *증권학회지*, 35(4), 1-38.
- Adler, M., Dumas, B.(1984), Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement, *Financial Management*, 13(2), 41-50.
- Allayannis, G., Ihrig, J.(2001), Exposure and Markups, *Review of Financial Studies*, 14(3), 805-835.
- Allayannis, G., Ofek, E.(2001), Exchange Rate Exposure, Hedging, and the Use of Foreign Currency Derivatives, *Journal of International Money and Finance*, 20(2), 273-296.
- Allayannis, G., Weston, J. P.(2001), The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value, *Review of Financial Studies*, 14(1), 243-276.
- Bae, Kwon and Lee(2011), Does Corporate Diversification by Business Groups Create Value? Evidence from Korean Chaebol, *Pacific Basin Finance Journal* 19, 535-553.
- Baker, M., Wurgler, J.(2006), Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns, *Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Baker, M., Wurgler, J., Yuan, Y.(2012), Global, Local and Contagious Investor Sentiment, *Journal of Financial Economics*, 104(2), 272-287.
- Bali, T. G., Hume, S. R., Martell, T. F.(2007), A New Look at Hedging With Derivatives: Will Firms Reduce Market Risk Exposure?, *Journal of Futures Markets*, 27(11), 1053-1083.
- Bartov, E., Bodnar, G. M.(1994), Firm Valuation, Earnings Expectations, and the Exchange -Rate Exposure Effect, *Journal of Finance*, 49(5), 1755-1785.
- Bartram, S. M., Brown, G. W., Conrad, J.(2011), The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(4), 967-999.
- Bartram, S. M., Brown, G. W., Minton, B. A.(2010), Resolving the Exposure Puzzle: The Many Facets of Exchange Rate Exposure, *Journal of Financial Economics*, 95(2), 148-173.
- Bartram, S., Bodnar, G.(2007), The foreign exchange exposure puzzle, *Managerial Finance*, 33(9), 642-666.
- Bodnar, G. M., Marston, R. C.(2002), Exchange rate exposure: a simple model. In: Choi, J., Power, M. (Eds.), *Global Risk Management: Financial, Operational and Insurance Strategies*, *International Finance Review*, 3, Elsevier Science, Amsterdam, 107-116.
- Campa, J. M., Goldberg, L. S.(1999), Investment, Pass-Through, and Exchange Rate: A Cross-Country Comparison, *International Economic Review*, 40(2), 287-314.

- Caves, R. E., Porter, M. E., Spence, A. M., Scott, J. T.(1980), *Competition in the Open Economy: A Model Applied to Canada*, Harvard University Press, Boston, MA.
- Clark, E., Judge, A.(2009), Foreign Currency Derivatives versus Foreign Currency Debt and the Hedging Premium, *European Financial Management*, 15(3), 606–642.
- Coval, J., Shumway, T.(2005), Do Behavioral Biases Affect Prices?, *Journal of Finance*, 60(1), 1–34.
- Dumas, B., Solnik, B.(1995), The World Price of Foreign Exchange Risk, *Journal of Finance*, 50(2), 445-479.
- Eun, C. S, L. Wang and S. Xiao(2013), Culture and  $R^2$ , *presented in The 8<sup>th</sup> International Conference on Asia-Pacific Financial Markets*.
- Fama, E. F. and K. R. French(1992), *The Cross-section of Expected Stock Returns*, *Journal of Finance* 47, 427–465.
- Gagnon, J. E., Knetter, M. M.(1995), Markup Adjustment and Exchange Rate Fluctuations: Evidence from Panel Data on Automobile Exports, *Journal of International Money and Finance*, 14(2), 289–310.
- Gärling, T., Kirchler, E., Lewis, A., van Raaij, F.(2009), Psychology, Financial Decision Making, and Financial Crises, *Psychological Science in the Public Interest*, 10(1), 1–47.
- Géczy, C., Minton, B. A., Schrand, C.(1997), Why Firms Use Currency Derivatives?, *Journal of Finance*, 52(4), 1323–1354.
- Graham, J. R., Rogers, D. A.(2002), Do Firms Hedge in Response to Tax Incentive?, *Journal of Finance*, 57(2), 815–840.
- Guay, W. R.(1999), The Impact of Derivatives on Firm Risk: An Empirical Examination of New Derivatives Users, *Journal of Accounting and Economics*, 26(1–3), 319–351.
- Guay, W. R., Kothari, S. P.(2003), How Much Do Firms Hedge with Derivatives?, *Journal of Financial Economics*, 70(3), 423–461.
- Gurun, U. G., Butler, A. W.(2011), Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value, *Journal of Finance*, 67(2), 561–598.
- He, J., Ng, L. K.(1998), The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations, *Journal of Finance*, 53(2), 733–753.
- Hentschel, L., Kothari, S. P.(2001), Are Corporations Reducing or Taking Risks with Derivatives?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 93–118.
- Hibbert, A. M., Daigler R. T., Dupoyet, B.(2008) A Behavioral Explanation for the Negative Asymmetric Return–Volatility Relation, *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2254–2266.
- Ho, C. M.(2011), Does Overconfidence Harm Individual Investors? An Empirical Analysis of the Taiwanese Market, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 40(5), 658–682.
- Jin, Y., Jorion, P.(2006), Firm Value and Hedging: Evidence from U.S. Oil and Gas Producers, *Journal of Finance*, 61(2), 893–919.

- Jin, L. and S. Myers(2006),  $R^2$  around the World, *Journal of Financial Economics* 79, 257–292.
- Jorion, P.(1990), The Exchange–Rate Exposure of U. S. Multinationals, *Journal of Business*, 63(3), 331–345.
- Jorion, P.(1991), The Pricing of Exchange Rate Risk in the Stock Market, *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, 26(3), 363–376.
- Kennedy, P.(1996), A Guide to Econometrics, The MIT Press Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts.
- Kim, K. S, Byun, J. H.(2010), Effect of Investor Sentiment on Market Response to Stock Split Announcement, *Asia–Pacific Journal of Financial Studies*, 39(6), 687–719.
- Knetter, M. M.(1989), Price Discrimination by U.S. and German Exporters, *American Economic Review*, 79(1), 198–210.
- Knetter, M. M.(1993), International Comparisons of Pricing–to–Market Behavior, *American Economic Review* 83(3), 473–486.
- Knetter, M. M.(1994), Is Export Price Adjustment Asymmetric?: Evaluating The Market Share and Marketing Bottlenecks Hypotheses, *Journal of International Money and Finance*, 13(1), 55–70.
- Krugman, P.(1987), Pricing to Market When the Exchange Rate Changes, in J. Arndt, Sven W. and J. David Richardson (eds.) *Real–Financial Linkages among Open Economies*, Cambridge, MA and London: MIT Press.
- LeRoy, S. F., Porter, R. D.(1981), The Present–Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds, *Econometrica*, 49(3), 555–574.
- Menon, J.(1995), Exchange Rate Pass–Through, *Journal of Economic Surveys*, 9(2), 197–231.
- Morck, R., B. Yeung and W. Yu(2000), "the Information of Stock Markets: Why do Emerging Markets have Synchronous Stock Price movement?", *Journal of Financial Economics* 58, 215–260.
- Mouna, A., Ebbes, M. B., Boujelbene, Y.(2009), The Cross–Section Excess Returns: Risk Factor and Investor Sentiment, *The IUP Journal of Applied Finance*, 15(9), 5–21.
- Muller, A., Verchoor, W. F. C.(2006), Foreign Exchange Risk Exposure: Survey and Suggestion, *Journal of Multinational Financial Management*, 16(4), 385–410.
- Pennings, J. M. E., Candel, M. J. J., Egelkraut T. M.(2003), A Behavioral Decision–Making Toward Hedging Services, *Journal of Behavioral Finance*, 4(2), 71–84.
- Scholes, M., Williams, J.(1977), Estimating Betas from Nonsynchronous Data, *Journal of Financial Economics*, 5(3), 309–327.
- Shiller, R. J.(1981), Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, *The American Economic Review*, 71(3), 421–436.
- Singh, R.(2010), Behavioral Finance Studies: Emergence and Developments, *Journal Contemporary Management Research*, 4(2).



- Subrahmanyam, A.(2007), Behavioral Finance: A Review and Synthesis, *European Financial Management*, 14(1), 12–29.
- Talpsepp, T.(2011), Reverse Disposition Effect of Foreign Investors, *Journal of Behavioral Finance*, 12(4), 183–200.
- White, H.(1980), A Heteroskedasticity–Consistent Covariance Matrix Estimator and Direct Test for Heteroskedasticity, *Econometrica*, 48(4), 817–838.
- Wong, F.(2000), The Association between SFAS no. 119 Derivatives Disclosures and Foreign Exchange Risk Exposure of Manufacturing Firms, *Journal of Accounting Research*, 38 (2), 387–417.

# Foreign Exchange Rate Exposure and Investor Sentiment

Kwon, Taek Ho

## Abstract

Using the sample of the KOSPI firms in Korea Exchange during 2006 – 2012, this study examines the effect of investor sentiment of stock market on the estimated exchange exposure coefficient of a firm. The results from the augmented market model show that exchange exposures are significantly different when we included investor sentiment in the estimation model. The determinants of the exposure differences were variables including financing in foreign currency, operating profit, R&D expenses, Chabot affiliation, and firm size, which are different from the determinants of the estimation from the exposures of augmented market model. Test results also show that the size of a firm and the direction of a firms exposures are closely related with the effect of investor sentiment on the exposure coefficients. The results of the paper suggest that investor sentiment should be considered properly in the estimation of foreign exchange exposure coefficients.

Key words: foreign exchange exposure, investor sentiment, stock return



## 국민연금의 전략적자산배분시 Shortfall Risk의 적합성에 관한 연구

### A Study on Shortfall Risk Measure in Strategic Asset Allocation of National Pension

오 세 경\*

(건국대학교)

이 정 우\*\*

(건국대학교)

---

\* 건국대학교 경영학과 교수

\*\* 교신저자: 건국대학교 경영학과 박사과정: 서울 광진구 화양동 1번지, 건국대학교 경영관 445호  
E-mail: jwleesv@hanmail.net: Tel: 010-6349-6266

## 국문초록

현재 국민연금에서는 전략적 자산배분(SAA) 수립시 반영해야 하는 ‘허용위험한도’의 risk measures로 CPI기준 shortfall risk모형을 사용하고 있다. 그러나 이 모형은 기대수익률 등의 산출방식과 변수들 사이에 연동이 되지 않는 문제로 인해 변동성이 없음에도 불구하고 소비자 물가상승률(CPI) 전망치의 상승이나 경제성장률(GDP) 전망치의 하락시에 shortfall risk가 급격히 증가하여 마치 risk-taking이 확대된 것처럼 보이는 착시효과가 발생하는 등 불안정하다. 본 연구에서는 이에 대한 문제점들을 제시하고 실증 분석을 통해 그 대안을 제시하였다.

첫째, CPI의 대체변수로 피셔효과의 추정식을 사용할 수 있는지를 검토하기 위해 단위근검정, 공적분검정, OLS분석을 실행한 결과 피셔효과의 존재성을 확인하였다. 이는 피셔효과의 추정식이 CPI의 대용치로 사용될 수 있음을 의미한다. 둘째, CPI 전망치 상승시의 문제점을 해결하기 위해 이 추정식을 국내채권의 기대수익률 산출모형에 적용하였다. 셋째, GDP 전망치 하락시의 문제점을 해결하기 위해 국내주식의 기대수익률 산출방식(실질 GDP+CPI+Dividend)을 CAPM으로 대체한 후 이 모형에도 피셔효과의 추정식을 적용하였다. 이를 토대로 기존방식과 신규방식을 비교·분석한 결과, 신규방식에서의 shortfall risk는 CPI 전망치의 급격한 상승이나 GDP 전망치의 하락시에도 shortfall risk의 통제값인 10% 이하에서 안정적으로 움직인다는 것이 확인되었다.

따라서 국민연금의 CPI기준 shortfall risk모형이 경제변수의 변동에 따라 불안정한 것은 현행 모형 자체의 문제가 아니라 이 모형의 투입변수들의 구조적인 문제 즉, 주식의 기대수익률 산출체계, CPI의 대체변수 부재, 그리고 변수들 간의 연동성 결여 문제에 의해 기인한다고 볼 수 있다.

▶ Keywords : mean-variance모형, shortfall risk, 허용위험한도, 전략적 자산배분, 피셔효과, CAPM, 기대수익률(expected return).

## I. 서 론

2013년 12월말 기준 약 427조원(세계 4위)의 기금을 보유하고 있는 국민연금의 적립금이 2060년에 고갈될 것이라는 논란 속에서 국민연금의 현 중기자산배분체계(2006년 수립)는 기금운영 규모의 급속한 증가 및 저금리-저성장의 경제 환경 변화를 수용하는데 한계가 있으므로 기금규모와 경제상황을 반영할 수 있는 ‘중기자산배분체계’의 개선의 필요성이 제기되고 있는 상황이다. 특히 평균-분산 최적화(mean-variance optimization)모형, 허용위험한도, 투입변수(기대수익률, 위험, 상관관계) 등에 대한

적정성 검토 및 개선이 필요한 시점이다.

연기금의 자산배분정책(asset allocation policy)이 운용성과에 미치는 영향에 대해서 Brinson, Hood, and Beebower(1986, 1991)가 펀드수익률 변동성(variation)의 93.6%를 설명하고 있다고 주장한 이후, Ibbotson and Kaplan (2000)의 후속연구에서도 비슷한 결과를 도출하고 있다. 또한, 국내연구에서도 정문경(2005)이 자산배분이 월간 수익률을 설명하는 정도는 최소 90.48~98% 사이라고 제시했다. 이는 자산배분정책이 운용성과 즉, 투자포트폴리오의 위험 및 수익률의 대부분을 좌우하는 가장 중요한 의사결정이라고 볼 수 있다.

현재 국민연금의 자산배분체계는 기금규모 증가에 대비하여, 기금의 수익성·안정성을 제고하고 효율적 운용을 위해 마련하는 5년 단위의 중기 전략적 자산배분(SAA)<sup>2)</sup>과 1년 미만 단위의 단기 전술적 자산배분(TAA)<sup>3)</sup>으로 구성되어 있다. 최적자산배분을 위해 평균-분산 최적화모형을 통하여 위험-수익률(risk-return)에 대한 포트폴리오 최적화방법을 기본으로 사용하며, 중기자산배분안은 자체 개발한 자산-부채 분석모형인 ALMONDS 시스템을 통하여 장기 연금재정에 미치는 영향에 대한 시뮬레이션 분석을 한 후 그 결과를 기금운용위원회에 상정한다(박태영 2012).

문제는 국민연금의 자산배분체계가 불완전하다는 것이다. 중기자산배분 모형인 평균-분산최적화(MVO)모형뿐만 아니라 전략적 자산배분(SAA) 수립시 우선적으로 반영<sup>4)</sup>해야 하는 허용위험한도<sup>5)</sup>의 risk measures인 CPI기준 shortfall risk<sup>6)</sup>모형이 한계를 보이고 있다는 점이다. Markowitz(1952)의 평균-분산모형은 투자자가 감내할 수 있는 위험수준(risk tolerance)<sup>7)</sup>하에서 기대수익률을 최대화하는 효율적 투자지회선에서 투자자의 위험선호도를 반영한 최적포트폴리오를 산출한다. 모형의 간결성, 짧은 분석시간 등의 장점으로 인해 실무에서 많이 적용하고 있으나 기대수익률, 표준편차 등의 변화에 따라 자산배분결과가 크게 달라지는 등 불안정한 결과를 도출하며, 정규분포를 가정하기 때문에 금융위기 등의 극단적인 상황을 반영하지 못하는 단점이 있다.

한편, 본 논문이 중점적으로 다루고자하는 위험지표인 CPI기준 shortfall risk는 기금의 실질가치 보존, 연금부채의 물가상승에 따른 증분에 대한 hedge라는 관점에서 자산부채관리(ALM) 차원의 위험관

2) 전략적자산배분은 객관적인 시장분석을 근거로 하여 자산배분 목표를 설정하는 과정으로 기금의 목표수익률과 허용위험 한도를 반영하여 자산군의 상대적 비율을 결정하는 것을 말한다. 현행 중기자산배분은 향후 5년 동안의 Shortfall risk ≤ 10%, 즉, 5년 동안 누적운용수익률이 같은 기간의 누적 소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 10%이하로 통제하는 자산배분을 채택하고 있다.

3) 전술적자산배분은 변화하는 시장상황에 대응하고 이를 이용하기 위해 전략적 자산배분으로부터 주어진 범위 안에서 조정하여 자산을 배분하는 적극적인 투자전략으로 전략적 자산배분에 기초한 각 자산군별 배분비중을 기준으로 일정범위의 변동폭 이내에서 기금이 전술적으로 운용되도록 한다.

4) (기획재정부 2011), 기금 자산운용지침 작성 가이드라인 및 보건복지부(2011), 2012년도 국민연금기금운용지침 참조.

5) 자산운용과정에서 발생할 수 있는 불리한 결과(수익률 감소)에 대한 수용가능한 정도로서 목표수익률과 함께 자산배분 의사결정의 기준이 됨. 국민연금은 Shortfall risk 10% 이내로 통제하고 있음.

6) 전체 포트폴리오 또는 개별 포트폴리오의 누적투자수익률이 일정수익률 (0%, 물가상승률 또는 목표수익률 등)을 초과하지 못할 가능성을 의미함. 국민연금은 현재 포트폴리오의 5년간 누적수익률이 누적물가상승률을 초과하지 못할 가능성으로 정의하고 있음. shortfall risk 모형에 대해서는 Leibowitz et al. (1989a, 1989b, 1990, 1991) 및 Albrecht (1993)를 참조하기 바람.

7) risk tolerance는 '허용위험'이라고도 하는데, 투자자가 투자자산의 가치변동에 대하여 어느 수준까지 감내할 수 있는지, 즉, 손실에 대한 허용정도를 나타내는 것을 의미함. 국민연금의 기금운용지침에 전략적자산배분(안)은 Shortfall risk라는 허용위험을 만족해야하고, "5년 후 최저적립금비율", "연간손실확률" 등을 고려하여 허용위험을 결정해야한다고 명시되어있다.

리요소를 내포하고 있다. 또한, 경기상승시 위험을 감수하면서 고수의 자산에 배분할 수 있는 전략적 유연성을 제공한다는 장점이 있는 반면, 물가상승시기에 물가상승에 취약한 채권의 비중이 높아지는 결과가 발생하여 자산배분의 결정에 딜레마가 발생된다.<sup>8)</sup> 이는 자산배분기준 측면에서 볼 때, 금리 하락기에 채권의 기대수익률이 하락하기 때문에 채권비중이 높은 경우 전체 포트폴리오의 기대수익률이 하락하게 되어 shortfall risk가 상승하게 되고, 이를 낮추기 위해 변동성을 줄여야하는데, 이것은 결국 변동성이 낮은 채권비중을 다시 높여야 하는 문제를 발생시킨다. 특히 최근처럼 저금리 시기에는 채권의 낮은 기대수익률로 인하여 shortfall risk 10%를 준수하기가 힘든 상황인데, 국내채권에 100% 투자해도 shortfall risk가 10%를 초과하는 경우가 발생한다. 또한, 포트폴리오의 위험속성인 변동성(volatility)과 상관관계(correlation)의 변화가 없고, 단지 경제성장률(GDP) 전망치의 하락만으로도 기대수익률이 감소하여 shortfall risk가 급증함으로써 포트폴리오의 위험 또는 위험자산비중이 증가한 듯한 오해를 불러일으킬 수 있다. 즉, 기금의 risk-taking이 확대된 것으로 보이는 착시효과(illusion effect)가 발생하는 문제가 있는 것이다. 이러한 문제가 발생하는 근본적인 원인은 첫째, shortfall risk에 가장 큰 영향을 미치는 변수인 기대수익률과 표준편차의 산출방식과 관련이 있고, 둘째, shortfall risk의 기준수익률을 소비자물가상승률(CPI)로 사용하기 때문이며, 셋째, shortfall risk의 산출식의 입력변수(기대수익률, 표준편차, CPI)들이 서로 연동되어 움직이지 않기 때문이다.

국민연금의 자산군(asset class)은 국내주식, 해외주식, 국내채권, 해외채권, 대체투자로 구성되어있는데, 각 자산들의 기대수익률 산출 체계<sup>9)</sup>가 다르다. 모든 자산의 기대수익률 산출은 Building Block 방식을 적용하고 있다. 주식의 기대수익률은 보편적인 방법인 과거자료의 평균(mean)수익률이나 재무모형을 사용하지 않고, 실질GDP+CPI+배당수익률(Dividend)<sup>10)</sup>을 사용한다. 국내주식의 경우, 실질GDP와 CPI는 연구원 전망치를, dividend는 historical dividend를 적용하고, 해외 주식의 경우 실질GDP와 CPI는 IMF 전망치를, dividend는 국내주식의 경우와 동일하게 적용하고 있다. 국내외 채권의 기대수익률은 risk free rate+단순 spread를 적용하고, 대체투자의 기대수익률은 투자종목에 따라 달리 적용하고 있다. 그런데 표준편차는 과거 데이터를 이용한 추정치를 사용하고 있다는 점이다. 그러다보니 포트폴리오 이론에 의해 기대수익률  $E(r)$ 과 위험  $\sigma$ 은 양(+)선형의 관계가 성립되어야 하나, 국민연금의 ‘합리적 기대수익률’은 이런 관계를 충족시키지 못하는 문제를 갖게 한다.

이는 기대수익률 산출의 경우, 특정 자산군의 수익률 추이가 매우 불안정하고 불확실성이 높은 경우에 과거 데이터(backward looking)를 이용한 방식보다는 경제이론에 기반한 합리적 예측(forward looking)을 통한 데이터 도출이 절대적으로 중요하다는 기획재정부(2011)의 ‘기금 자산운용지침 작성 가이드라인’에 기인하는 것으로 생각되며, 그리고 전략적 자산배분 수립시 반영해야 하는 목표수익률(실질GDP+CPI±조정치)을 고려한 선택으로도 보여 진다. 또한, CPI를 shortfall risk모형의 변수로 사용하다보니 물가상승률이 조금만 올라가도 5년 누적으로 계산되는 shortfall risk가 급격히 증가하게 되어 마치 위험자산의 투자비중이 늘어나거나 변동성이 높아진 것처럼 보일 수 있어 CPI기준 shortfall

8) CPI가 상승하면 shortfall risk가 높아져 이를 낮추기 위해 변동성을 줄여야하므로 변동이 낮은 채권비중을 높여야한다.

9) 보건복지부 (2013), ‘중기자산배분 체계 개선을 위한 컨설팅 결과 보고’ p184~185 참조.

10) 본 논문에서는 합리적 기대수익률로 칭한다.

risk가 물가상승률에 한계를 보이는 이유이다.

결과적으로 위험지표인 현행 CPI기준 shortfall risk가 갖고 있는 문제점들은 연금급여가 물가상승률과 연동되어있어 최소한 물가상승률보다 높은 수익률을 달성해야한다는 점, ‘기금의 자산운용지침’ 그리고 ‘목표수익률’<sup>11)</sup> 등을 고려하여 국내외 주식의 기대수익률 산출에 거시경제변수인 GDP와 CPI를 적용함으로써 전략적자산배분의 ‘허용위험한도’<sup>12)</sup>인 shortfall risk 10%의 산출식  $P(X < CPI) \leq 10\%$ 에 영향을 미치기 때문이기도 하지만, 근본적인 문제는 CPI기준 shortfall risk 산식의 입력변수들이 서로 연동되어 움직이지 않고 각기 따로 작동되기 때문이다.

따라서 본 연구는 국민연금의 자산배분체계 내에서 CPI기준 shortfall risk에 나타난 문제점들을 제시하고, 실증분석을 통해 대안으로 첫째, 현행 주식의 기대수익률 산출모형(실질GDP+CPI+배당수익률)을 CAPM으로 대체하고, 둘째, shortfall risk모형의 중요 변수 중 하나인 CPI의 대용치로 피셔효과(Fisher's effect)를 이용한 추정모형을 사용한다. 본 논문은 이와 같은 국민연금의 운용목적에 적합한 최적 중기자산배분체계의 개선을 통해 리스크 관리 및 수익성·안정성에 기여하는 것을 목적으로 한다. 본 논문의 의의는 전 국민의 사실상 노후(老後)자금인 국민연금의 ‘자산배분체계’ 내의 문제점들을 제시하고 실증 분석을 통해 그 대안들을 제시하였다는 점을 들 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 자산배분과 관련된 선행연구 및 해외 주요연기금의 자산배분체계를 살펴보고 3장에서는 shortfall risk의 개념 및 모형, 기존의 CPI 기준 shortfall risk가 갖고 있는 한계를 살펴보고, 4장에서는 shortfall risk의 문제점 해결을 위한 대안으로 대체모형을 제시한다. 5장에서는 실증분석을 통해 기존방식과 신규방식과의 차이를 비교·분석한 결과를 제시하고, 마지막 7장에서는 결론 및 향후 연구방향을 제시한다.

## II. 선행연구

### 2.1 자산배분의 중요성 및 방법론

자산배분정책(asset allocation policy)이 운용성과(performance)에 미치는 중요성에 대해 Brinson, Hood, and Beebower(1986)는 펀드수익률 변동성(variation)의 93.6%를 설명하고 있다고 주장하였고, 1991년의 후속연구에서는 포트폴리오 운용성과의 기여요인을 자산배분정책, 적극적 자산배분, 증권선택으로 구분하여 실증분석한 결과, 포트폴리오의 투자성과에 가장 큰 영향을 미치는 것은 자산배분이며, 증권선택이나 단기시장예측과 같은 활동은 10% 미만이라고 하였다. Ibbotson and Kaplan (2000)은

11) 목표수익률은 기금의 목적 또는 자산운용의 목적을 달성하기 위해 자산운용정책에 따라 “사전적 으로 설정하는 자산운용수익률의 목표치(Return Objectives)”로서 자산배분안이 충족하여야 할 요구수 익률의 개념으로 정의할 수 있음. 국민연금은 현재 실질GDP+CPI±조정치를 목표수익률로 설정.

12) 자산운용과정에서 발생할 수 있는 불리한 결과(수익률 감소)에 대한 수용가능한 정도.



10년 이상 미국혼합형 94개 펀드의 누적수익률에 대하여 분석한 결과, 개별투자자의 성과는 전략적 자산배분에 의해 결정된다고 주장하였다. 국내연구로는 정문경, 원종현(2005)이 국민연금의 전략적 자산배분이 수익률에 미치는 영향을 분석한 결과, 전략적자산배분이 월간 수익률을 설명하는 정도는 90.48~98% 사이라고 보고했다.

Markowitz(1952)의 포트폴리오이론(portfolio theory)은 현대금융투자자의 실무와 학문적 영역에 초석의 위치를 차지한다. 평균-분산 최적화모형(MVO)은 투자자가 감내할 수 있는 위험수준(risk tolerance)하에서 기대수익률을 최대화하는 최적포트폴리오를 산출하며, 최적자산배분의 결정 또는 전략적자산배분의 근간을 이루고 있다. Michaud (1998)는 Resampling<sup>13)</sup>기법을 활용함으로써 평균-분산 모형의 불안정성 문제를 개선함과 동시에 보다 현실적인 효율적 포트폴리오를 도출하는 것이 가능하다고 주장하였다. 평균-분산모형을 사용하여 최적포트폴리오 또는 최적투자비중을 구성하기 위해서는 포트폴리오의 기대수익률과 표준편차의 정확한 측정이 필수적이므로 이 분야에서 많은 연구가 활발하게 이루어져 왔다.

먼저, 기대수익률(expected returns)측면에서 살펴보면, James & Stein(1961)은 각 자산의 수익률이 전체자산의 평균수익률에 수렴(convergence)한다는 가정에 근거한 자산별 기대수익률 추정량을 제안하였다. 또한, Markowitz 이후 후속연구로 Sharpe(1964), Lintner(1965), Mossin(1965)등에 의하여 자본자산가격결정모형(CAPM)으로 확장되었으며, 그 후 Ross (1976)에 의하여 차익거래가격결정이론(APT)으로 발전하였다. Fisher (1975)는 CAPM에 근거하여 자산별 시장비중을 제약으로 설정한 ‘균형기대수익률’ 개념 적용을 주장하였다. 한편, 기대수익률을 과거자료의 평균수익률이 아닌 Forward looking에 의해 구하려는 시도로, Black-Litterman(1990)은 최적화과정에서 기대수익률 등 투입변수 값에 따라 자산배분 결과가 지나치게 크게 바뀌는 문제점에 대처하여 기대수익률을 정확히 추정할 수 있는 방안을 제시하였다. Black-Litterman 모형을 이용한 국내연구로는 안성봉, 임형준(2006)과 황승규, 임형준, 유시용(2009) 등의 연구가 있다.

둘째, 위험지표(risk measures)측면에서 살펴보면, 포트폴리오의 위험측정지표로 전통적인 표준편차가 한계를 지남에 따라 여러 선행연구에서 새로운 위험지표로 VaR<sup>14)</sup>, Expected shortfall(CVaR)<sup>15)</sup> LPM<sup>16)</sup> 등을 제시하였다. Mausser and Rosen(1998)은 Delta-Normal방법과 Simulation방법을 사용하여 VaR의 개념을 최적자산배분에 활용하였다. Campbell, Huisman, and Koedijk(2001)은 VaR를 사용한 최적자산배분 전략을 제시하였다. Artzner et al.(1999)은 위험측정지표가 갖춰야하는 4가지 속성을 제시

13) 리샘플링(Resampling)이란, 표본의 분포에 대한 가정에 의존하지 않고 추출된 표본으로부터 난수생성 등을 통해 다수의 표본을 구한 뒤 이를 활용하여 실제 확률변수의 모수 및 신뢰구간을 추정하는 통계기법이다. 시뮬레이션을 통해 각 자산군의 시계열자료로부터 동일한 수준의 위험과 수익률을 제공하는 수많은 투자조합을 반복하여 추출(Resampling, 10,000~100,000)한 뒤, 각각의 투자조합으로부터 효율적투자선(Efficient Frontier)들을 도출한다. 복수의 투자조합에서 도출되는 효율적 투자선들을 평균하여 최적 효율적투자선 및 자산배분을 결정한다.

14) VaR은 정상적인 시장여건 하에서 특정 신뢰수준(Confidence level)으로 목표기간 동안에 발생할 수 있는 최대손실 금액(maximum loss)으로 정의된다.

15) Expected Shortfall(ES)은 Conditional VaR(조건부 VaR)라고도 함. VaR값을 초과하는 손실액들의 조건부 평균으로서 하방리스크의 심각성 정도를 직접적으로 표현한다는 측면에서 유용성이 있다

16) LPM(Lower Partial Moment: 하부적률)은 수익률이 목표수익률보다 떨어지는 경우만 위험으로 인식하는데, 만약, 목표수익률을 0으로 설정한다면, 수익률이 마이너스(-)가 되는 것을 위험으로 인식한다. 이는 손실이 발생하는 하방위험(downside risk)만을 위험으로 간주하여 투자자의 효용함수를 정확하게 표현한다는 장점이 있다.

하고, 이 모두를 만족시키는 위험측정치는 일관성(coherent risk measure)이라고 하면서 VaR는 하부가법성(sub-additivity)<sup>17)</sup>을 충족시키지 못하지만 Expected shortfall(ES)은 하부가법성을 충족시킨다고 하였다. Rockafellar and Uryasev (2000)는 하부가법성 및 볼록성(convexity)을 충족하지 못하는 VaR는 최적화 대상으로 적합하지 않기 때문에 CVaR를 사용하는 것이 유리하다고 주장하였다. Favre and Galeano(2002)는 실제 분포의 첨도와 왜도 값을 모형에 반영할 수 있도록 하는 Modified VaR(수정 VaR)를 제시했다. 한편, Eishbum(1977)은 하방위험지표인 반분산(Semi-Variance)의 개념을 확장하여 하부적률(LPM)모형을 제시했다. 임형준, 황승규, 전용일(2012)는 분산, VaR, CVaR, LPM 사용하여 비교·분석하였다.

그러나 표준편차를 비롯한 이러한 위험지표들은 수익률의 변동성(Volatility)에 초점이 맞춰져 있다. 하지만 실제 자산배분시에 의사결정을 하는 실무자들의 입장에서는 보유기간 동안의 수익률 변동성보다는 투자만기시점에서의 수익률이 최소목표수익률(minimum target return)보다 낮을 가능성을 risk로 보고 있는 것이 현실이다. 따라서 이러한 관점에서 제시된 모형이 Shortfall risk이다. 이 모형은 자산배분시 허용위험한도의 risk measures로 사용되고 있다. 이론적 적용은 주로 포트폴리오 최적화 및 자본자산가격결정이고, 실제 적용은 자산 배분과 관련있다. 이 모형은 Leibowitz et al. (1989a, 1989b, 1990, 1991) 및 Albrecht (1993)에 의해 검토되어왔으며, 주로 포트폴리오 최적화체계 내에서 shortfall 제약조건으로 사용되고 있다.

## 2.2 피셔효과(Fisher's effect)

사실 피셔효과는 경제학의 이슈이지만 피셔효과 추정모형은 본 연구의 핵심 변수인 소비자물가상승률(CPI)의 대응치로 사용되기 때문에 선행연구를 살펴볼 필요가 있다. Fisher(1930)가 명목이자율은 실질이자율과 기대인플레이션의 합으로 결정된다는 가설을 제기한 이후 명목이자율이 기대인플레이션과 1대1 관계를 갖는지에 대해 많은 연구결과들이 보고되고 있다. Fisher(1930)의 최초연구 이후 많은 실증연구가 이루어져 왔다. 특히, Fama (1975)는 시장에서 명목이자율은 모든 이용 가능한 정보를 반영하여 결정된다는 가정하에 피셔가설을 검증 가능한 형태로 재해석였다. 1953~1971년까지의 1개월 만기 T-bill을 이용하여 실증 분석한 결과 피셔효과가 존재한다는 것을 제시하였다. 그러나 이후 여러 연구에서는 Fama (1975)와 상충되는 분석결과가 제시되면서 피셔효과 연구는 단위근 검정, 공적분 검정, 오차수정모형으로 발전한다. 특히, Mishkin(1992)은 이자율과 인플레이션을 간에는 단위근이 존재하기 때문에 기존의 분석들이 기간별로 큰 차이가 나는 이유라고 하면서 시계열변수가 안정적이지 않을 경우에 가성회귀(spurious regression)가 될 수 있다고 하였다. 그는 1953~1990년까지의 월간자료를 이용하여 공적분검정을 실시하고, 오차수정모형을 추정한 결과 단기적 피셔효과는 기각하지만 장기적 피셔효과는 존재한다고 하였다. 국내연구로는 김세진, 이종락(1994)을 들 수 있다. 이들은 단순회귀분

17) 하부가법성(sub-additivity)은 병합된 이후에 두 포트폴리오에 대한 위험 측정치는 병합되기 전 위험 측정치 합보다 더 크지 않아야 하는 속성을 말함. 즉, 두 가지 서로 다른 금융상품에 대한 손실을  $X$ ,  $Y$ 라고 하고 VaR의 위험척도를  $\rho$ 라고 할 때,  $\rho(X+Y) \leq \rho(X) + \rho(Y)$ 가 성립하면  $\rho$ 는 하부가법성을 갖는다.

석 공적분 검정을 통해 장기적 피셔효과는 존재하지만 단기적 피셔효과는 존재하지 않는 것으로 제시하였다. 지청, 조담(2004)은 단위근 검증결과 CD이자율은 시간추세와 확률추세를 모두 갖는 변수이고 인플레이션율은 시간추세만을 갖는 변수라고 하면서 두 변수의 시간추세를 제거한후 추정한 결과, 피셔효과는 존재하지 않는다고 주장하였다. 윤종인(2005)은 인플레이션율과 CD수익률을 이용하여 검정한 결과 두 변수 모두 정상시계열이라고 하였다.

## 2.3 해외 주요 연기금의 자산배분체계

국민연금과의 비교분석을 위해서는 해외 연기금의 자산배분체계 등에 관해 좀 더 구체적인 내용의 정보가 필요하지만, 사실상 접근하기가 어렵다. 특히 자산배분체계의 방법론(최적화모형, 위험측정치모형, 기대수익률 산출모형 등)은 어떤 방법을 사용하고 있는지 찾을 수가 없다. 하여 아래에 있는 내용들은 각 연기금의 인터넷 사이트에 있는 ‘기금의 자산운용 지침서’ 및 ‘연간 보고서’ 등의 다양한 데이터를 살펴보고 그 데이터를 이용하여 연구자가 정리한 것이다.

### (1) 일본 GPIF

일본의 공적연금인 GPIF(Government Pension Investment Fund)는 1961년 ‘연금복지사업단’을 설립한 이후, 2006년에 4월에 “연금적립금관리운용 독립행정법인”으로 재출범하였다. 후생노동대신으로부터 기탁을 받아 연금적립금의 관리 및 운용을 하며, 후생연금보험사업 및 국민연금사업의 운영의 안정에 기여하는 것을 목적으로 하고 있다. GPIF는 13년 6월 현재 기금규모 약 1,312조원으로 세계 1위다.

GPIF는 중기계획에 따라 관리운용방침이 정해진다. 여기서 “중기계획에 따른 관리 및 운영목표”는 분산 투자를 기본으로 하고, 장기적인 관점에서 자산구성비율(기본포트폴리오)<sup>18)</sup>에 따라 연금적립금 관리 및 운용되어야 한다. 지속적인 운영목표를 위해 기본 포트폴리오에서 정하는 자산에 대해 5년간 연간 벤치마크 수익률을 확보하는 것을 목표로 한다. 또한, GPIF는 물가상승률+임금상승률+ $\alpha$ 를 장기 운용목표수익률로 정하고 있다.

#### 가. 중기계획(기본 포트폴리오)의 변경

2012년 10월 회계감사원 보고서의 소견에서 “잠정 포트폴리오가 안전·효율적이고 안정적인지 등에 대해 중기목표기간 동안 정기적으로 검증”하는 것을 검토하도록 지적하였다. 이에 금융·경제전문가로 구성된 운영위원회에서 심의하고, 검증을 실시한 결과, ‘기본포트폴리오’의 변경이 필요하다는 결론을 얻어 2013. 6. 7. 변경하였다. 변경과정을 살펴보면 새로운 수치의 리스크와 상관계수로 효율적 자산구성비율의 조합을 추정한 결과, 국내채권과 동일한 리스크 수준에서 종전의 기본포트폴리오보다 더 높은 기대수익을 얻을 수 있는 더 많은 효율적 포트폴리오들을 확인했다. 또한, 종전 및 새로운 기본포

18) 기본 포트폴리오는 장기적인 관점에서 설정된 운용자산의 구성 비율을 의미하며, 운용의 기본이 되는 것임. 영어로 표기할 때는 Policy asset mix(정책적 자산 배분)으로 표기.

폴리오에 대해서 향후 25년 동안 손실 예측액에 대한 시뮬레이션 결과를 바탕으로 기본포트폴리오를 변경하는 것이 적절하다고 결론을 얻었다. 장기금리 추정에서 CVaR<sup>19)</sup>을 사용하였다. <표 2-1>은 변경전과 변경후의 기본포트폴리오를 나타내고 있다. GPIF의 자산배분은 장기적 관점에서 수립된 자산구성비율 등 운용의 기본방침에 따라 자산을 운용하고 있다.

〈표 2-1〉 2013년 기본포트폴리오

		국내채권	국내주식	외국채권	외국주식	단기자산
변경전	자산구성비율	67%	11%	8%	9%	5%
	과리허용폭 <sup>20)</sup>	±8%	±6%	±5%	±5%	—
변경후	자산구성비율	60%	12%	11%	12%	5%
	과리허용폭	±8%	±6%	±5%	±5%	—

자료: GPIF, The revision of Medium-term Plan(Jun 7th, FY2013)의 표를 재정

#### 나. 기대수익률의 검증

GPIF의 기대수익률 산출에 대한 검증체계를 살펴보면 <표 2-2>와 같다. <sup>21)</sup>

〈표 2-2〉 기대수익률의 검증

기대수익률의 구성요소	추산방법	추산결과
① 국내채권(3.0%) $E(R)$ =장기금리(3.0%)	• 수익률 곡선에서 미래의 장기금리수준을 추산.	• 미래의 장기금리 수준은 장기적으로는 2.5%~3.0%로 추산되기 때문에, 기대수익률 3.0%는 이 범위 내에 있어 타당.
② 단기자산(1.9%) $E(R)$ =장기금리(3.0%) - 長短스프레드(1.1%)	• 과거 장기금리 스프레드에 대한 여러 기간의 평균 수준을 산출.	• 과거 長短금리 스프레드의 평균 수준은 0.8%~1.2% 정도여서 기대치 1.1%는 타당.
③ 국내주식(4.8%) $E(R)$ =장기금리(3.0%) + 장기금리스프레드(1.8%)	• 과거의 장기금리 주식 초과수익률(장기금리 스프레드)의 분포에서 평균 중앙값 분산 등을 산출.	• 長短금리 스프레드의 편차 폭은 1%~4% 정도로 상당한 폭을 가지고 있어, 현재의 기대치인 1.8 %는 이 범위에 적합.
④ 외국채권(3.2%) $E(R)$ =단기금리(1.9%) + 리스크 프리미엄(1.3%)	• 과거의 데이터에서 리스크 프리미엄 (현지 통화로의 長短금리차)을 산출.	• 리스크 프리미엄은 20년 정도의 장기로 봐도 1.2%~1.6%의 변동이 있었기 때문에, 이전에 정책적 자산배분에서 설정한 1.3%의 리스크 프리미엄은 타당.
⑤ 외국주식(5.0%) $E(R)$ =단기금리(1.9%) + 리스크 프리미엄(3.1%)	• 과거의 데이터에서 리스크 프리미엄 (현지 통화로 단기금리의 초과수익률)을 산출하고, PER 변화분을 조정.	• 리스크 프리미엄의 과거 30년 이동평균은 2.8%-5.9% 범위에서 추이를 형성. • PER의 변화분(1.3% 정도)을 빼면 1.5%-4.6% 정도이므로, 이전에 정책적 자산배분에서 설정한 3.1%의 리스크 프리미엄은 타당.

자료: GPIF, The revision of Medium-term Plan(Jun 7th, FY2013)

19) CVaR은 Conditional VaR, 또는 Expected Shortfall이라고도 함. VaR값을 초과하는 손실액들의 조건부 평균으로서 하방리스크의 심각성 정도를 직접적으로 표현한다는 측면에서 유용성이 있다

20) 과리허용폭은 기본 포트폴리오에서의 과리가 허용되는 범위로 자산마다 설정되는 수치이다. 각 자산의 실제 자산구성비율 및 기본 포트폴리오에서 정한 자산구성비율의 과리가 초과하는 경우에는 그 범위에 맞게 재조정 (자산구성비율의 변경) 등을 하는 것이 필요하다.

21) <http://www.gpif.go.jp/en/fund/>, Fiscal 2013, "The revision of Medium-term Plan"참조

## 다. GPIF의 리스크 및 상관계수의 추정

① Case in FY2009 (1973년~2008년의 데이터를 사용.)

〈표 2-3〉 리스크

국내채권	국내주식	외국채권	외국주식	단기자산
6.0 <sup>*</sup>	23.27	13.03	22.84	3.59

※ 국내채권의 리스크는 과거 데이터에 의한 추정이 5.09%였지만, NOMURA-BPI 듀레이션의 장기화(6.32년)를 고려하여 국내채권의 리스크를 계산

$$\begin{aligned} \text{Risk of BPI} &= \sqrt{\text{Variance of Income return} + \text{Variance of capital return}} \\ &= \sqrt{\text{Variance of Income return} + \text{듀레이션}^2 \times \text{금리변동의 분산}} = 6.0\% \end{aligned}$$

〈표 2-4〉 상관계수

	국내채권	국내주식	외국채권	외국주식	단기자산
국내채권	1.000				
국내주식	0.205	1.000			
외국채권	-0.033	-0.102	1.000		
외국주식	0.026	0.480	0.571	1.000	
단기자산	0.466	0.098	-0.005	0.007	1.000

② Case in FY2013 (1973년~2012년의 데이터를 사용.)

〈표 2-5〉 리스크

국내채권	국내주식	외국채권	외국주식	단기자산
6.5 <sup>*</sup>	22.48	12.90	22.48	3.59

※ BPI 듀레이션의 미래의 장기화(7.9년)를 근거로 국내채권의 리스크를 계산..

이것은 리먼 쇼크 후의 기간 4년치가 더해진 것으로, 국내주식, 해외채권, 해외주식의 리스크는 약간 저하하고 있다. Risk of BPI = 6.5%인데, 이 결과는 듀레이션의 장기화에 의해 국내채권의 리스크가 상승하였다.

〈표 2-6〉 상관계수

	국내채권	국내주식	외국채권	외국주식	단기자산
국내채권	1.000				
국내주식	0.199	1.000			
외국채권	-0.025	-0.063	1.000		
외국주식	0.001	0.494	0.577	1.000	
단기자산	0.504	0.096	0.009	-0.022	1.000

자료: GPIF, The revision of Medium-term Plan(Jun 7th. FY2013)

앞서 살펴본 GPIF의 중기계획(정책적 자산배분)에서 투입변수들의 산출체계를 정리해 보면 장기운

용목표수익률(물가상승률+임금상승률+ $\alpha$ )을 토대로 과거 데이터에 의한 각 자산군별 기대수익률과 표준편차, 상관관계를 추정하고 이를 통해 효율적 투자기회선에서 최적의 자산구성비율을 도출하고 있다. 특히 각 자산군별 기대수익률의 산출에서 가장 핵심이 되는 장기금리(長期金利)의 추정에 CVaR를 사용하였다. 결국 GPIF도 국민연금처럼 기대수익률의 산출시 재무 모형을 사용하지 않고 나름대로의 거시경제변수(금리 등) 등을 사용하여 추정하고 있음을 알 수 있다.

## (2) 미국의 CalPERS

CalPERS(California Public Employees' Retirement System)는 미국내 최대 규모의 공적연기금이다. 2013년 6월 30일 현재 전체 회원수는 1,678,996명이고, 이 중 공무원 30.3%, 교직원 39.0%, 지역 공공기관 직원이 30.7%이며, 기금규모는 2,579억 달러로 세계 6위이다.

### 가. 자산군의 정책목표 및 정책범위 변경

CalPERS는 2010년 초부터 1년에 걸친 검토와 논의 끝에 2011년 7월 1일부터 현재의 자산군 분류체계를 도입하였다. <표 2-7>은 각 자산군별 정책 목표와 범위를 나타내고 있다.

<표 2-7> CalPERS의 자산군별 정책목표와 범위<sup>22)</sup>

자산군	정책적 목표(비중)	정책적 범위
Growth(성장관련 자산)		
Global Equity	49%	± 7%
Alternative Investment Management(AIM)	14%	± 4%
Total Growth	63%	± 7%
Income(소득관련 자산)		
Global Fixed Income(GFI)	16%	± 5%
Real Assets(실물자산)	13%	± 5%
Inflation(인플레이션관련 자산)	4%	± 3%
Liquidity(유동성관련 자산)	4%	± 3%
Total Fund	100%	NA

CalPERS의 “자산배분전략에 대한 투자정책 지침서”의 “전략적 자산배분 프로세스”에서 종합적인 자산배분전략 분석은 적어도 3년에 한 번씩 작성해야 하며 예상되는 장기자본시장 전망, 기대 인플레이션, CalPERS의 위험 감내도(risk tolerance)를 포함해야 하고, 자산군(asset classes)의 기대수익률(expected returns), 변동성(volatilities), 그리고 상관관계(correlations)를 고려해야 된다고 언급되어 있지만, 구체적인 산출방법에 대해서는 나와 있지 않다.

다만, 위 지침서의 책임(responsibility)항목에서 일반 연금 컨설턴트는 위원회에 벤치마크와 정책에 관한 프로그램의 성과에 대해 주기적으로 모니터링, 평가, 보고할 책임이 있다고 되어있고, 정문경

22) CalPERS, “statement of investment policy for asset allocation strategy”, 2013. 12. 2.

(2005)도 CalPERS의 전략적 자산배분은 외부 컨설팅기관인 Wilshire가 기초적인 작업을 하고, 투자위원회가 이를 검토하여 결정한다고 하였다. 실제로 투자위원회(Investment Committee)의 “2013 ALM 워크숍” 자료<sup>23)</sup>를 살펴보면 자산배분 모형 및 기대수익률, 변동성, 상관관계의 산출에 대해 언급하고 있다. 여기서 정책적 포트폴리오(policy portfolio)를 구하기 위한 단계 중에서 먼저 ‘자본시장 추정(CMAs)을 결정하고(1단계), 평균-분산 최적화 모형(MVO)을 사용하여 효율적 포트폴리오를 창출하며(2단계), 각각의 효율적 포트폴리오에 대해 시뮬레이션한 연간 수익률을 창출해야한다(3단계)’라고 기술한 것으로 보아 자산배분 모형은 국민연금과 같은 방법을 사용하는 것으로 보여 진다.

또한, CMAs에 대한 세 가지 구성요소(기대수익률, 변동성, 자산군 간에 상관관계)에 대해 추정 방법을 언급하고 있는데, 기대수익률의 산출체계는 국민연금처럼 Building Block 방식을 적용하고 있다. 그 내용은 다음과 같다.

#### 나. 기대수익률(Expected Returns)의 추정

〈표 2-8〉 기대수익률에 대한 방법론

<ul style="list-style-type: none"> <li>• 여러 가지 기본적인 평가모형</li> <li>• 이익수익률(earnings yield), 신용스프레드(credit spread), 자본 환원율(capitalization rate)과 같은 평가지표(valuation metrics)를 예측.</li> <li>• 산업 조사(Industry survey)</li> </ul>	
자산군	기대수익률 산출체계(예)
주식(Public Equity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>•배당평가(할인)모형(Dividend Discount Model : DDM)</li> <li>•Component 모형(Income + Growth + Valuation (Change)<sup>24)</sup> (소득관련 + 성장관련 + 가치평가): IGv</li> <li>•Inflation + Real Risk Free Rate of Cash + Risk Premium (인플레이션 + Cash의 실질무위험이자율 + 위험 프리미엄)</li> </ul>
사모(Private Equity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Public Equity plus illiquidity premium and other adjustment (주식 + 비유동성 프리미엄 및 기타 조정치)</li> </ul>
채권(Fixed Income)	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Yield-to-maturity plus spread adjustment (만기수익률 + 스프레드 조정치)</li> </ul>
부동산(Real Estate)	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Cash Flow forecast plus capitalization rate forecast (현금흐름 예측 + 자본환원율 예측)</li> <li>•Risk premium between Equity and Fixed Income (주식과 채권간 위험프리미엄)</li> </ul>

#### 다. 위험(risks) 및 상관관계(Correlations) 추정

CalPERS의 위험 및 상관관계 추정은 주로 관찰된 역사적 자산군(historical asset class)의 행동(behavior)과 경제적 요인의 변화에 개별 자산군의 반응에 대한 이해를 기반으로 하고, 별개의 5년 데

23) CalPERS, “2013 ALM Workshop: introduction to Capital Market Assumptions”, Investment Committee Workshop, 2013.5.13.

24) 미국주식의 경우 ‘Income’은 현재의 배당소득, ‘Growth’는 역사적 배당성장률, ‘Valuation’은 과거의 평균 배당수익률을 낳은 10년의 시장가격 평가를 의미함.

이더 기간에 대한 분명한 추세와 최근의 이상(abnormalities)을 설명하기 위해 역사적 자산군의 행동을 조정한다.

### 3.4 국민연금과 해외 주요연기금의 기대수익률 산출체계

<표 2-9>에서는 앞서 살펴본 국민연금과 해외 주요연기금의 기대수익률 산출체계를 비교하여 보여 주고 있다.

<표 2-9> 국민연금 및 GPIF와 CalPERS의 기대수익률 산출체계

자산군		국민연금의 ER	GPIF의 ER	CalPERS의 ER
주식	국내	GDP+CPI+Dividend G_C: 연구원 전망치 배당: 과거 dividend	장기금리(3.0%)+장기금리스 프레드(1.8%) = 4.8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 배당평가(할인)모형</li> <li>• Component 모형 (소득관련+성장관련 +가치평가):</li> <li>•인플레이션+Cash의 실질무 위험이자율+위험 프리미엄)</li> </ul>
	해외	GDP+CPI+Dividend G_C: IMF 전망치 배당: 과거 dividend	단기금리(1.9%) + 리스크 프리미엄(3.1%) = 5.0%	
채권	국내	Risk Free Rate + 단순 Spread	장기금리(3.0%)	만기수익률+스프레드 조정치
	해외	Risk Free Rate + 단순 Spread	단기금리(1.9%) + 리스크 프리미엄(1.3%) = 3.2%	
대체투자	국내사모	국내주식 기대수익률 + Premium(2.5%)		Public Equity + 비유동성 프리미엄 + 기타 조정치
	해외사모	해외주식 기대수익률 프리미 엄(3.0)		
	국내 부동산	GDP + CPI CPI: 연구원 전망치		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 현금흐름 예측 + 자본환원을 예측</li> <li>• 주식과 채권간 위험 프리미엄</li> </ul>
	해외 부동산	GDP + CPI CPI: 글로벌 CPI		
	국내 인프라	GDP + CPI CPI: 연구원 전망치		
	해외 인프라	GDP + CPI CPI: 글로벌 CPI		
단기자산			장기금리(3.0%) - 長短스프레드(1.1%) = 1.9%	

주) 위의 3개 연기금 모두 표준편차, 상관계수 등은 과거 데이터에 의해 추정하고 있다.



### III. Shortfall Risk의 한계

#### 3.1 Shortfall Risk의 개념

국민연금의 전략적 자산배분(SAA)시 반드시 반영해야 하는 ‘허용위험한도’의 risk measures인 shortfall risk(또는 shortfall probability이라고도 함)의 주요 이론적 적용은 포트폴리오 최적화 및 자본 자산가격결정이고, 실제 적용은 자산배분과 관련이 있는데, 주로 포트폴리오 최적화 내에서 shortfall-constraint으로 사용된다.

Leibowitz et al. (1989b,) 및 Albrecht(1993)은 shortfall risk에 대해 특정한 최소수익률 수준(목표수익률, 기준 수익률, 최소허용수익률)이 금융투자에 의해 획득되지 못할 위험으로, 조문희, 김규형, 유병진,(2001)은 최소목표수익률에 도달하지 못할 가능성으로, 종합해 보면 shortfall risk는 포트폴리오의 투자수익률이 일정수익률(0%, 최저수익률, 물가상승률, 목표수익률 등)을 초과하지 못할 가능성을 의미한다고 볼 수 있다. 즉, shortfall risk는 그 개념상 어떤 운영목표를 설정하느냐에 따라 그 기준이 달리 해석될 수 있다.

#### 3.2 Shortfall Risk 모형

SR 모형에 대해 간략하게 정리하면 다음과 같다.

R을 자산의 1기간 수익률이라고 하면, 수익률의 기대값과 분산은 아래와 같다.

$$\mu = E(R), \quad \sigma^2 = Var(R) \quad (3.1).$$

그리고 R은 정규분포를 따른다고 가정한다.

$$R \sim N(\mu, \sigma^2) \quad (3.2)$$

shortfall-risk를 계량화하기 위해 최소수익률을 m으로 표기하고, shortfall risk를 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$SR_m = P(R \leq m) \quad (3.3)$$

식(3.2)에서 R은 정규분포를 따르므로 식(3.3)은 표준정규분포의 표준값  $Z = \frac{X - \mu}{\sigma}$ 의 관계를 이용

하여  $R$  또는  $m$ 의 값을  $Z$ 로 환산하면 다음과 같은 식이 도출된다.

$$SR_m = P(R \leq m) = P\left(Z = \frac{R - \mu}{\sigma} \leq \frac{m - \mu}{\sigma}\right) \quad (3.4)$$

이는 shortfall-risk가 모수(parameter)인 평균과 표준편차에 의해 도출되는 ‘누적 정규 분포값’이라는 것을 알 수 있다.<sup>25)</sup> 또한, shortfall-risk  $SR_m$ 을 통제하기 위해 (small) 확률  $\epsilon$ 를 ‘허용위험의 크기’로 표시하면, shortfall-constraint는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$P(R \leq m) \leq \epsilon \quad (3.5)$$

따라서 shortfall-risk는 (small) 확률  $\epsilon$ 에 의해 제약(constraint) 또는 통제된다.

위의 식들과 국민연금이 전략적자산배분시에 반드시 만족시켜야 하는 ‘허용위험한도’인 “shortfall risk  $\leq 10\%$ ”<sup>26)</sup>의 산출식  $P(X < CPI) \leq 10\%$ 의 표기를 동일하게 하여 표시하면 다음과 같다.

$$CPI = m, \quad X = R, \quad 10\% = \epsilon, \quad E(R) = \mu$$

그러므로 식(3.4)는 다음의 식과 동일하다.

$$SR_{CPI} = P(X < CPI) = P\left(Z = \frac{X - \mu}{\sigma} \leq \frac{CPI - E(R)}{\sigma}\right) \quad (3.6)$$

그리고 식(3.6)는 아래와 같이 나타낼 수 있다.

$$[P(X < CPI) \leq 10\%] = \left[P\left(Z = \frac{CPI - E(R)}{\sigma}\right) \leq 10\%\right] \quad (3.7)$$

포트폴리오(portfolio)를 감안하여 식(3.7)을 다시 정리하면 아래와 같다.

$$[P(X < CPI) \leq 10\%] = \left[P\left(Z = \frac{CPI - E(R_p)}{\sigma_p}\right) \leq 10\%\right] \quad (3.8)$$

식 (3.8)은 현재 국민연금의 ‘허용위험한도’를 나타내는 식이다. 이는 shortfall risk에 가장 큰 영향을 미치는 것이 기대수익률  $E(R)$ , 물가상승률  $CPI$  그리고 변동성(위험)  $\sigma$ 임을 알 수 있다. 즉  $E(R)$ 이

25) 식(4) 계산은 엑셀의 NORMDIST 함수로 구할 수 있다.

26) 5년 동안 누적 운용수익률이 같은 기간의 누적 소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 10%이하로 통제하는 것을 말한다.

증가하거나 CPI가 감소하거나  $\sigma$ 가 작아지는 경우에 shortfall-risk는 감소하고,  $E(R)$ 이 감소하거나 CPI이 증가하거나,  $\sigma$ 가 커지는 경우에 shortfall-risk는 증가한다. 따라서 이 투입변수들의 변화에 따라 자산재배분(Rebalancing)이 이루어져 각 자산의 배분비중이 달라지기 때문에 이 변수들은 자산배분에서 굉장히 중요한 비중을 차지하고 있는 것이다.

현재 국민연금의 식(3.8)을 사용하여 포트폴리오의 5년간 누적운용수익률이 누적물가상승률을 초과하지 못할 가능성을 10% 이내로 통제하고 있다. 이하에서는 이들 투입변수로 인해 shortfall risk가 어떠한 한계를 보이는지를 분석한다.

### 3.3 CPI 상승시 shortfall risk

<표 3-1><sup>27)</sup>은 CPI의 변동전과 변동후 각 자산별 배분비중 및 기대수익률 등 투입변수의 값들을 보여주고 있다. 본 연구에서는 <표 3-1>에서 국내주식의 기대수익률이 9%이므로 국민연금의 국내주식의 기대수익률(GDP+CPI+Dividend)을 추정하기 위해 국민연금의 2012년 가정 GDP 전망치 4.20%와 CPI 전망치 3%를 감안하여 Dividend를 1.8%로 가정하였다.

<표 3-1> CPI의 변동에 따른 shortfall risk (CPI가 3% → 4%로 상승시) (단위: %)

구 분	배분비중	CPI의 변동이 없는 경우	CPI의 변동이 있는 경우
		기대수익률	기대수익률
국내주식	22	9.00	10.00
해외주식	13	7.25	7.25
국내채권	49	5.00	6.41
해외채권	4	4.75	4.75
대체투자	12	8.46	8.46
포트폴리오 기대수익률		6.58 (37.51)	6.80 (38.93)
포트폴리오 변동성		6.10 (13.64)	6.10 (13.64)
Dividend		1.80	1.80
CPI 전망치(국내)		3.00 (15.93)	4.00 (21.67)
GDP 전망치(국내)		4.20	4.20
<b>Shortfall Risk</b>		<b>5.68</b>	<b>10.27</b>

주: 1) 괄호( ) 안의 수치는 5년 누적으로 계산한 것이고,  $E(r_i)$ 은 기대수익률이다.

<표 3-1>에서 알 수 있듯이 CPI의 변동이 없는 경우에 shortfall risk는 5.68%로 통제 값인 10%안에 들어있어 안정적인 모습을 보이고 있다. 그러나 다른 변수들은 불변이라고 가정하고 CPI만이 3%에서 4%로 1%p 증가한 경우에 shortfall risk는 5.68%에서 10.27%로 급격히 증가하여 허용위험한도<sup>27)</sup>의 통제 값인 10%를 초과하고 있어 불안정한 모습을 보인다.

27) 이 표는 국민연금공단(2013)의 '기금운용방향과 자산배분'에 있는 데이터 및 참고자료를 이용하여 재정리 한 것이다.

이는 식(3.8)  $[P(X < CPI) \leq 10\%] = \left[ P\left(Z = \frac{CPI - E(R_p)}{\sigma_p}\right) \leq 10\% \right]$ 에 영향을 미치는 변수가  $CPI$ ,  $E(R_p)$ ,  $\sigma_p$ 이기 때문이다. 즉, shortfall risk(SR)가 커진 주된 원인은 CPI의 증가로 국내주식의 기대수익률 증가  $\rightarrow$  포트폴리오의 기대수익률이 증가하여 SR가 낮아지는 효과에 비해, 식(3.8)에 직접적으로 영향을 미치는 5년 누적 CPI 증가에 의해 SR이 커지는 효과가 훨씬 크기 때문이다. 실제로 CPI 1% 증가는 국내주식의 기대수익률 1%증가  $\rightarrow$  5년 누적 포트폴리오의 기대수익률이 37.51%에서 38.93%로 증가하여 shortfall risk의 하락 효과를 가져왔지만, 이에 비해 5년 누적 CPI가 15.93%에서 21.67%로 급격히 증가하여 CPI의 증가에 의한 SR 상승효과가 포트폴리오 기대수익률 증가에 의한 SR 하락효과를 상쇄하고도 훨씬 더 크기 때문에 일어나는 현상이다.

문제는 이렇게 shortfall risk가 커진 경우, 이를 낮추기 위해서는 포트폴리오의 변동성(위험)을 낮추는 방법이 포트폴리오 기대수익률에 영향을 미치는 개별자산의 배분비중이나 개별자산의 기대수익률을 증가시키는 방법보다 훨씬 더 효과가 크기 때문에 결국 변동성을 줄이기 위해 위험자산인 주식의 비중을 줄이고, 채권의 비중을 높이는 자산배분을 해야 한다는 점이다. 이는 물가상승시기에 오히려 물가상승에 취약한 채권의 비중이 높아지는 결과가 발생하여 자산배분의 결정에 딜레마가 발생되는데, 자산배분 측면에서 금리 하락기에 채권의 기대수익률이 하락하기 때문에 채권비중이 높은 경우 전체 포트폴리오의 기대수익률이 하락하게 되어 shortfall risk가 상승하게 되고, 이를 낮추기 위해 변동성을 줄여야 함으로, 채권비중을 다시 높여야 하는 문제가 발생한다.

### 3.4 채권의 기대수익률 하락시 shortfall risk

<표 3-2>는 100% 국내채권에 투자했을 경우를 가정하여 채권의 기대수익률 변화에 따라 shortfall risk가 어떻게 변동하는지를 보여주고 있다. 변수들은 국민연금의 2014년~2018년 국내채권의 수익률 추정치 3.75%~4.75%, CPI 2.9%, 변동성 2.6%을 가정한 자료를 토대로 산출하였다. <표 3-2>에서 채권의 기대수익률이 0.25%씩 감소할수록 shortfall risk는 급격하게 증가하는데, 이는 지금과 같이 저금리로 이어질 경우, 낮은 채권의 기대수익률로 인하여 shortfall risk 10%를 유지하기가 힘든 상황임을 알 수 있다.

<표 3-2> 채권의 기대수익률변화에 따른 shortfall risk의 변화 (단위: %)

구 분	배분 비중	기대수익률	기대수익률	기대수익률	기대수익률	기대수익률
국내주식	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
해외주식	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
국내채권	100	3.75	4.00	4.25	4.50	4.75
해외채권	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
대체투자	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
포트폴리오 기대수익률		3.75(20.21)	4.00(21.67)	4.25(23.13)	4.50(24.62)	4.75(26.12)

포트폴리오 변동성	2.60(5.81)	2.60(5.81)	2.60(5.81)	2.60(5.81)	2.60(5.81)
CPI 전망치	2.90(15.37)	2.90(15.37)	2.90(15.37)	2.90(15.37)	2.90(15.37)
<b>Shortfall Risk</b>	<b>20.24</b>	<b>13.93</b>	<b>9.07</b>	<b>5.58</b>	<b>3.22</b>

주: 괄호( ) 안의 수치는 5년 누적으로 계산

### 3.5 GDP 전망치 하락시 shortfall risk

<표 3-3>는 각 자산군의 기대수익률 및 투입변수들의 변동이 없는 경우와 변동이 있는 경우에 포트폴리오의 기대수익률에 따른 shortfall risk의 결과 값을 나타내고 있다.

<표 3-3><sup>28)</sup> shortfall risk의 착시효과 사례

(단위: %)

구 분	배분비중	기대수익률 (변동전)	기대수익률 (변동후)
국내주식	22	9.00	7.00
해외주식	13	7.25	5.25
국내채권	49	5.00	5.00
해외채권	4	4.75	4.75
대체투자	12	8.46	8.46
포트폴리오 기대수익률		6.58 (37.51)	5.88 (33.05)
포트폴리오 변동성		6.10 (13.64)	6.10 (13.64)
Dividend		1.80	1.80
CPI 전망치(국내)		3.00 (15.93)	3.00 (15.93)
GDP 전망치(국내)		4.20	2.20
GDP 전망치(해외)		4.20	2.20
<b>Shortfall Risk</b>		<b>5.68</b>	<b>10.47</b>

주: 괄호( ) 안의 수치는 5년 누적으로 계산

여기서 중요한 것은 위험자산에 대한 투자 비중을 늘리지 않고, 포트폴리오의 위험속성인 변동성(volatility)과 상관관계(correlation) 및 물가상승률(CPI) 전망치의 변화는 없는 상태에서 GDP 전망치의 하락만으로도 자산군의 기대수익률이 감소하여 shortfall risk가 급증한 상황이 발생되면, 포트폴리오의 risk 또는 위험자산비중이 증가한 듯한 오해를 불러일으킬 수 있다는 것이다. 이는 기금의 risk-taking이 확대된 것으로 보이는 착시효과(illusion effect)를 일으키게 되고, 결국 shortfall risk를 낮추기 위해 채권비중을 높여 변동성을 줄여야하는 문제를 야기하게 된다.

<표 3-3>에서는 국내외 GDP 전망치가 4.20%에서 2.20%로 각각 2%씩 감소하는 경우를 가정하였다. 이로 인해 국내외 주식의 기대수익률이 감소하여 포트폴리오의 기대수익률이 감소하게 되고, 결국 5년 누적 포트폴리오의 기대수익률이 37.51%에서 33.05%로 급감하여 변동후 shortfall risk는 변동전보다 급격히 증가하는 불안정한 모습을 보이고 있다. 즉, 변동성 등 위험이 없는 상황에서 단지 포트폴리오 기대수익률이 하락만으로도 risk 및 위험자산의 투자비중이 증가한 것처럼 보일 수 있는 것이다.

28) 이 표는 국민연금공단(2013)의 '기금운용방향과 자산배분'에 있는 데이터 및 참고자료를 이용하여 재정리 한 것이다.

앞서 살펴본바와 같이 위험지표인 shortfall risk에 문제점들이 발생하는 주된 원인은 국민연금의 기대수익률 산출체계, 즉, 위험자산(주식)의 기대수익률 산출시 보편적인 방법인 과거자료의 평균수익률이나 자산가격결정모형 등을 이용한 기대수익률을 사용하지 않고, GDP+CPI+Dividend을 사용하기 때문이기도 하지만, 근본적인 원인은 CPI기준 shortfall risk 산출식의 입력변수들이 서로 연동되어 움직이지 않고 각기 따로 작동되기 때문이라고 할 수 있다. 이로 인해 CPI의 상승이나 GDP의 하락시에 shortfall risk가 급격하게 상승하여 위험이 없음에도 마치 위험자산의 비중이 증가한 것처럼 보이는 착시효과가 발생하는데, 이것이 CPI기준 shortfall risk모형이 위험지표로서 한계를 보이는 이유이다.

## IV. Shortfall risk에 대한 대안

### 4.1 CAPM 및 피셔효과의 이용

이 장에서는 CPI기준 shortfall risk모형의 변수들 간에 연동성을 높이기 위해 CAPM을 이용하여 주식의 기대수익률을 도출하고, 이자율을 이용한 피셔효과 분석을 통해 얻은 추정치들을 CPI의 대용치로 사용한다. 다만, CAPM 및 피셔방정식은 재무학이나 경제학에서 이미 널리 잘 알려져 있는 중심적인 이론들이기 때문에 구체적인 수학적 도출과정은 생략하고 모형에 대해서만 개략적으로 설명하고자 한다.

### 4.2 CAPM(capital asset pricing model)

CAPM은 마코위츠가 개발한 포트폴리오이론의 연장선상에서 자본시장에서 균형이 달성되기 위한 자산의 시장위험과 기대수익률간의 관계를 제시하는 모형이다. 완전경쟁시장, 투자자들의 위험회피성, 평균-분산기준에 의한 효율적 분산투자, 자산수익률에 대한 투자자들의 동질적 기대, 무위험자산의 존재 등을 가정하여 샤프(F. Sharpe, 1964), 린트너(J. Lintner, 1965), 모쉴(J. Mossin, 1965)에 의해 제시되었다. CAPM의 의미는 시장베타(시장위험 또는 체계적위험)가 유일한 위험의 척도이고, 베타와 기대수익률 사이에는 양(+)의 선형관계가 존재하므로 베타가 증가하면 이에 대응하여 기대수익률이 선형적으로 증가해야 한다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta_i \quad (4.1)$$

$$= r_f + [E(r_m) - r_f] \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)} \quad (4.2)$$

단,  $r_f$ 는 무위험수익률,  $E(r_m)$ 은 시장포트폴리오의 기대수익률,  $\beta_i$ 는 자산 I의 베타계수,  $Cov(r_i, r_m)$ 는 자산 i의 수익률과 시장포트폴리오 수익률 간의 공분산,  $Var(r_m)$ 는 시장포트폴리오 수익률의 분산이다. 증권시장선은 기대수익률, 분산, 상관계수 등이 과거자료에 의해 추정될 수 있기 때문에 재무모형 중심이 아닌 현행 국민연금의 주식의 기대수익률산출체계(GDP+CPI+Dividend)는 재무이론에 기반한 CAPM으로 대체되어야 한다. 그래야 GDP의 감소나 CPI의 증가에 따른 국민연금의 위험지표인 CPI기준 shortfall risk모형을 안정적으로 구동시킬 수 있다. 문제는 피셔효과의 유효성여부이다. 이하에서는 피셔효과에 대해 살펴보고자 한다.

### 4.3 피셔효과에 의한 기대인플레이션의 예측

Fisher(1930)에 의해 명목이자율은 실질이자율과 기대인플레이션의 합으로 결정된다는 가설을 제기한 이후 명목이자율이 기대인플레이션과 1대1 관계를 갖는지에 대한 수많은 연구결과들이 보고되고 있다. 피셔가설은 다음과 같다.

$$i_{t,t+\tau} = r_{t,t+\tau} + E(\pi_{t,t+\tau} | \Omega_t) \quad (4.3)$$

$i_{t,t+\tau}$ 는  $t+\tau$ 시점이 잔존만기인 명목이자율,  $r_{t,t+\tau}$ 는 실질이자율,  $E(\pi_{t,t+\tau} | \Omega_t)$ 는 t시점에 이용가능한 정보집합  $\Omega_t$ 에 기초하여 형성된 t에서  $t+\tau$ 까지의 기대인플레이션율이다. 이는 기대인플레이션율의 상승이 같은 크기의 명목이자율 상승을 의미한다. Fisher(1930)의 최초연구 이후 많은 실증연구가 이루어져 왔다. 특히 Fama (1975)는 시장에서 명목이자율은 모든 이용가능한 정보를 반영하여 결정된다는 가정하에 피셔가설을 검증 가능한 형태로 재해석하였다. 식(4.3)에서 명목이자율  $i_{t,t+\tau}$ 는 t시점에서 관찰 가능한 값이지만 기대인플레이션율은  $E(\pi_{t,t+\tau})$ 는 t시점에서 관찰할 수 없어 검증이 불가능하다. 만일 기대인플레이션율이 이용한 정보의 집합을 사용하여 얻어진 최적 예측치와 동일하다면, 실제인플레이션율은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\pi_{t,t+\tau} = E_t(\pi_{t,t+\tau}) + \epsilon_{t,t+\tau} \quad (4.4)$$

(단,  $\epsilon_{t,t+\tau}$ 는 오차항으로 백색잡음)

식(5.4)를 정리하여 식(4.3) 대입하면

$\pi_{t,t+\tau} - \epsilon_{t,t+\tau} = E_t(\pi_{t,t+\tau}) = i_{t,t+\tau} - r_{t,t+\tau}$  이 되고, 재정리하면

$$i_{t,t+\tau} = r_{t,t+\tau} + \pi_{t,t+\tau} - \epsilon_{t,t+\tau} \quad (4.5)$$

실제 인플레이션을  $\pi_{t,t+\tau}$  는 t시점에서 관찰될 수 없고, 또한, 회귀식의 설명변수는 미래의 값이 될 수 없기 때문에 이 모형은 검증 가능한 형태로 변환하면 다음과 같다.

$$\pi_{t,t+\tau} = -r_{t,t+\tau} + i_{t,t+\tau} + \epsilon_{t,t+\tau} \quad (4.6)$$

단, 실제 인플레이션을  $\pi_{t,t+\tau}$  t에서 t+τ 사이에 발생한 것으로서 t+τ시점에 관찰된 인플레이션이고,  $\epsilon_{t,t+\tau}$  는 예측오차, 설명변수  $i_{t,t+\tau}$  는 t시점에 금융시장에서 결정되는 것이므로 t시점에 관찰가능하다. 따라서 식(4-6)을 회귀모형으로 표현하면 다음과 같다.

$$\pi_{t,t+\tau} = \gamma_0 + \gamma_1 i_t + \epsilon_{t,t+\tau} \quad (4.7)$$

이 식에서 피서효과를 충족시키는 계수의 조건 즉, 검증하고자 하는 가설은  $\gamma_1 = 1$ 과  $\gamma_0 < 0$ 이다. 만일  $H_0: \gamma_1 = 1$ 이 채택되면 단기 명목이자율이 기대인플레이션의

예측변수인 것으로 간주될 수 있다. 그러나 문제는 Mishkin(1992)이 지적한 바와 같이 식(4.5)과 같은 시계열변수(time series variable)가 안정적(stationary)이지 않을 경우에 가성회귀(spurious regression)가 될 수 있다는 것이다. 두 변수가 안정적이지 않을 경우에 공적분검정(cointegration test)을 실시해야 한다. 그 결과 공적분 관계가 없다면 각 변수의 차분값으로 식(4.7)를 추정할 수 있으며, 공적분 관계가 있다면 오차수정모형(error correction model)을 통해 추정해야 한다.

한편, 식(4.7)을 국민연금의 기대CPI 추정모형으로 사용하면 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$E(CPI_{t,t+\tau}) = \gamma_0 + \gamma_1 r_{f_t} \quad (4.8)$$

$$CPI_{t,t+\tau} = \hat{\gamma}_0 + \hat{\gamma}_1 r_{f_t} \quad (4.9)$$

$$r_{f_t} = \frac{CPI_{t,t+\tau} - \hat{\gamma}_0}{\hat{\gamma}_1} \quad (4.10)$$

식(4-9)을 Shortfall risk  $P(X < CPI) = P\left(Z = \frac{CPI - E(r_p)}{\sigma_p}\right)$  에 대입하면,

$$Z = \frac{CPI_{t,t+\tau} - E(r_{p_t})}{\sigma_{p_t}} = \frac{(\hat{\gamma}_0 + \hat{\gamma}_1 r_{f_t}) - E(r_p)}{\sigma_{p_t}} \quad (4.11)$$



식(4.10)과 식(4.11)이 의미하는 바는 CPI가 증가하더라도 무위험수익률  $r_f$ 가 증가하여 주식의 기대수익률(CAPM의 경우)과 자산배분 비중이 높은 채권수익률에 영향을 미쳐 결국 Shortfall risk가 안정적으로 실행될 수 있을 것으로 생각된다. 이하에서는 명목이자율  $i_t$ 가 기대인플레이션의 예측변수(predictor)로 사용될 수 있는지 다양한 분석을 통해 검증해 보고자 한다.

## V. 실증분석

### 5.1. 데이터 및 기초통계량

본 논문에서 사용하는 소비자물가지수(인플레이션) 및 이자율 자료는 한국은행의 경제통계시스템 (<http://ecos.bok.or.kr>)에서 추출한 1987년 1월부터 2014년 2월까지의 월별데이터(관찰치: 최소 169개, 최대 326개)이다. 분석에서 인플레이션율은 소비자물가지수를 로그차분(log difference)하여 구하고, 이자율은 CD91, CP91, 3~5년 국고채, 3년 만기 AA- 회사채 등 9개 종목의 이자율을 사용한다. 이렇게 장단기 이자율을 모두 사용하는 것은 국민연금이 Shortfall risk의 측정시 변수들에 대해 5년 누적으로 계산하기 때문이기도 하지만, 선행연구들이 가성회귀(spurious regression)문제에 대해 많은 논란을 야기하여 왔기 때문이다.

〈표 5-1〉 기초통계량(1987. 01~2014. 02)

	시작시점	평균	표준편차	왜도	첨도	J-B
CD 91	1991년 3월	7.8034	5.2471	0.9052	2.5593	39.926
CP 91	1994년 9월	6.8978	4.8990	1.8841	6.8684	284.355
IFD 1년	1991년 3월	7.9339	4.9095	0.7976	2.2953	34.975
MSB 1년	1987년 1월	8.7144	5.0108	0.3141	1.5408	34.285
CB 3년	1987년 3월	9.5789	4.8689	0.4775	2.1249	22.790
IFD 3년	1987년 1월	9.2478	4.8421	0.3938	1.8362	26.493
TB 3년	1995년 5월	6.3334	3.4464	1.2216	3.4046	57.752
TB 5년	1995년 5월	6.5779	3.3331	1.1649	3.4091	52.689
NHB 5년	1987년 1월	8.7983	4.2532	0.3172	1.6933	28.662
인플레이션율		4.1695	5.7601	0.9625	5.5337	137.117

주) 월간데이터이며, 연간 백분율로 표시하였다. CD(양도성예금증서), CP(기업어음), MSB(통화안정증권), IFD(산업금융채), TB(국고채), CB(회사채), NHB(국민주택채권)이다. 인플레이션율은 소비자물가지수(CPI)를 로그차분하여 1,200을 곱한 값이다. Jarque-Bera는 정규성검증통계량이며, 괄호( ) 안의 값은 유의수준이다. 이때의 귀무가설은 “실증분포는 정규분포한다”이다. Jarque-Bera 통계량의 p-값은 모든 자료에서 0.0000에 근사하므로 귀무가설이 기각된다.

〈표 5-2〉 기초통계량(1995. 05~2014. 02)

	시작시점	평균	표준편차	왜도	첨도	J-B
CD 91	1995년 5월	6.1687	4.1888	1.6440	5.9746	204.577
CP 91	1995년 5월	6.5742	4.6630	2.1940	8.6834	485.499
IFD 1년	1995년 5월	6.3872	3.8772	1.5053	4.5654	95.094
MSB 1년	1995년 5월	6.1182	3.5370	1.1746	3.0864	52.040
CB 3년	1995년 5월	7.2280	3.7212	1.6440	6.3181	205.487
IFD 3년	1995년 5월	6.8388	3.6167	1.3991	4.5654	95.094
TB 3년	1995년 5월	6.3340	3.4464	1.2216	3.4046	57.752
TB 5년	1995년 5월	6.5779	3.3331	1.1649	3.4091	52.689
NHB 5년	1995년 5월	6.6260	3.0426	1.1148	3.4598	48.807
인플레이션율	1995년 5월	3.1575	5.3284	1.0871	7.0497	198.071

주) 기초통계량의 연도에 따른 차이를 비교하기 위해 1995년 5월부터의 자료로 분석한 결과표이다.  
Jarque-Bera 통계량의 p-값은 모든 자료에서 여전히 0.0000에 근사하므로 귀무가설이 기각된다.

<표 5-1>과 <표 5-2>를 비교해보면 표<5-2>의 평균과 표준편차가 감소하고 있다. 이는 저금리 시대로 접어들고 있다는 것을 암시한다. 또한 이자율에 비해 인플레이션율의 변동성이 높은 것은 70년대 이후 원유 등 국제원자재 가격의 빈번한 급등락이 인플레이션에 영향을 미치는 주요인으로 보여 진다.

## 5.2 데이터의 안정성 검정

데이터의 안정성 여부를 판단하기 위해 먼저 단위근 검정(unit root test)을 실시한다. 검정 방법으로는 ADF(augmented Dickey-Fuller), PP(Phillips-Perron), 두 종류의 단위근 검정법을 사용하였고, 검정에는 상수항과 추세항(시간추세)을 포함하였다. <표 5-3>는 이자율 및 인플레이션율에 대한 단위근 검정결과를 나타내고 있다.

〈표 5-3〉 단위근 검정

검정방법 데이터		ADF		PP	
		t-값	차분값	t-값	차분값
이 자 율	CD 91	-3.6381 (0.0285) (0.0051)		-1.8560 (0.0606)*	-10.4656 (0.0000)
	CP 91	-3.8778 (0.0145) (0.0074)		-1.9367 (0.0506)*	-11.7161 (0.0000)
	IFD 1년	-4.0870 (0.0074) (0.0010)		-1.9917 (0.0446)	
	MSB 1년	-6.6004 (0.0313) (0.0006)		-3.3003 (0.1318) (0.0148)	-12.2538 (0.0000)
	CB 3년	-3.8780 (0.0140) (0.0040)		-3.6372 (0.0282) (0.0029)	
	IFD 3년	-3.1011 (0.1078) (0.0036)	-15.6763 (0.0000)	3.2164 (0.0830)* (0.0082)	-15.7981 (0.0000)
	TB 3년	-3.4659		-2.1984	

		(0.0457) (0.0067)		(0.0272)	
	TB 5년	-3.1543 (0.0966) *	-9.7794 (0.0000)	-2.0258. (0.0413)	
	NHB 5년	-3.4436 (0.0475) (0.0011)		3.2379 (0.0789) * (0.0071)	-12.9158 (0.0000)
인 플 레 이션 을	월별	-12.1317 (0.0000) (0.0000)		-12.8092 (0.0000) (0.0003)	
	3개월	-3.7608 (0.0199) (0.0062)		-5.9766 (0.0000) (0.0027)	
	1년	-3.4836 (0.0430) (0.0034)		-3.8027 (0.0176) (0.0158)	
	3년	-1.6882 (0.0865) *	-13.3508 (0.0000)	-1.7095 (0.0828) *	-13.1669 (0.0000)
	5년	-2.4954 (0.0125)		-2.7366 (0.0062)	

주) ADF와 PP검정 통계량 아래 첫 번째 괄호안의 값은 유의확률(p-value)로 이 값이 0.05보다 작으면 5% 유의수준에서 단위근이 있다는 귀무가설이 기각된다. 괄호 오른쪽 위 스타 \* 표시는 10% 유의수준에서 귀무가설이 기각된다. 두 번째 괄호안의 값은 시간추세(time trend)의 유의확률이다. 이 값이 0.05보다 작으면 시간추세가 존재한다는 것을 의미하고, 이 값보다 크면 귀무가설은 기각된다. ADF 검정법에서 시차는 Schwartz information criterion을 사용하였고, PP 검정에서는 Bartlett kernel을 사용하고 시차는 Newey-West 방법을 적용하였다.

IFD 3년을 제외한 모든 이자율과 인플레이션율의 ADF 및 PP검정 통계량은 모두 5% 유의수준에서 귀무가설을 기각(단, TB 5년, 인플레이션율 3년은 유의수준 10%에서 기각)하여 단위근이 없다는 것을 보여주지만, 반면 대부분이 시간추세(time trend)를 갖고 있으므로 이 결과는 공통 시간추세에 기인한 것일 수도 있다.

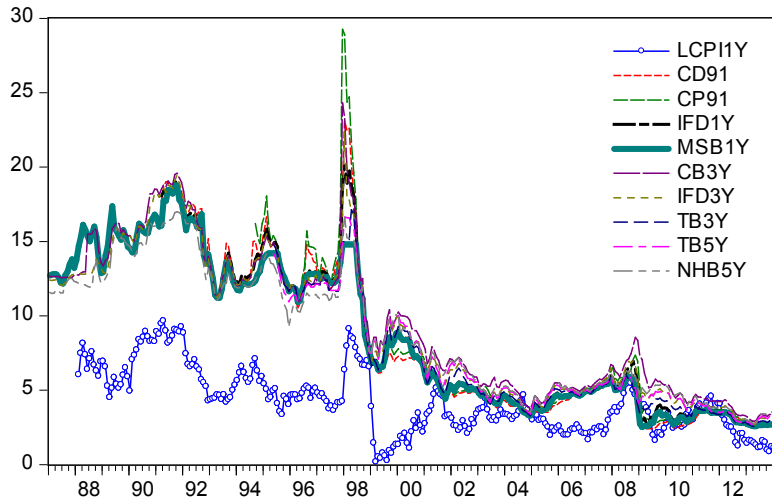
선행연구들은 이자율과 인플레이션율 모두 I(1), 또는 I(0)라고 하는 주장과 이자율은 I(1), 인플레이션율은 I(0)이라고 하는 주장들이 팽배해있지만, 본 검정결과에서는 가장 많이 사용하는 ADF검정방법으로만 볼 때 전반적으로 이자율과 인플레이션율 모두 I(0)으로 보여진다. 본 연구의 목적이 안정성 여부를 규명하는 것이 아니므로 추정한 검정결과를 가지고 피셔효과를 검정하는 변수들을 선택한다. 최소한 이자율과 인플레이션율 모두가 I(1)은 아니라고 판단되기 때문에 가성회귀(spurious regression)문제는 발생되지 않을 것으로 보이므로 식(5-8)을 추정하여 피셔효과를 증명할 것이다. 그리고 이전 연구들과의 비교를 위해 공적분검정도 실시한다.

### 5.3 피셔효과 모형의 검정

<표 5-3>의 단위근 검정결과를 토대로 피셔효과를 검정하기 위해 식(4.8)을 검정한다. 다만, 추정에서는 두 변수 모두 확률추세(stochastic trend가 있는 경우, 변수들을 차분(differencing)하여 추정한 결과 값을 보여주고, 두 변수 모두 시간추세가 있는 경우에도 시간추세를 제거하는 디트렌딩(detrending) 방법을 사용한다. 또한, 중첩된 인플레이션 때문에 잔차가 상당히 강한 자기상관성을 가질 수 있으므로 이를 해결위해 Newey-West의 이분산 자기상관 일치추정량(HAC)을 사용한다.

추정에 앞서 인플레이션율과 이자율의 추세를 그림으로 나타낸 것이 [그림 5-1]이다. 두 변수 모두 전반적으로 하락하는 추세를 보이고 있으며, 같은 방향으로 움직이는 경향이 있는 것으로 보여 진다.

[그림 5-1] 인플레이션율과 이자율 추이



<표 5-4>는 시간추세를 제거한 후의 결과 값을 보여주고 있다. 설명력은 10~40%를 나타내고 있지만<sup>29)</sup> 전반적으로 피셔효과<sup>30)</sup>의 추정식을 어느 정도 만족시키고 있다. 먼저 상수  $\gamma_0$ 가 0보다 작은 값 (-)을 나타내고 있고, 독립변수의 계수  $\gamma_1$  도 1보다는 작지만 전반적으로 유의하게 0.1~0.5사이에 있다. 따라서 부분적인 피셔효과(Fisher effect)가 존재한다는 것을 알 수 있다.

<표 5-4> 피셔효과 모형의 추정 결과 (시간추세 제거)표 19

설명변수	$\gamma_0$	(t 값)	$\gamma_1$	(t 값)	$\bar{R}^2$	F
CD 91	-0.0641	(-0.23)	0.4674***	(2.79)	0.1092	34.7086***
CP 91	-0.1988	(-0.68)	0.3608**	(2.30)	0.0975	26.1809***
IFD 1년	-0.0600	(-0.36)	0.3643***	(5.13)	0.3043	121.2621***
MSB 1년	-0.0552	(-0.34)	0.3900***	(4.70)	0.2453	102.4092***
CB 3년	-0.0480	(-0.47)	0.1829***	(3.25)	0.2450	94.4360***
IFD 3년	-0.0681	(-0.68)	0.2104***	(4.17)	0.2870	115.3174***
TB 3년	-0.1955	(-1.98)	0.2141***	(4.40)	0.2418	72.7467***
TB 5년	-0.0148	(-2.06)	0.2175***	(4.87)	0.3618	128.5460***
NHB 5년	-0.0072	(-0.10)	0.2526***	(5.09)	0.3529	145.6333***

29) 추세를 제거하지 않은 상태에서 회귀분석에 의해 추정된 결과, 모든 변수 대부분이 유의하게 나타나고, 설명력도 10~80% 사이에서 높게 나타났다.

CB 3년 vs LCPI 1년	-0.0555 (-0.35)	0.3348*** (4.42)	0.2580	109.4591***
IFD 3년 vs LCPI 1년	-0.0491 (-0.30)	0.3435*** (5.04)	0.2480	102.6023***
TB 3년 vs LCPI 1년	-0.1874 (-0.10)	0.3292*** (3.31)	0.1613	44.2795***
NHB 5년vs LCPI 1년	-0.0536 (-0.32)	0.3981*** (4.57)	0.2076	82.7312***
TB 5년vs LCPI 1년	-0.1874 (-0.98)	0.3225*** (3.15)	0.1380	37.0016***

$$\pi_{t,t+\tau} = \gamma_0 + \gamma_1 i_t + \epsilon_{t,t+\tau}$$

주) \*는 10%, \*\*는 5%, \*\*\*는 1%의 유의수준에서 유의함을 나타낸다.  
추정식의 귀무가설  $H_0: \gamma_0 < 0, \gamma_1 = 1$ 이다. OLS로 추정할 경우 잔차는 강한 자기상관성을 가질 가능성이 높기 때문에 Newey-west의 이분산 자기상관 일치추정량(HAC)으로 구하였다.

## 5.4 공적분검정

<표 5-5>는 Johansen의 공적분 검정방법을 사용하여 얻는 결과를 보여주고 있다. TB 3년과 NHB 5년을 제외한 대상변수들 중 CP 91, IFD 1년, TB 5년에서만 추세 없이 상수항만을 포함시켰을 때 공적분벡터가 0개라는 귀무가설과 공적분벡터가 1개라는 귀무가설이 기각된다. 그러나 상수항(intercept)과 추세(trend)를 포함시켜 검정하면 TB 3년과 NHB 5년을 제외한 모든 변수들에서 공적분벡터가 0개라는 귀무가설은 기각되지만 1개라는 귀무가설은 기각되지 않는다.

〈표 5-5〉 피셔효과에 대한 공적분 검정

대상변수	$H_0$ : 공적분관계 0개			$H_0$ : 공적분관계 1개		
	Eigen value	Trace Statistics	Prob	Eigen value	Trace Statistics	Prob
CD 91, LCPI 03	0.2342	76.0423	0.0000	0.0137	3.7377	0.0532
	0.2343	83.2878	0.0000	0.0394	10.9083	0.0915
CP 91, LCPI 03	0.2286	66.1345	0.0000	0.0288	6.7022	0.0095
	0.2294	72.1253	0.0000	0.0528	12.4355	0.0516
IFD 1년, LCPI 1년	0.0648	22.3776	0.0039	0.0155	4.2233	0.0399
	0.0648	30.3518	0.0129	0.0439	12.1820	0.0569
MSB 1년, LCPI 1년	0.0797	27.7144	0.0005	0.0060	1.8709	0.1714
	0.0851	37.3065	0.0012	0.0305	9.9618	0.1439
CB 3년, LCPI 3년	0.0668	21.2979	0.0059	0.0050	1.4521	0.2282
	0.0846	307357	0.0114	0.0185	5.3516	5.4567
IFD 3년, LCPI 3년	0.0566	17.8197	0.0219	0.0046	1.3197	0.2506
	0.0696	25.5678	0.0545	0.0180	5.1549	0.5743
TB 3년, LCPI 3년	0.0607	18.7032	0.0158	0.0206	4.6674	0.0307
	0.0703	24.2881	0.0777	0.0349	7.9502	0.2558

TB 5년, LCPI 5년	0.0805	23.3948	0.0025	0.0202	4.5797	0.0323
	0.0899	28.7258	0.0215	0.0334	7.6111	0.2851
NHB 5년, LCPI 5년	0.0549	19.4040	0.0122	0.0171	4.5523	0.0329
	0.0698	25.2544	0.0585	0.0234	6.2312	0.4314
CB 3년, LCPI 1년	0.0932	32.5634	0.0001	0.0068	2.1286	0.1446
	0.1079	47.7611	0.0000	0.0386	12.2575	0.0552
IFD 3년, LCPI 1년	0.0860	28.8489	0.0003	0.0040	1.2236	0.2687
	0.0910	39.4465	0.0006	0.0325	101511	0.1205
TB 3년, LCPI 1년	0.0880	26.8185	0.0007	0.0272	6.1737	0.0130
	0.0880	32.6756	0.0051	0.0523	12.0307	0.0602
NHB 5년, LCPI 1년	0.0800	27.2275	0.0006	0.0041	1.2884	0.2563
	0.0884	40.2174	0.0004	0.0360	11.4172	0.7508
TB 5년, LCPI 1년	0.0800	23.9505	0.0021	0.0232	5.2568	0.0219
	0.0801	30.0403	0.0143	0.0494	12.5179	0.0780

주) 각 대상변수 오른쪽 셀의 위쪽은 부분은 상수항을 포함시킨 결과값이고, 아래쪽 부분은 상수항과 추세를 포함시킨 결과값이다. Prob는 유의확률(p-value)이다. Trace statistics의 5% 임계치는 추세(trend)가 없는 경우 공적분백터가 0개이면 15.495이고, 1개이면 3.841이다. 추세(trend)가 있는 경우 공적분백터가 0개이면 25.872이고, 1개이면 12.518이다.

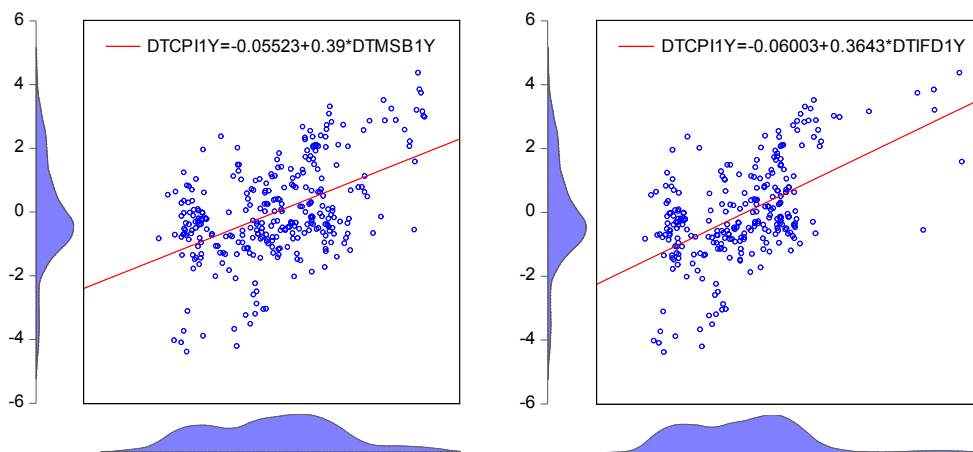
이러한 추정 결과는 이자율과 인플레이션을 간에 장기적 균형관계인 공적분관계가 존재한다는 것을 의미하며, 이는 피셔효과(Fisher effect)가 존재한다는 것을 보여주는 것이다. 따라서 완전하지는 않지만 명목이자율은 기대인플레이션의 예측변수인 것으로 간주될 수 있다.

## 5.5 피셔효과의 적용

앞서 피셔효과(Fisher effect)의 분석을 통해 어느 정도 명목이자율(무위험이자율)이 기대인플레이션의 예측변수로 사용될 수 있음을 알았다. 특히 IFD 1년과 MSB 1년이 피셔효과를 가장 잘 예측하는 것으로 판단되므로 이들 이자율의 추정 계수( $\gamma_0 = 0$ ,  $\gamma_1 = 0.4$ )를 이용하여 국내 주식의 기대수익률(CAPM)과 국내 채권의 기대수익률에 적용하여 각각의 포트폴리오 기대수익률을 구한 후 CPI기준 Shortfall risk의 식(3.6)에 피셔효과를 접목시킨 식(4.11)를 활용하여 Shortfall Risk가 잘 연동되어 움직이는지를 살펴보고자한다.

[그림 5-2]는 MSB 1년과 IFD 1년의 회귀모형 및 Scatter에 대한 결과를 보여주고 있다. 이 결과는 인플레이션율과 이자율 간에 양(+)의 상관관계가 존재한다는 것을 알 수 있다.

[그림 5-2] MSB 1년과 IFD 1년의 회귀모형 및 Scatter



### (1) 국내 채권의 기대수익률 산출

현재 국민연금의 국내 채권의 기대수익률 산출체계는 Risk Free Rate( $r_f$ )+단순 Spread이다. 식(4.9)

$CPI_{t,t+\tau} = \hat{\gamma}_0 + \hat{\gamma}_1 r_{f_t}$  은 식(4.10)  $r_{f_t} = \frac{CPI_{t,t+\tau} - \hat{\gamma}_0}{\hat{\gamma}_1}$  로 변환시킬 수 있다. 위 식의 중요한 의미는 CPI가 증가하더라도  $r_f$ 가 증가하기 때문에 Shortfall risk를 안정시킬 수 있다는 점이다. 국민연금의 국내 채권의 기대수익률은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$E(r) = \frac{CPI_{t,t+\tau} - \gamma_0}{\gamma_1} + \text{단순 Spread} \quad (5.1)$$

(단,  $\gamma_0 = 0$ ,  $\gamma_1 = 0.4$ 를 적용)

그러나 문제는 독립변수인 무위험이자율의 계수( $\gamma_1 = 0.4$ )를 적용하면 과대추정(overestimation)의 문제가 발생될 수 있다는 점이다.<sup>30)</sup> 앞서 국민연금의 자료(CPI=3%, 채권의 기대수익률=5%)를 토대로 산출해 보면,

$$E(r) = \frac{CPI_{t,t+\tau} - \gamma_0}{\gamma_1} + \text{단순 Spread} = \frac{0.03 - 0}{0.4} + \text{단순 Spread} = 5\% \text{가 되어야 한다.}$$

하지만, 단순스프레드를 감안하지 않더라도  $\gamma_1 = 0.4$ 를 적용하면 아래와 같이 무위험이자율  $r_f$ 는 7.5%가 되기 때문에 요즘 같은 저금리 시대에는 적용시키기가 곤란하다.

30) Fama(1975)의 회귀분석 결과는 전체기간에서 계수의 추정치가  $\gamma_0 = -0.00070$ ,  $\gamma_1 = 0.98$ 이었다.

$$r_f = \frac{CPI_{t,t+\tau} - \gamma_0}{\gamma_1} = \frac{0.03 - 0}{0.4} = 0.075 = 7.5\%$$

사실 위 무위험이자율 7.5%는 <표 6-1> 기초통계량(1987. 01~2014. 02)의 전체 종목의 이자율 평균 7.99% 및 IFD 1년과 MSB 1년 두 종목의 평균 8.32%, 그리고 <표 6-2> 기초통계량(1995. 05~2014. 02)의 전체 종목의 이자율 평균 6.54% 및 IFD 1년과 MSB 1년 두 종목의 평균 6.25%를 감안하면 적절한 결과 값으로 볼 수 있지만, 현실 적용에는 한계가 있다. 국민연금의 CPI 3%, 채권의 기대수익률 5%<sup>31)</sup>를 가정하면 계수  $r_1^*$ 의 값은 0.6~0.7이 적정하다고 생각된다.

$$\text{즉, } r_f = \frac{CPI_{t,t+\tau} - \gamma_0}{\gamma_1} = \frac{0.03 - 0}{0.6} = 5\%, \quad r_f = \frac{0.03 - 0}{0.7} = 4.29\%$$

결국, 적정 계수  $r_1^*$ 의 값을 어떻게 조정하는가에 따라 채권의 기대수익률에 영향을 미칠 것이다. 또한, 이 계수 값은 뒷장에서 설명할 CAPM 식에도 영향을 미치게 된다. 이는 Shortfall risk에도 영향을 미치게 됨으로 자산배분에서 굉장히 중요한 변수로 작용될 수 있다.

## (2) 국내 주식의 기대수익률 산출

현재 국민연금의 국내 주식의 기대수익률은 실질GDP+CPI+Dividend로 산출한다. 이 산출 방식은 앞서 살펴본바와 같이 많은 문제점을 야기 시키고 있다. 특히, Risk는 없지만 GDP의 감소시 기대수익률이 감소하여 Shortfall risk 커지는 문제점이 발생된다. 따라서 Shortfall risk식에 잘 연동시키기 위해서는 CAPM, 즉,  $E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f]\beta_i$ 을 사용해야한다.

여기서 CAPM의 무위험이자율  $r_f$ 는  $\frac{CPI_{t,t+\tau} - \gamma_0}{\gamma_1}$ 으로 도출될 수 있으므로 주식의 포트폴리오 기대수익률은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$E(r_p) = \frac{CPI_{t,t+\tau} - \gamma_0}{\gamma_1} + \left[ E(r_m) - \frac{CPI_{t,t+\tau} - \gamma_0}{\gamma_1} \right] \beta_p \quad (5.2)$$

식(5.2)가 의미하는 바는 주식의 기대수익률에도 CPI가 고려된다는 점이고, GDP가 배제되어 있기 때문에 Shortfall risk가 정상적으로 작동될 것이라는 점이다.

식(5.2)에서 시장포트폴리오의 기대수익률  $E(r_m)$ 은 KOSPI 수익률을 대용치로 사용하여 도출할 수 있다. <표 5-6>은 KOSPI의 기간별 기초통계량을 나타내고 있다. 전체 평균은 5.02%이지만, 2000년도

31) 국민연금의 채권의 기대수익률에는 단순 spread가 포함되어 있다. 본 연구에서는 <표 5-2>의 기초통계량(1995. 05~2014. 02)을 토대로 회사채 수익률의 평균값 7.23에서 전체 이자율의 평균값 6.54%를 차감한 약 0.7%를 단순 spread로 가정하였다. 참고로 회사채 3년과 국채 3년, 국채 5년과의 스프레드는 각각 0.89%, 0.65%이다.



까지는 우리나라의 자본시장이 완전히 개방되지 않았다는 점을 고려하여 본 연구에서는 1993년부터 2013년까지의 세분화된 기간별 평균값 중에서 가장 낮은 전체의 평균값과 가장 높은 5년 평균을 제외한 10년과 15년의 가중평균값인 9.0%를 시장포트폴리오 기대수익률의 추정치로 가정한다.

〈표 5-6〉 KOSPI의 기간별 기초통계량

	1993~2013 (전체)	1999~2013 (15년)	2004~2013 (10년)	2009~2013 (5년)
평균	5.0164	8.8812	9.0894	11.5706
관찰치	251	180	120	60

주) 한국은행의 1993~2013년까지의 월별데이터를 가지고 로그차분한 후 연율로 환산하여 산출하였음.

문제는 국민연금의 전체 주식투자 종목에 대한 데이터가 공개되지 않는 상황에서 시장베타  $\beta_c$ 를 구하기가 쉽지 않다는 점이다. 그러나 전반적인 국민연금의 입장을 살펴보면 어느 정도는 시장베타에 대해 유추해 볼 수 있다.

첫째, 재무이론에서 잘 분산된 시장포트폴리오의 베타는 1이다. <표 6-8>는 2009~2013년까지의 국민연금의 지분을 5%이상 주식종목수와 국내주식 보유현황 및 KOSPI시장에 상장된 주식 종목수를 나타내고 있다. 2013년도를 보면 국민연금은 713개로 거의 모든 종목에 투자하고 있다는 것을 알 수 있다. 그 만큼 잘 분산된 주식 포트폴리오를 구성하고 있고, 또한, 국민연금이 보수적으로 자산운용을 한다는 점을 고려할 때 국민연금의 주식 포트폴리오의 베타값은 1에 근접한 09~1.1사이에 있을 것으로 추정된다.

〈표 5-7〉 국민연금의 국내주식 보유현황<sup>32)</sup>

보유연도	주식투자 기업수	주식종목수				
		10%이상	5%이상	3%이상	1%이상	1%이하
2013	712 (918)	0	239	128	153	138
2012	641 (930)	0	218	120	136	122
2011	591 (938)	0	173	122	157	101
2010	563 (927)	0	139			
2009	581 (925)	0	84			

<sup>32)</sup>주) 괄호 안은 KOSPI시장에 상장된 종목수

둘째, 통상 공적연기금의 내부운용(직접운용)은 패시브투자(passive) 방식을, 외부위탁운용은 액티브투자(active) 방식을 주로 채택하고 있는데, 연기금의 투자정책을 논할 때 베타는 패시브 운용, 알파는 액티브 운용으로 통용되고 있다. 여기서 베타는 벤치마크 지수와 동일한 성과를 내도록 하는 운용방식을 의미하는데, 만일 벤치마크 지수가 종합주가지수(KOSPI)라면 베타 1을 의미한다. 즉, 체계적 위험과 동일한 위험을 지불하면 시장을 추적하도록 설계되는 전략이다. 따라서 국민연금의 내부운용은 패

32) 데이터는 “2013 국민연금 기금운용보고서(개정판)” 및 “2013 상반기 국민연금 기금운용 성과평과 보고서”, 그리고 [www.nps.or.kr](http://www.nps.or.kr), 한국은행경제통계시스템에서 추출하였다.

시브 운용이라고 볼 때 베타값은 1에 근접될 것으로 추정할 수 있다.

셋째, 연기금의 성과평가에 있어 특히 위험을 조정한 성과지표(risk adjusted performance measures)로 샤프척도(Sharpe measure), 트레이너척도(Treynor measure), 켄센척도 등이 사용되는데, 트레이너척도는 증권시장선에 근거하여 체계적위험인 베타계수를 기준으로 운용성결과를 평가하는 방법이다.

$$\text{트레이너 척도} = \frac{\overline{R_p} - \overline{R_f}}{\beta_p}$$

그런데 위 식의 분모에 베타가 있으므로 성과평가지 베타값이 크면 성과가 줄어들기 때문에 연기금의 입장에서는 되도록 베타값을 줄이려고 노력할 것이라는 점을 감안하면 베타값은 1 또는 1보다 낮을 것으로 예상할 수 있다.

이제 앞서 살펴본 피셔효과에 의한 추정치  $\gamma_0 = 0$ ,  $\gamma_1 = 0.7$ , CPI 3.0%, 추정 시장포트폴리오의 기대수익률  $E(r_m)$ 은 9.0% 그리고 시장베타 0.9, 1, 1.1을 이용하여 식(5.2)에 대입하면 아래와 같이 주식의 기대수익률이 추정될 수 있다.

$$\begin{aligned} E(r_p) &= \frac{CPI_{t,t+\tau} - \gamma_0}{\gamma_1} + \left[ E(r_m) - \frac{CPI_{t,t+\tau} - \gamma_0}{\gamma_1} \right] \beta_p \\ E(r_p) &= \frac{0.03 - 0}{0.7} + \left[ 0.09 - \frac{0.03 - 0}{0.7} \right] \times 0.9 = 8.53\% \\ E(r_p) &= \frac{0.03 - 0}{0.7} + \left[ 0.09 - \frac{0.03 - 0}{0.7} \right] \times 1 = 9.00\% \\ E(r_p) &= \frac{0.03 - 0}{0.7} + \left[ 0.09 - \frac{0.03 - 0}{0.7} \right] \times 1.1 = 9.47\% \end{aligned}$$

<표 5-8>는 베타 및 CPI의 변화에 따른 포트폴리오의 기대수익률 및 무위험수익률을 나타내고 있다. 전반적으로 포트폴리오의 기대수익률이 급격히 변화하지 않고 안정적으로 움직이고 있다는 것을 알 수 있다.

<표 5-8> 베타 및 CPI에 따른 주식 포트폴리오의 기대수익률과 무위험수익률

$\gamma_0 = 0$ ,  $\gamma_1 = 0.7$ ,  $E(r_m) = 9\%$  단위(%)

		소비자물가상승률(CPI)				
		0.01 (0.014)	0.02 (0.029)	0.03 (0.043)	0.04 (0.057)	0.05 (0.071)
베타	0.8	0.075	0.078	0.081	0.083	0.086
	0.9	0.082	0.084	0.085	0.087	0.088
	1.0	0.090	0.090	0.090	0.090	0.090
	1.1	0.098	0.096	0.095	0.093	0.092
	1.2	0.105	0.102	0.099	0.097	0.094

주) 셀 안의 값은 포트폴리오의 기대수익률이고, 괄호 안의 값은 각 CPI에 따른 무위험수익률이다.

이하에서는 지금까지 살펴본 채권의 기대수익률 추정 모형과 주식의 기대수익률 추정 모형을 가지고 Shortfall risk 모형에 접목시켜 변경전과 변경후의 관계를 살펴본다.

## 6.6 추정방식의 변경전후 Short risk 비교

<표 5-9>은 CPI의 변동이 없는 경우에 기존방식과 신규방식에서 Shortfall risk가 어떻게 반응하는지를 비교한 것이다. 이 분석에서 신규 방식에는 투자비중이 가장 높은 국내채권과 국내주식만을 고려하였고, 베타의 크기(1.0, 0.9, 1.1)에 따른 Shortfall risk의 변화를 보기 위해 3개의 기대수익률로 구분하였다. 또한, 포트폴리오의 변동성은 6.1%, CPI는 3.0%를 가정하였다.

전반적으로 기존방식도 안정적이고, 신규방식도 베타의 크기에 상관없이 Shortfall risk가 안정적임을 알 수 있다. 또한, <표 5-9>에는 나타나있지 않지만 베타를 0.8로 가정하였을 경우에도 Shortfall risk는 6.93%로 안정적이었다.

<표 5-9> CPI의 변동이 없는 경우

(단위: %)

구 분	배분비중	기존 방식	신규 방식		
		$E(r_i)$	$E(r_i) : \beta_{1.0}$	$E(r_i) : \beta_{0.9}$	$E(r_i) : \beta_{1.1}$
국내주식	22	9.00	9.00	8.53	9.47
해외주식	13	7.25	7.25	7.25	7.25
국내채권	49	5.00	4.99	4.99	4.99
해외채권	4	4.75	4.75	4.75	4.75
대체투자	12	8.46	8.46	8.46	8.46
포트폴리오 기대수익률		6.58 (37.51)	6.57 (37.46)	6.47 (36.80)	6.67(38.13)
포트폴리오 변동성		6.10 (13.64)	6.10 (13.64)	6.10 (13.64)	6.10 (13.64)
Dividend		1.80			
CPI 전망치(국내)		3.00 (15.93)	3.00 (15.93)	3.00 (15.93)	3.00 (15.93)
GDP 전망치(국내)		4.20			
<b>Shortfall Risk</b>		<b>5.68</b>	<b>5.72</b>	<b>6.30</b>	<b>5.18</b>

주: 1) 괄호( ) 안의 수치는 5년 누적으로 계산한 것이고,  $E(r_i)$ 은 기대수익률이다.

2) 신규방식에는 실질이자율  $\gamma_0 = 0$ , 무위험수익률의 계수  $\gamma_1 = 0.7$ , 단순 Spread=0.7%, 시장포트폴리오의 기대수익률  $E(r_m) = 9\%$ 를 적용하였다.

<표 5-10>은 CPI가 3%에서 4%로 1%p 상승한 경우의 Shortfall risk의 변화를 보여주고 있다. 기존 방식에서는 Shortfall risk가 급격하게 증가하여 불안정한 모습을 보이고 있지만, 신규방식에서는 베타의 크기에 상관없이 Shortfall risk가 전반적으로 안정적으로 움직이고 있다.

또한, <표 5-10>에는 나타나있지 않지만 CPI를 3%에서 5%로 2%p 상승시킨 경우에도 Shortfall risk는 베타 1, 0.9, 1.1에서 각각 8.07%, 8.37%, 7.7%로 국민연금의 통제 값인 10%안에서 움직였다.

즉, 신규방식은 안정적이라는 것을 알 수 있다.

참고로 CPI가 하락하면 Shortfall risk모형 식<sup>33)</sup>에서 알 수 있듯이 Shortfall risk는 당연히 감소한다.

〈표 5-10〉 CPI의 변동이 있는 경우 (CPI가 3% → 4%로 1%p 상승시)

(단위: %)

구 분	배분비중	기존 방식	신규 방식		
		$E(r_i)$	$E(r_i) : \beta_{1.0}$	$E(r_i) : \beta_{0.9}$	$E(r_i) : \beta_{1.1}$
국내주식	22	10.00	9.00	8.67	9.33
해외주식	13	7.25	7.25	7.25	7.25
국내채권	49	5.00	6.41	6.41	6.41
해외채권	4	4.75	4.75	4.75	4.75
대체투자	12	8.46	8.46	8.46	8.46
포트폴리오 기대수익률		6.80 (38.93)	7.27 (42.04)	7.20 (41.56)	7.34 (42.52)
포트폴리오 변동성		6.10 (13.64)	6.10 (13.64)	6.10 (13.64)	6.10 (13.64)
Dividend		1.80			
CPI 전망치(국내)		4.00 (21.67)	4.00 (21.67)	4.00 (21.67)	4.00 (21.67)
GDP 전망치(국내)		4.20			
<b>Shortfall Risk</b>		<b>10.27</b>	<b>6.76</b>	<b>7.23</b>	<b>6.32</b>

주: 1) 괄호( ) 안의 수치는 5년 누적으로 계산한 것이고,  $E(r_i)$ 은 기대수익률이다.

2) 신규방식에는 실질이자율  $\gamma_0 = 0$ , 무위험수익률의 계수  $\gamma_1 = 0.7$ , 단순 Spread=0.7%, 시장포트폴리오의 기대수익률  $E(r_m) = 9\%$ 를 적용하였다.

<표 5-11>은 GDP 하락시 shortfall risk의 변화를 보여주고 있다.

〈표 5-11〉 GDP 하락시 shortfall risk의 착시효과

(단위: %)

구 분	배분비중	기존 방식		신규 방식
		GDP하락 전 $E(r_i)$	GDP하락 후 $E(r_i)$	$E(r_i) : \beta_{1.0}$
국내주식	22	9.00	7.00	9.00
해외주식	13	7.25	5.25	7.25
국내채권	49	5.00	5.00	4.99
해외채권	4	4.75	4.75	4.75
대체투자	12	8.46	8.46	8.46
포트폴리오 기대수익률		6.58 (37.51)	5.88 (33.05)	6.57 (37.46)
포트폴리오 변동성		6.10 (13.64)	6.10 (13.64)	6.10 (13.64)
Dividend		1.80	1.80	
CPI 전망치(국내)		3.00 (15.93)	3.00 (15.93)	3.00 (15.93)

33) Shortfall risk  $P(X < CPI) = P\left(Z = \frac{CPI - E(r_p)}{\sigma_p}\right)$

GDP 전망치(국내)	4.20	2.20	
GDP 전망치(해외)	4.20	2.20	
<b>Shortfall Risk</b>	<b>5.68</b>	<b>10.47</b>	<b>5.72</b>

주: 1) 괄호( ) 안의 수치는 5년 누적으로 계산한 것이고,  $E(r_i)$ 은 기대수익률이다.

<표 5-11>은 CPI의 변화가 없는 상태임에도 기존방식에서는 GDP의 하락에 의해 shortfall risk가 급격하게 증가하여 마치 위험이 증가한 듯한 착시효과가 발생하고 있다. 그러나 신규방식에서는 안정적이다. 이는 앞서 살펴본바와 같이 기존방식에서는 주식의 기대수익률을 실질GDP+CPI+Dividend로 산출하고 있지만, 신규방식에서는 CAPM을 이용하여 기대수익률을 산출하기 때문에 GDP의 영향을 받지 않는 것이다.

## VII. 결 론

전략적자산배분이 운용성과에 미치는 영향은 90% 이상일 정도로 매우 중요하지만 국민연금의 현 중기자산배분체계는 불완전하다. 국민연금은 전략적 자산배분(SAA) 수립시 ‘목표수익률’과 더불어 우선적으로 반영해야 하는 ‘허용위험한도’의 risk measures로 CPI 기준 shortfall risk모형을 사용하고 있다. 그러나 이 모형은 기대수익률, 표준편차 등의 산출방식과 변수들 사이에 연동이 되지 않는 문제로 인해 변동성이 없음에도 불구하고 소비자물가상승률(CPI) 전망치의 상승이나 경제성장율(GDP) 전망치의 하락시에 shortfall risk가 급격히 증가하여 마치 risk-taking이 확대된 것처럼 보이는 착시효과가 발생하는 등 불안정하다. 본 연구에서는 이에 대한 문제점들을 제시하고 실증 분석을 통해 그 대안을 제시하였다.

첫째, CPI의 대체변수로 피셔효과의 추정식을 사용할 수 있는지를 검토하기 위해 단위근검정, 공적분검정, OLS분석을 실행한 결과 피셔효과의 존재성을 확인하였다. 이는 피셔효과의 추정식이 CPI의 대용치로 사용될 수 있음을 의미한다. 둘째, CPI 전망치 상승시의 문제점을 해결하기 위해 이 추정식을 국내채권의 기대수익률 산출모형에 적용하였다. 셋째, GDP 전망치 하락시의 문제점을 해결하기 위해 국내주식의 기대수익률 산출방식(실질GDP+ CPI+Dividend)을 CAPM으로 대체한 후 이 모형에도 피셔효과의 추정식을 적용하였다. 이를 토대로 기존방식과 신규방식을 비교·분석한 결과, 신규방식에서의 shortfall risk는 CPI 전망치의 급격한 상승이나 GDP 전망치의 하락시에도 shortfall risk의 통제값인 10% 이하에서 안정적으로 움직인다는 것이 확인되었다.

따라서 국민연금의 CPI기준 shortfall risk모형이 경제변수의 변동에 따라 불안정한 것은 현행 모형 자체의 문제가 아니라 이 모형의 투입변수들의 구조적인 문제 즉, 주식의 기대수익률 산출체계, CPI의 대체변수 부재, 그리고 변수들 간의 연동성 결여 문제에 의해 기인한다고 볼 수 있다. 결론적으로 평균-분산모형으로 자산배분을 할 때 ‘허용위험한도’의 risk measures로서 적합한 모형은 shortfall risk모형

이지만, 이 모형과 관련된 변수들을 어떻게 잘 연동시킬 수 있는냐에 따라 그 유용성은 달라질 수 있다는 것을 시사한다.

본 연구의 한계점으로는 국민연금의 데이터가 충분히 공개되어있지 않은 상황에서 제한된 공개 자료만을 활용하여 추정치를 산출하여 분석하였다는 점과, GDP 전망치의 하락시에 shortfall risk가 급격히 증가하는 문제를 해결하기 위해 국내주식의 기대수익률 산출식( $GDP+CPI+Dividend$ )을 CAPM에 한정하여 분석하였다는 점이다.

현재 국민연금의 전략적 자산배분 수립과정은 먼저 ‘허용위험한도’를 설정하고 위험한도 내에서 ‘장기목표수익률’을 설정하여 이를 달성하기 위한 자산군별 투자비중을 결정하고 있다. 그러므로 향후 연구에서는 현행 국민연금의 목표수익률( $GDP+CPI\pm$ 조정치)이 본 연구에서 제시된 개선방식과 적합한지를 검토한 후 최적 목표수익률의 산정방식을 찾는 것이다. 그리고 현재의 shortfall risk모형은 간단하여 이해하기 쉽다라는 여러 장점이 있는 반면, shortfall risk의 기준(0%, 최저수익률, 물가상승률, 목표수익률 등)이 무엇이냐에 따라 모형의 연동성 및 자산배분에 미치는 영향이 다를 수 있으므로 이 부분에 대해서도 좀 더 심도있는 연구가 필요하다. 또한, shortfall risk모형과는 별도로 VaR, Expected shortfall(CVaR) 등을 “허용위험한도”의 위험지표로 사용할 수 있는지도 연구해볼 가치가 충분히 있다. 그리고 국민연금의 자산배분 관련 비공개 데이터를 구할 수 있다면 다양한 시뮬레이션을 통해 자산배분체계의 문제점들을 좀 더 명확하게 파악할 수 있을 것으로 기대된다. 따라서 이런 연구들을 통해 국민연금의 수익성 및 안정성에 좀 더 기여할 수 있을 것으로 사료된다.

## 참고문헌

- 기획재정부, “기금 자산운용지침 작성 가이드라인”, 2012.
- 김명직, 장국현, “금융시계열 분석”, 경문사, 1998.
- 국민연금관리공단, “2013 국민연금 기금운용보고서(개정판)” 2013.
- 박태영, “국민연금의 통태적 자산배분에 대한 연구”, 연구보고서 2012-02, 국민연금연구원.
- 박태영, “국민연금의 기금운용의 허용위험에 관한 연구”, 연구보고서 2008-15, 국민연금연구원.
- 박태영, “공적연금기금의 투자정책 및 자산배분전략 국제비교”, 정책보고서 2010-06 국민연금연구원.
- 보건복지부, “2012년도 국민연금 기금운용지침(案): 국민연금기금 투자정책서, 2011.
- 보건복지부, 국민연금공단, “증기자산배분 체계 개선을 위한 컨설팅 결과 보고” 2013년도 제1차 국민연금기금운용위원회 보고사항(2013-4호)..
- 안성봉, 임형준, “Black-Litterman 모형을 이용한 외화자산 최적배분 방법 및 시사점”, 외환국제금융리뷰, 한국은행, 2006.
- 임형준, 황승규, 전용일, “최적자산배분에서 적정위험지표의 선정에 대한 연구”, Journal of Money &

- Finance, Vol. 26, No. 4, 2012.
- 윤종인, “인플레이션명목이자율에 대한 단위근 검정”, 한국금융학회 금융연구 제10권 제2호, 2005, pp.149–164.
- 오세경, 김진호, 이진호, “위험관리론”, 경문사, 1999.
- 정문경, 원종현, “국민연금의 전략적 자산배분이 수익률에 미치는 영향”, 연구보고서 2005-04, 국민연금연구원.
- 정문경, 박태영, 원종현, 남재우, 이재현, 박원웅, “공적연금기금운용론”, 국민연금연구원, 2008.
- 지청, 조담, “우리나라 단기이자율에 피서효과는 존재하는가”, 한국증권학회, 2004.권 0호, pp.117–135, 2004.
- 황승규, 임형준, 유시용, “기대수익률 추정에 의한 최적자산배분에 관한 연구: 평균-분산 모형과 평균-VaR 모형을 중심으로, 한국재정정책학회 재정정책집 제11집 제1호, 2009.
- Albrecht, P., “Normal and lognormal shortfall risk”, 3rd AFIR-Colloquium, Rome, 1993, Vol. 2, S. 417–430.
- Artzner, P., Delbaen, F., Eber, J.M., Heath, D., “Coherent measures of risk”, Mathematical Finance, Vol. 9, No. 3, 1999, p. 203–228.
- Black Fisher and Litterman Robert, “Asset Allocation: Combining Investor Views with Market Equilibrium”, Goldman Sachs Fixed Income Research, Sep. 1990.
- Brinson, G. P., L. R. Hood, and G. L. Beebower., “Determinants of portfolio performance,” Financial Analysts Journal 42, 1986, 39–44.
- Brinson, G. P., L. R. Hood, and G. L. Beebower., “Determinants of portfolio performance II: An update,” Financial Analysts Journal 47, 1991, 40–48.
- CalPERS, “statement of investment policy for asset allocation strategy”, 2013. 12.
- CalPERS, “2013 ALM Workshop: introduction to Capital Market Assumptions”, Investment Committee Workshop, 2013. 5. 13.
- Campbell, R., Huisman, R. and Koedijk, K., "Optimal Portfolio Selection in a Value-at-Risk Framework", Journal of Banking & Finance 25, 2001, pp.1789–1804.
- Danielsson, J., Jorgensen, B.N., Samorodnitsky, G., Sarma, M., de Vries, C.G., "Subadditivity Re-Examined: the Case for Value-at-Risk", Working paper, London School of Economics, 2005,
- Fama, E. F., “Short-term interest rate as predictors of inflation”, American Economic Review 65, 269–282, 1975.
- Favre, L., and Galeano, J.A., “ Mean-Modified Value at Risk Optimization with Hedge Fund”, The Journal of Alternative Investments, Vol. 15, 2002.
- Fishburn, Peter C., “Mean-Risk Analysis with Risk Associated with Below -Target Returns”, American Economic Review, 67(2), 1977, 116–126.

- Fisher, L., "Using Modern Portfolio Theory to Maintain an Efficiently Diversified Portfolio", *Financial Analysts Journal* 31, 1975, pp.73-85.
- Fisher, I. "The Theory of Interest", Macmillan, New York, 1930.
- GPIF, The revision of Medium-term Plan(Jun 7th. FY2013).
- Ibbotson, R. G. and P. D. Kaplan, "Does asset allocation policy explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?", *Financial Analysts Journal*, Vol 56, 2000, pp. 26-33.
- James W. and Charles M. Stein. "Estimation with quadratic loss," *Proceedings of the Fourth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*, Vol. 1, 1961, 361-379. .
- Leibowitz, M.L., Henriksson, R.D., "Portfolio optimization with shortfall constraints: A confidence-limit approach to managing downside risk", *Financial Analysts Journal*, March/April 1989a, p. 34-41.
- Leibowitz, M.L., Kogelman, S., "Asset Allocation under Shortfall Constraints", *The Journal of Portfolio Management*, 17, 1991, pp.18-23.
- Leibowitz, M.L., Langatig, T.C., "Shortfall risk and asset allocation decision: A Simulation analysis of stock and bond risk profiles", *The Journal of Portfolio Management* Fall 1989b, Vol. 16, No. 1: pp. 61-68.
- Leibowitz, M.L., Langatig, T.C., "Shortfall risk and asset allocation decision", in: Fabozzi, F. J. (Ed.): *Managing Institutional Assets*, Harper & Row, New York, 1990, p. 35-63.
- Lintner, J., "Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification," *Journal of Finance*, 1965, pp. 587-615.
- Markowitz, H. M., "Portfolio Selection", *Jour of Finance*, Vol.7, 1952, pp.77-91.
- Mausser, H. and Rosen, D., "Beyond VaR: From Measuring Risk to Managing Risk", *Algo Research Quarterly* Vol. 1, No. 2, December(1998), pp.5-20.
- Michaud, R. O., "Efficient asset management", Harvard Business School Press, 1998.
- Mossin, J., "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*, 1965, pp. 718-787.
- Rockafellar, R. T. and Uryasev, S., "Optimization of conditional VaR", *Journal of Risk*, Vol. 12, No.3, 2000, pp. 21-41.
- Ross, S., "The Arbitrage Theory of Capital Asset Price", *Journal of Economic Theory*, 1976, pp. 341-360.
- Sharpe, W., "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, 1964, pp. 425-442.





## 기업지배구조가 실제 이익조정에 미치는 영향

# The Impact of Corporate Governance on Real Earnings Management

김 수 정

경희사이버대학교 자산관리학과.

adela@khcu.ac.kr

강 신 애

서울과학기술대학교 글로벌경영학과.

sakang@seoultech.ac.kr

### 국문초록

본 논문에서는 2006~2012년 동안 국내 제조업 중 12월 결산법인을 대상으로 한국지배구조원의 지배구조점수로 대용한 기업지배구조가 실제이익조정에 미치는 영향을 실증분석을 통해 검증했다. 우선 전체 표본을 대상으로 한 실증 결과에 따르면, 지배구조가 우수할수록 실제이익조정액의 값이 유의하게 감소하는 것으로 나타났는데, 이는 선행연구와 일관된 결과이다. 또한 부채비율이 높을수록 실제 이익조정이 증가하는 것으로 나타나 부채계약가설이 지지되었다. 다음으로 실제이익조정의 방향에 따라 표본을 2분류하여 기업지배구조가 실제이익조정에 미치는 영향을 분석했다. 분석결과 실제이익을 상향 조정한 표본에서는 기업지배구조가 우수할수록 이익조정의 크기는 유의하게 감소한 것으로 나타났으나, 실제이익을 하향 조정한 표본에서는 기업지배구조가 우수할수록 이익조정의 크기가 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 기업지배구조 평가 항목별로 볼 때 이사회, 공시, 감사기구 관련 지배구조점수가 높을수록 이익의 상향조정은 감소하고 주주 권리 보호, 감사기구 관련 지배구조점수가 높을수록 이익의 하향조정을 증가시킨다. 이러한 결과는 기업지배구조가 실제이익조정에 미치는 영향을 분석할 때 실제이익조정의 방향을 고려할 필요가 있음을 시사한다.

▶ Keywords : 기업지배구조(corporate governance), 실제이익조정(real earnings management), 정보비대칭성(information asymmetry), 이익의 상향/하향 조정

## I. 서론

기업의 경영자는 자신의 사적 이익을 위해 기업의 이익을 조정할 수 있다. 경영자의 이익조정은 발생액 이익조정과 실제 이익조정으로 구분된다. 전통적인 이익조정의 방법은 발생액을 통한 이익조정인데, 이는 유리한 회계처리방법을 선택하여 이익을 조정하는 것이다. 반면, 실제 이익조정은 기업 가치에 영향을 미치는 실질적 경제 활동을 통해 이익을 조정<sup>1)</sup>하는 것으로 상대적으로 최근에 부각되었다.

최근의 선행연구들은 회계 투명성이 강화되는 방향으로 법과 회계제도가 개선되면서 이익조정수단으로 발생액 이익정보보다는 실제 이익조정이 점점 더 많이 활용되고 있다는 증거를 제시하고 있다(Cohen et al, 2008; 배한수와 김경화, 2012). 발생액을 이용해 장부상의 이익을 조작하는 이익조정에 비해 기업의 실질 활동을 통해 이익을 조정하는 것은 외부인이 발견하기 어렵다. 이런 점에서 실제 이익조정은 내부자와 외부자간의 정보비대칭을 대용하는 적절한 변수라고 할 수 있다. 또한 실제 이익조

1) 예를 들어 매출할인을 증가시켜 매출의 인식시기를 앞당긴다거나, 필요 이상으로 과대 생산하여 고정제조간접비를 다수 제품에 배분되도록 한다든지 광고비나 연구개발비 등의 각종 판매비 및 일반관리비를 줄임으로써 이익을 증가시키는 방법으로 이익을 조정할 수 있다.

정이 과거에 비해 더 많이 활용되는 현상에 주목해야 하는 이유는 두 방법의 실질적 의미가 다르기 때문이다. 즉, 발생액 이익조정은 어떤 회계방법을 선택하느냐의 문제이기 때문에 기업의 실제 현금흐름에 영향을 미치지 않는 반면, 실제 이익조정은 기업의 현금흐름에 영향을 미친다(Cohen and Zarowin, 2010). 이는 곧 실제이익조정으로 주주의 부가 달라질 수 있음을 의미하기 때문에, 주주의 권한을 위임받은 경영자가 자신의 사적 이익을 위해 실제 이익조정을 할 경우 주주-경영자간 이해 불일치 가능성이 커진다고 할 수 있다. 이런 배경에서 정보비대칭성의 정도를 가늠하는 척도라고 할 수 있는 실제 이익조정이 정보비대칭성을 줄이기 위해 마련된 시스템이라고 할 수 있는 기업지배구조<sup>2)</sup>에 의해 어떤 영향을 받는지를 탐색한 연구들이 최근 이루어졌다.

본 연구에서는 2006년부터 2012년까지 한국증권거래소의 유가증권시장에 상장된 제조기업을 대상으로 실제 이익조정과 기업지배구조 간 관계를 분석하려고 한다. 선행연구와의 차별성은 다음과 같다. 동 주제를 다룬 선행연구들은 대부분 기업의 지배구조를 최대주주 지분율이나 외국인지분율과 같은 소유변수나 사외이사비율이나 이사회 규모와 같은 이사회 특성 변수로 파악하고 있다. 최대주주 지분율이나 경영자 지분율과 같은 소유구조 변수는 소유-경영이 어느 정도 분리되어 있는지를, 외국인 지분율이나 사외이사 비율과 같은 변수들은 경영자를 견제하는 기능을 수행하는 감시주체가 어느 정도 인지를 나타내는 변수라고 할 수 있다. 그렇지만, 기업의 지배구조는 일부 측면으로 단편적으로 측정하는 것보다 소유구조, 이사회, 감사기구 등 다양한 측면에서 종합적으로 평가하는 것이 바람직할 것이다. 지배구조를 연구자가 자체적으로 평가한 또는 외부 기관(지배구조원)이 평가한 점수로 지배구조를 대용하여 실제 이익조정과의 관계를 탐색한 연구들도 소수 있으나(김유찬과 강윤식, 2011; 배한수와 김정화, 2012; 박애영, 2013), 수적으로 부족하다. 본 연구는 선행연구의 연장선 상에서 연구기간을 확대하고 기업의 지배구조를 종합적으로 평가한 한국지배구조원의 지배구조점수를 연속형 변수로 대용할 때 결과가 달라지는지 분석하고자 한다.

다음으로 본 연구에서는 실제이익조정의 방향을 고려하지 않은 선행연구를 보완하여 기업지배구조가 이익의 상향조정에 미치는 영향과 하향조정에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 선행연구에서는 실제이익조정 추정치의 값이 커질수록 실제이익조정이 증가한다고 보는데, 정확하게 말하면 추정치의 절대값이 커질수록 실제이익조정이 증가한다고 생각해야 한다. 실물활동을 통해 이익을 조정하는 것은 두 가지 방향, 즉 상향조정과 하향조정이 가능하기 때문이다. 실제이익조정 추정치가 양/음의 값이면, 이익을 상향/하향 조정하며 절대값이 클수록 이익을 조정하는 정도가 커진다. 선행연구에서는 지배구조 변수의 계수가 음(-)이라는 결과를 지배구조가 우수할수록 실제이익조정은 감소함을 의미한다고 해석하고 있는데, 지배구조가 우수할수록 실제이익의 상향조정은 작아지고 하향조정은 커진다고 해석해야 할 것이다. 본 연구에서는 실제이익조정 추정치의 부호를 기준으로 두 개 하위표본으로 구성하여 기업지배구조가 상향 조정과 하향조정에 미치는 영향을 구분하여 분석하였다.

분석결과, 지배구조변수는 실제 이익조정과 유의한 음(-)의 관계를 가진다는 결과를 얻었는데, 이

2) 기업지배구조는 연구자들에 따라 다소 다르게 정의가 되고 있기는 하나, 일반적으로 기업을 둘러싼 이해관계자의 이해 관계를 조정하는 시스템으로 정의할 수 있다. 특히 소유와 경영이 분리된 현대 기업들에게는 경영자의 대리인 문제에 대한 규율 메커니즘으로서의 성격을 가진다(유재욱과 장춘, 2011).

는 선행연구와 일관된 결과이다. 다음으로 실제이익조정의 방향에 따라 표본을 2분류한 결과 실제이익을 상향 조정한 경우 기업지배구조가 우수할수록 이익조정의 크기는 유의하게 감소하나, 실제이익을 하향 조정한 경우에는 기업지배구조가 우수할수록 이익조정의 크기가 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 기업지배구조 평가 항목별로 볼 때 이사회, 공시, 감사기구 관련 지배구조점수가 높을수록 이익의 상향조정은 감소하고 주주 권리 보호, 감사기구 관련 지배구조점수가 높을수록 이익의 하향조정을 증가시킨다. 이러한 결과는 기업지배구조가 실제이익조정에 미치는 영향을 분석할 때 실제이익조정의 방향을 고려할 필요가 있음을 시사한다.

논문의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있다. II장에서는 선행연구를 정리하고 연구가설을 도출한다. III장에서는 표본과 연구방법을 설명하고 IV장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 연구의 결과와 시사점은 V장에 서술한다.

## II. 주요 선행연구 및 연구가설 설정

이익조정은 경영자가 사적인 이득을 위해 또는 투자자나 채권자를 오도하기 위해 기업의 경제적 성과에 대한 회계정보를 자의적, 의도적으로 변경하는 것이라 할 수 있다(Schipper 1989; Healy and Walen, 1999). 이러한 이익조정은 기업과 외부투자자 간 그리고 주주와 경영자 간 정보비대칭성을 증가시킨다(최종서와 곽영민, 2010). 이익조정을 대리인 이론 관점에서 본 선행연구들은 이익조정이 기업을 둘러싼 이해관계자의 이해 관계를 조정하는 시스템인 기업의 지배구조(corporate governance)와 밀접한 관련이 있을 것이라고 기대하고 두 변수 간 관련성을 연구하였다. 이와 관련된 초기의 선행연구는 대부분 발생액 이익조정과 지배구조 간 관계를 검증하였다.

이상철과 이경태(2003)는 2000년 증권거래소에 상장된 비금융기업을 표본으로 감사위원회의 독립성이 발생액 이익조정에 미치는 영향을 살펴보았다. 실증결과 감사위원회의 독립성이 높아질수록 발생액 이익조정이 감소하는 것으로 나타났는데, 이는 국외자료를 대상으로 감사위원회 독립성과 발생액 이익조정 간 관계를 살펴본 Xie et al(2003)의 연구와 유사한 결과이다. 반면 전규안 등(2004)는 2000년부터 2001년까지 국내 비금융업 중 감사위원회를 설치한 기업을 대상으로 발생액 이익조정이 감사위원회 도입 전후로 달라지는지 살펴보았다. 실증결과 감사위원회 도입 후 기간 동안의 발생액 이익조정이 도입 전 수치와 비교할 때 유의하게 감소되지는 않은 것으로 나타났다. 이와 함께 이들은 감사위원회를 설치한 기업과 설치하지 않은 기업 간의 이익조정 차이가 유의하지 않다는 결과를 제시하였다.

이사회 측면으로 지배구조를 파악한 국외 선행연구로는 Klein(2002)의 연구가 있다. 그는 이사회 의 활동성과 전문성이 증가할수록 발생액 이익조정이 줄어든다고 보고하였다. 국내 자료를 대상으로 한 김병호(2006)의 연구는 이사회에서 사외이사가 차지하는 비중을 이사회 독립성으로 대용하여 이사회 독립성과 이익조정 간 관계를 분석하였다. 실증 결과 이익을 상향조정할 유인이 있는 기업의 경우 이

사회 독립성이 커질수록 발생액 통한 이익조정 정도가 더 낮아지는 것으로 나타났다.

박승식 등(2006)은 1999년부터 2002년 기간 동안 상장된 제조업을 대상으로 대주주<sup>1</sup>인 지분율이 높을수록 발생액 이익조정이 유의하게 증가함을 발견하였는데, 이들은 이러한 결과를 우리나라의 경우 대주주가 사실상 기업을 통제경영하고 있기 때문에 대주주의 이해에 따라 소액주주들의 이익이 침해되고 있음을 시사한다고 주장하였다.

국내외로 회계기준 강화로 발생액을 통해 이익을 조정하는 것이 어려워지고 실제이익조정의 크기를 추정할 수 있는 모형이 Roychowdhury(2006)에 의해 제시<sup>3)</sup>되면서 학계의 관심은 발생액 이익조정에서 실제 이익조정으로 확대되었다. 실제 이익조정과 지배구조 간 관계를 탐색한 선행연구는 대부분 지배구조를 이사회 규모나 독립성, 이사회 구성에 대한 CEO 영향력, 소유구조 등을 선택해서 대응하고 있다.

전홍민, 김현희, 차승민(2011)는 1999년부터 2003년까지 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 기업들을 대상으로 기관투자자가 경영자에 대한 견제 및 감시활동을 수행하는 주체로 보고 기관투자자 지분율이 실제 이익조정에 미치는 영향을 살펴보았다. 실증결과, 기관투자자 지분율이 높아질수록 실제이익조정이 유의하게 감소하는 것으로 나타났다.

2003년에서 2009년 기간을 대상으로 한 김성혜, 이아영, 전성빈(2012)의 연구는 외국인투자자의 감시역할에 주목하여 외국인 지분율과 실제 이익조정 간 관계를 분석하였다. 이들은 외국인 지분율이 높아질수록 평균적으로 실제 이익조정이 낮아진다는 실증결과를 보고하였다.

이아영, 전성빈, 김성혜(2012)는 2000년부터 2007년까지 대규모기업집단에 속한 기업들을 대상으로 지배주주의 지분구조와 이익조정과의 관계를 살펴보았다. 연구결과 지배주주의 지분율이 증가할수록 실제 이익조정이 증가함을 발견하였다. 이 결과는 발생액 이익조정을 대상으로 지배주주 지분율 간 관계를 살펴본 박승식 등(2006)의 연구와 유사한 것으로, 지배주주의 지분율이 높거나 지배주주가 경영에 참여할수록 소유와 경영이 분리된 형태에서 나타나는 주주-경영자 대리 문제는 감소할 것이라고 기대와는 다른 결과이다. 그렇지만, 지배주주 지분율이 높은 경우에는 최대주주-소액주주 간 대리 문제라는 또 다른 형태의 대리비용이 나타날 수 있다는 점을 생각한다면, 기업의 지배구조를 종합적으로 파악하는 지표가 이익조정에 영향을 미치는지 살펴볼 필요가 있음을 시사한다.

기업의 지배구조를 종합적으로 파악한 지표로 지배구조를 대용하여 이익조정과의 관계를 살펴본 연구로는 김유찬과 강윤식(2011), 배한수와 김정화(2012), 박애영(2013)의 연구가 있다. 세 연구 모두 지배구조의 건전성을 나타내는 종합척도가 높을수록 실제이익조정의 정도는 감소한다는 증거를 제시하고 있는데, 각 연구의 자료 및 연구방법은 다소 다르다. 한국기업지배구조원의 지배구조점수가 실제이익조정에 미치는 효과를 검증한 김유찬과 강윤식(2011)의 연구기간은 2005년에서 2008년까지로 총 4년으로 최근 자료를 포함해도 지배구조점수가 높을수록 실제이익조정의 정도가 낮아진다는 결과가 나타나는지 확인할 필요가 있다. 배한수와 김정화(2012), 박애영(2013)의 연구는 지배구조 건전성을 더 미변수로 처리하여 실제이익조정에 미치는 영향을 검증하였다. 2005년에서 2009년 기간을 대상으로

3) 연구개발투자 축소와 같은 실물 활동을 통한 이익조정은 개념적으로는 오래전부터 논의되어 왔으나, 본격적인 논의는 Roychowdhury(2006)가 실제 이익조정을 측정할 수 있는 척도를 제안하면서 이루어지기 시작했다. 이에 대한 설명은 3장 2절의 연구방법론에 서술되어 있다.

한 배한수와 김정화(2012)는 기업지배구조를 이사회, 감사위원회, 소유구조, 감사인 규모 측면에서 평가하여 해당 항목의 평균을 기준으로 각각 평균 이상이면 1, 평균 이하면 0의 값을 부여하는 방법으로 연구자들이 자체적으로 측정한 지수로 지배구조 건전성을 대응하였다. 2006년부터 2010년까지 총 5년 기간 중 유가증권시장에 상장된 제조업을 대상으로 연구한 박애영(2013)은 한국기업지배구조원의 지배구조평가 등급 자료를 이용하였다. 그는 지배구조평가등급이 A등급 이상이면 1, 그 외 등급이면 0의 값을 주는 더미변수로 지배구조를 대응하였다. 박애영의 연구는 이제까지 이루어진 선행연구의 연구기간 중 가장 최근 기간이기는 하나, 지배구조평가등급이 A등급 이상인 표본이 전체 표본에서 11.8%에 불과해 지배구조가 건전할수록 실제이익조정이 감소한다는 결과를 해석할 때 신중을 기할 필요가 있다.

요약하면, 실제 이익조정과 지배구조 간 관계를 분석한 선행연구들은 Roychowdhury(2006)의 실제 이익조정 추정치를 종속변수로, 지배구조를 대응한 변수를 독립변수로 한 회귀분석에서 지배구조 변수의 계수가 음(-)이라는 결과를 보고하며 이를 지배구조가 우수할수록 실제이익조정이 감소한다는 증거로 제시하고 있다. 즉 연구자에 따라 지배구조를 소유구조나 이사회 특성 변수 등으로 대응하여 이 변수들의 계수가 음(-)이기 때문에 이사회의 활동성과 전문성이 증가할수록, 감사위원회의 독립성이 증가할수록, 경영자를 감시하는 주체(기관투자자나 외국인투자자)의 지분율이 높을수록, 지배주주의 지분율이 낮을수록, 전반적인 지배구조가 우수할수록 이익조정의 크기가 작아진다고 주장하였다. 그런데, 실제이익조정 추정치는 양의 값도 가질 수 있고 음의 값도 가질 수 있다. 이익을 상향조정한 경우 실제이익조정 추정치는 양의 값을 가지며 하향조정한 경우 음의 값을 가진다. 이익을 상향 또는 하향 조정하는 정도가 클수록 실제이익조정 추정치의 절대값은 커진다고 생각해야 한다. 그러므로 지배구조 대응변수가 음(-)의 계수를 가진다는 선행연구 결과는 지배구조가 우수할수록 실제이익조정이 감소한다고 해석하기보다는 지배구조가 우수할수록 실제이익의 상향조정은 작아지고 하향조정은 커진다고 해석해야 할 것이다. 본 연구에서는 이와 같은 내용의 다음 가설을 검정하고자 한다.

[가설] 기업지배구조 변수는 음(-)의 계수를 가질 것이다.

: 기업지배구조가 우수할수록 실제 이익을 상향조정하는 정도는 작아질 것이다.

: 기업지배구조가 우수할수록 실제 이익을 하향조정하는 정도는 커질 것이다.

## III. 표본 및 연구방법론

### 3.1 표본

본 연구의 표본은 2006년부터<sup>4)</sup> 2012년까지 한국증권거래소의 유가증권시장에 상장된 제조기업 중

12월 결산법인을 대상으로 한다. 이 중 결산기가 변경된 기업, 감사보고서를 미제출한 기업, 관리대상 기업, 상장폐지기업, 업종변경기업을 제외하여 최종표본은 2375개 기업-연도 자료이다.

기업의 재무자료는 KIS-VALUE를 통해 수집했고, 기업의 지배구조에 대한 자료 원천은 한국기업 지배구조원이다. 한국기업지배구조원에서는 전체 상장법인을 대상으로 매년 상반기에 전년도 사업보고서 등 각종 공시자료를 개별 기업의 지배구조를 평가하고 있다<sup>5)</sup>.

## 3.2 연구방법론

기업지배구조가 기업의 실제이익조정에 영향을 미칠 지 검증하기 위한 연구모형은 식 (1)로 표시된다.

$$REM_{i,t} = \alpha + \beta_1 CGN_{i,t-1} + \beta_2 Debt_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 Q_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \sum_{t=2007}^{2012} \gamma_t YDUM_t + \epsilon_{i,t-1} \quad (1)$$

여기서

*REM* : 실제이익조정 추정치로 모형에 따라  $AbCFO \times (-1)$ ,  $AbSGA \times (-1)$ ,  $AbPRD$ ,  $REM_{all}$ 이 선택됨

*CGN* : 기업지배구조점수

*Debt* : 총부채/자기자본

*ROA* : 당기순이익/총자산

*Q* : (보통주와 우선주 시가총액 + 부채의 장부가액)/장부가총자산

*Size* :  $\ln(\text{총자산})$

*YDUM*: 연도더미

본 연구에서는 식 (1)을 pooled OLS를 적용하여 추정하였으며 추정 계수의 유의성을 검정하는 t-통계량은 White 방법으로 이분산성을 조정한 표준오차로 계산하였다. 식(1)의 설명변수들은 내생성 문제를 완화하기 위해 전기 값을 취했다<sup>6)</sup>.

먼저 종속변수인 실제이익조정은 다양한 척도로 측정되었다. 우선 Roychowdhury(2006)와 김성혜, 이아영, 전성빈(2012)의 방법을 따라 비정상적인 영업현금흐름, 비정상적인 판매비 및 일반관리비, 비정상적인 제조원가로 실제이익조정을 대응하였다.

Roychowdhury(2006)는 실제 이익조정을 정상적인 생산이나 영업 활동으로부터 이탈하는 것으로 정의하고, 정상적인 활동에 의한 금액은 금기와 전기 매출액, 금기와 전기의 매출액 변동분 등으로 설명된다고 전제하였다. 이로부터 각 변수의 비정상적인 부분은 사후적으로 실현된 실제 값에서 아래의 식과 같은 모형을 추정하여 얻은 예측값의 차이로 계산할 수 있다. 본 연구에서는 선행연구들이 제안한

4) 독립변수인 기업지배구조자료가 2005년부터 얻을 수 있어 연구기간을 2006년 이후로 선정하였다.

5) 한국기업지배구조원은 2002년부터 기업의 지배구조를 평가하고 있는데, 2004년 이전 평가에는 기업들의 설문응답에 기초한 항목도 포함되다가, 2005년 이후 평가부터 설문항목이 배제되었다. 이에 본 연구에서는 평가점수가 일관성 있는 방식으로 산출되는 2005년 이후부터 연구기간으로 선정하였다.

6) 선행연구에서는 연구자에 따라 동시점으로 분석한 경우도 있고 본 연구에서처럼 시차를 두어 분석한 경우도 있다. 본 연구에서는 동시점으로도 분석했는데, 유사한 결과가 나타났다.



방식을 따라 아래의 식 (2)~(4)을 각각 연도별로 추정한 후, 실제값에서 추정모형의 예측값을 차감한 것으로 비정상 영업현금흐름(AbCFO) 비정상 판매비 및 일반관리비(AbSGA), 비정상 제조원가(AbPRD)로 측정하였다. 이를 식으로 표현하면, 식(5)~(7)이다.

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + a_2 \frac{Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + a_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\frac{SGA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + a_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\frac{PRD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + a_2 \frac{Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + a_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + a_4 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

여기서  $CFO$  : 영업현금흐름  
 $SGA$  : 판매비와 관리비  
 $PRD$  : 제조원가(= 매출원가 + 재고자산 증감분)  
 $Sales$  : 매출액  
 $\Delta Sales$  : 매출액 증감분  
 $TA$  : 총자산

$$AbCFO_{i,t} = \frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - E\left(\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}}\right) \quad (5)$$

$$AbSGA_{i,t} = \frac{SGA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - E\left(\frac{SGA_{i,t}}{TA_{i,t-1}}\right) \quad (6)$$

$$AbPRD_{i,t} = \frac{PRD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - E\left(\frac{PRD_{i,t}}{TA_{i,t-1}}\right) \quad (7)$$

여기서

$E(\bullet)$  : 정상적인 상황에서의 예측값으로 식(2)에서 식(4)으로 추정된 예측값  
 $AbCFO_{i,t}$  : 비정상영업현금흐름  
 $AbSGA_{i,t}$  : 비정상판매비와관리비  
 $AbPRD_{i,t}$  : 비정상제조원가

영업활동을 통해 이익을 상향 조정하려는 기업은 가격을 할인하거나 신용 매출을 확대하여 매출은 증가하지만 정상적인 상황의 매출액일 때 나타났을 영업현금흐름보다 더 작은 영업현금흐름을 가질 것이다. 따라서 이익의 상향조정이 이루어질 경우 비정상영업현금흐름(AbCFO)은 음(-)의 값을 가질 것이다. 생산활동을 통해 이익을 상향 조정하려는 기업은 고정제조간접비를 낮추기 위해 필요 이상 과

대생산하여 제조원가는 정상적인 상황의 제조원가보다 더 높을 것이다. 따라서 이익의 상향조정이 이루어질 경우 비정상제조원가( $AbPRD$ )는 양(+)의 값을 가지게 될 것이다. 또한 연구개발비나 광고비 등을 줄임으로써 이익을 상향조정할 수도 있는데, 이 경우 비정상판매비와관리비( $AbSGA$ )는 음(-)의 값을 가질 것이다. 이익을 하향 조정한 기업은 반대로 생각할 수 있다.

선행연구들은 해석상의 편의를 위해 실증분석시 종속변수가 비정상 영업현금흐름과 비정상 판매비와 관리비일 때 -1을 곱한 값을 활용(김유찬과 강윤식, 2011; 김성혜, 이아영, 전성빈, 2012; 배한수와 김경화, 2012; 박애영, 2013 등)하였는데, 본 연구에서도 선행연구들의 제안을 따랐다. 이렇게 할 경우 양의 종속변수는 이익의 상향조정을, 음의 종속변수는 이익의 하향조정을 의미하며 절대값이 클수록 이익 조정의 정도가 높아진다고 해석할 수 있다. 이와 함께 본 연구에서는 Cohen and Zarowin(2010)이 제안한 대로 세 개의 실제이익조정 추정치들을 합하여 계산한 종합 척도(식 8)도 실제이익조정 대응치로 고려하였다.

$$REM_{all\ i,t} = AbCFO_{i,t} \times (-1) + AbSGA_{i,t} \times (-1) + AbPRD_{i,t} \quad (8)$$

독립변수인 기업지배구조(CGN) 변수는 한국기업지배구조원의 기업지배구조점수로 대응하였다. 한국기업지배구조원은 매년 사업보고서 등 각종 공시자료에 근거하여 주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분 항목에 대해 기업지배구조를 평가하고 있다. 5개 부분의 점수를 합한 총점은 300점 만점인데, 기업지배구조점수가 높을수록 지배구조 수준이 우수하다고 생각할 수 있다. 본 연구에서는 해석상의 편의를 위해 100점 만점으로 환산하여 사용하였다. 본 연구에서는 CGN 변수는 음(-)의 계수를 가질 것으로 기대한다.

통제변수로는 선행연구들을 참조하여 기업의 실제이익조정과 관련 있는 변수로 알려진 부채비율, 수익성, 성장성, 기업 규모를 선정하였다. 우선 부채계약가설에 따르면, 부채비율을 이익조정에 영향을 미치는 주요 변수라고 할 수 있다. 부채계약가설에서는 부채계약을 위반할 경우 부담해야 할 비용을 우려하여 이익을 상향 조정할 유인이 커진다고 본다. 부채비율이 높을수록 이익조정이 증가한다는 선행연구(DeFond and Jambalvo, 1994; 배한수와 김경화, 2012)를 참고하여 부채비율이 높을수록 이익의 상향 조정의 크기는 커질 것으로 기대한다. 본 연구에서는 부채비율( $Debt$ )을 자기자본에서 부채가 차지하는 비중(=부채/자기자본)으로 측정하였다. 다음으로 수익성이 높을수록 기업은 효과적인 내부통제제도를 구축할 여력을 가질 수 있기 때문에(Krishnan, 2005), 총자산에서 당기순이익이 차지하는 비율인 자산수익률로 수익성( $ROA$ )을 통제변수로 포함시켰다. 선행연구에서는 수익성이 높을수록 실제 이익조정이 감소한다고 보고하고 있다(배한수와 김경화, 2012; 박애영, 2013 등). 이와 함께 기업의 성장성도 이익조정에 영향을 미칠 수 있다. 성장성이 높을수록 발생액을 통한 이익의 상향 조정이 증가한다는 윤순식(2001)의 연구와 발생액 이익조정과 실제 이익조정이 대체관계에 있다는 증거를 제시한 Cohen et al.(2008)의 연구를 참고한다면 성장성 계수의 부호는 음(-)일 것으로 기대할 수 있다. 기업의 성장성( $Q$ )은 토빈  $q$ 로 대응하였다. 마지막으로 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정한 기업규모( $Size$ )를 선택하였다. 일반적으로 기업 규모에는 기업에 대한 다양한 정보를 포함하고 있어 기업규모

를 통제변수로 활용할 경우 연구모형에서 규정하지 못한 다양한 효과를 반영할 수 있다(김유찬과 강윤식, 2011, 10쪽). 기업규모는 규정하기 어려운 여러 정보를 포함하는 변수이기 때문에 기업규모 변수가 어떤 부호의 계수를 가지는지는 실증분석을 통해 살펴보고자 한다. 실증분석시 극단치의 영향을 제거하기 위하여 각 변수들은  $\pm 1\%$ 에서 윈저라이징(winsorizing)하였다. <표 1>은 본 연구의 주요 변수에 대한 정의를 보여주고 있다.

〈표 1〉 변수의 조작적 정의

변수명		변수의 조작적 정의	기대부호
종속변수	$-1 \times AbCFO$	비정상영업현금흐름(식5) $\times (-1)$	
	$-1 \times AbSGA$	비정상판매비와관리비(식6) $\times (-1)$	
	$AbPRD$	비정상제조원가(식7)	
	$REM_{all}$	$AbCFO \times (-1) + AbSGA \times (-1) + AbPRD$ : 식(8)	
독립변수	$CGN$	기업지배구조점수(100점 만점으로 환산)	(-)
	$Debt$	총부채/자기자본	(+)
통제변수	$ROA$	당기순이익/총자산	(-)
	$Q$	(보통주와 우선주 시가총액+부채의 장부가액)/장부가 총자산	(-)
	$Size$	$\ln(\text{총자산})$	?

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 기술통계량과 상관관계 분석결과

<표 2>는 주요 변수에 대한 기술통계량이다. 실제이익조정 추정치인 비정상 영업현금흐름( $-1 \times AbCFO$ )의 평균(중앙값)은 0.0012( $-0.0007$ ), 비정상 판매비 및 관리비( $-1 \times AbSGA$ )의 평균(중앙값)은 0.0019(0.0446), 비정상 제조원가( $AbPRD$ )의 평균(중앙값)은 0.0007(0.0355), 종합척도( $REM_{all}$ )의 평균(중앙값)은 0.0041(0.0313)이다. 실제 이익조정 추정치의 평균이 양(+)의 값이라는 것은 평균적으로 볼 때 표본 기업들은 실물 활동을 통해 이익을 상향 조정함을 의미한다고 할 수 있다. 국내 선행 연구 중 본 연구의 표본과 가장 유사하다고 할 수 있는 박애영(2013)의 연구에서는 실제이익조정 추정치의 평균이 음(-)의 부호였는데, 이는 연구기간에 따라 실제 이익조정 추정치 분포가 달라진다는 점을 시사한다. 실제이익조정 추정치의 평균, 표준편차 등을 보면, 본 연구의 표본은 실물활동을 통해 이익을 상향조정하는 경우와 하향조정하는 경우를 모두 포함하고 있음을 알 수 있다.

100점 만점으로 환산한 기업지배구조( $CGN$ )의 평균(중앙값)은 36.19(35)점이며 최솟값은 8점, 최댓값은 84점으로 나타났다. 통제변수를 살펴보면 우선 자기자본에서 총부채가 차지하는 비중으로 측정된 부채비율( $Debt$ )의 평균은 1.0776, 중위수는 0.8030이며 최솟값은 0.0918이다. 부채비율의 최댓값은

6.6997로 이는 표본기업 중 부채비율이 가장 높은 기업의 경우 총자산에서 부채가 차지하는 비중이 약 87%임을 의미한다. 수익성( $ROA$ )의 평균(중앙값)은 0.0381(0.0392)로 평균적으로 총자산 대비 3.81%의 이익을 얻음을 알 수 있다. 성장성( $Q$ )의 평균(중앙값)은 1.0477(0.7610), 기업규모( $Size$ )의 평균(중앙값)은 26.31(26.01)이다.

〈표 2〉 기술통계량

	평균값	중앙값	표준편차	최소값	최대값
$AbCFO_{\times(-1)}$	0.0012	-0.0007	0.0886	-0.2602	0.2722
$AbSGA_{\times(-1)}$	0.0019	0.0446	0.1302	-0.5260	0.1712
$AbPRD$	0.0007	0.0355	0.1528	-0.5705	0.2989
$REM_{all}$	0.0050	0.0737	0.2950	-1.0638	0.5243
$CGN$	36.19	35.00	7.95	8.00	84.00
$Debt$	1.0776	0.8030	1.0617	0.0918	6.6997
$ROA$	0.0381	0.0392	0.0798	-0.2651	0.2564
$Q$	1.0477	0.7610	0.9094	0.1735	5.3764
$Size$	26.31	26.01	1.38	24.03	30.71

주) 각 변수는 각각  $\pm 1\%$  수준에서 원저라이제이션(winsorization)했음

주요 변수간 상관관계수는 <표 3>에 제시되어 있다. 실제이익조정 변수 간에는 유의한 양(+)의 상관관계가 나타나 영업활동과 재량적 비용 지출 활동, 생산 활동을 통한 이익조정이 서로 밀접하게 같은 방향으로 관련이 있음을 알려준다. 실제이익조정 추정치와 독립변수간의 관계를 살펴보면 기업지배구조( $CGN$ )는 실제이익조정의 대리변수들과 모두 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 부채비율( $Debt$ )은 실제이익조정의 대리변수들과 모두 유의한 양(+)의 관계가, 수익성( $ROA$ )과 성장성( $Q$ )은 모든 실제이익조정 추정치와 유의한 음(-)의 상관관계를 보인다. 이는 기업의 부채비율이 높을수록 실제 이익조정 값이 커지고 성장성과 수익성이 높은 경우 실제이익조정의 값이 작아질 것으로 추정할 수 있다. 기업 규모( $Size$ )는 실제이익조정 추정치에 따라 양(+) 또는 음(-)의 관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 단순상관관계수에서 나타난 독립변수와 종속변수 간 관계가 기업 특성을 통제한 이후에도 유지되는지 회귀분석을 통하여 검증할 필요가 있다. 설명변수들 간 상관관계가 유의한 것으로 나타남에 따라 횡단면 분석시 다중공선성(multicollinearity) 가능성을 진단하기 위해 설명변수별로 분산팽창인자(variance inflation factors) 값을 구했는데, 다중공선성을 우려하지 않아도 되는 것으로 나타났다.

〈표 3〉 상관관계분석

	$AbCFO_{\times(-1)}$	$AbSGA_{\times(-1)}$	$AbPRD$	$REM_{all}$	$CGN$	$Debt$	$ROA$	$Q$	$Size$
$AbCFO_{\times(-1)}$	1								
$AbSGA_{\times(-1)}$	0.0426*	1							
$AbPRD$	0.3257*	0.8517*	1						
$REM_{all}$	0.4685*	0.8712*	0.9657*	1					
$CGN$	-0.1621*	-0.1008*	-0.1700*	-0.1754*	1				

<i>Debt</i>	0.1607*	0.0878*	0.1408*	0.1560*	-0.0211	1			
<i>ROA</i>	-0.2979*	-0.0593*	-0.2538*	-0.2394*	0.1829*	-0.3621*	1		
<i>Q</i>	-0.0685*	-0.2324*	-0.2331*	-0.2314*	0.2544*	0.2620*	0.1085*	1	
<i>Size</i>	-0.1423*	0.1067*	0.0317	0.0237	0.6111*	0.0977*	0.1395*	0.1707*	1

주) \* 5% 수준에서 유의한 경우

## 4.2 회귀분석결과

<표 4>는 기업지배구조가 실제 이익조정에 미치는 효과를 살펴보기 위해 식 (1)을 회귀분석한 결과를 요약한 것이다. 모형 (1) ~ (4)는 각각 종속변수인 실제 이익조정을 비정상 영업현금흐름, 비정상 판매비 및 일반관리비, 비정상 제조회가, 그리고 세 추정치를 합한 종합적으로 측정할 때의 결과를 제시하고 있다.

기업지배구조(*CGM*) 변수는 모형 (1)을 제외한 나머지 모형에서 모두 유의한 음(-)의 계수를 가진다. 즉, 지배구조가 우수한 기업일수록 실제 이익조정의 값이 감소하는 것으로 나타났다. 본 연구결과는 연구기간을 확대해서 분석해도 기업지배구조가 실제 이익조정의 값을 감소시킨다는 선행연구의 결과를 확인할 수 있었다.

부채비율(*Debt*)은 종속변수와 관계없이 모두 실제이익조정의 값을 유의하게 증가시키는 것으로 나타났다. 이는 부채비율과 실제 이익조정 간 유의한 관계를 얻지 못한 박애영(2013)과는 상이한 결과이나 배한수와 김정화(2012)와 유사한 결과로 부채계약가설을 지지하는 것으로 해석할 수 있다. 수익성(*ROA*) 변수는 모형 (2)를 제외한 모형에서 모두 실제이익조정에 유의한 부(-)의 영향을 끼치는 것으로 나타났다. 이는 수익성이 높을수록 기업은 효과적인 내부통제제도를 구축할 여력을 가지기 때문에 실제 이익조정의 값이 감소하는 것으로 해석할 수 있다(Krishnan, 2005). 성장성(*Q*) 변수는 실제 이익조정을 측정하는 척도와 관계없이 유의한 음(-)의 계수를 보이고 있다. 즉 성장가능성이 높을수록 실제이익조정의 값은 작아지는 것으로 나타났다. 기업규모(*Size*)는 모형에 따라 부호는 다르지만 대부분 양(+)의 계수를 가지는 것으로 나타나 대체로 기업규모가 클수록 실제이익조정의 값이 증가하는 것으로 보인다.

<표 4> 기업지배구조가 실제 이익조정에 미치는 영향

변수명	종속변수			
	(1) <i>AbCFO</i> ×(-1)	(2) <i>AbSGA</i> ×(-1)	(3) <i>AbPRD</i>	(4) <i>REM<sub>all</sub></i>
<i>CGN</i>	-0.000 (-1.364)	-0.003*** (-6.708)	-0.003*** (-6.742)	-0.007*** (-6.977)
<i>Debt</i>	0.010*** (4.500)	0.020*** (8.037)	0.020*** (6.626)	0.048*** (8.243)

<i>ROA</i>	-0.276*** (-9.982)	0.050 (1.414)	-0.337*** (-8.693)	-0.553*** (-7.487)
<i>Q</i>	-0.006** (-2.302)	-0.040*** (-10.198)	-0.041*** (-9.495)	-0.083*** (-10.526)
<i>Size</i>	-0.006*** (-3.893)	0.023*** (10.086)	0.020*** (7.440)	0.037*** (7.214)
상수항	0.185*** (5.038)	-0.470*** (-9.340)	-0.342*** (-5.881)	-0.639*** (-5.681)
연도더미	포함	포함	포함	포함
관측치	2,375	2,375	2,375	2,375
R2	0.131	0.126	0.165	0.167

주) 괄호안은 t-통계량이며 \*\*\*, \*\* 은 각각 1%, 5%에서 유의함을 나타냄

그런데, <표 4>의 결과를 해석할 때 주의해야 할 점은 실제이익조정의 추정치의 절대값이 클수록 이익조정의 크기가 커진다는 것이다. 기업지배구조, 수익성, 성장성은 대체로 유의한 음(-)의 계수를 가지는데, 이는 기업지배구조/수익성/성장성 값이 커질수록 - x-y좌표 상으로 설명하면 x축의 값이 왼쪽에서 오른쪽에 갈수록 - 실제 이익조정의 값은 감소하게 됨을 의미한다. 즉 기업지배구조나 수익성 등이 어느 수준 이상이면 실제이익조정은 점점 더 작은 음의 값, 즉 절대값은 커진다는 것이다. 따라서 기업지배구조가 음(-)의 계수를 가진다는 것은 기업지배구조가 우수할수록 상향 이익조정은 감소하고 하향 이익조정은 증가함을 의미한다. 이는 이익조정 유인이 기업이 처한 상황에 따라 다르기 때문에 나타난 결과로 보인다.

이익을 상향조정하는 표본과 하향조정하는 표본이 이질적인지 살펴보기 위해 표본을 실제이익조정 추정치가 양(+)인 경우(상향 이익조정)과 음(-)인 경우(하향 이익조정)로 구분하여 주요 변수의 평균과 평균의 차이가 유의적인지 t-검정을 수행하였다. 그 결과는 <표 5>에 정리되어 있다.

<표 5> 상향 이익조정 표본과 하향 이익조정 표본 간 비교

	<i>CGN</i>	<i>Debt</i>	<i>ROA</i>	<i>Q</i>	<i>Size</i>
<i>AbCFO</i> ×(-1) < 0인 표본	36.998	0.926	0.060	1.113	26.435
<i>AbCFO</i> ×(-1) < 0인 표본	35.588	1.197	0.027	0.997	26.212
차이	1.410***	-0.271***	0.033***	0.116***	0.223***
(t-통계량)	4.664	-7.458	11.963	3.595	4.686
<i>AbSGA</i> ×(-1) < 0인 표본	37.106	0.998	0.045	1.317	26.150
<i>AbSGA</i> ×(-1) < 0인 표본	35.868	1.107	0.041	0.947	26.369
차이	1.238***	-0.109***	0.004	0.370***	-0.218***
(t-통계량)	3.639	-2.638	1.317	10.426	-4.078

$AbPRD < 0$ 인 표본	37.059	0.932	0.065	1.312	26.234
$AbPRD < 0$ 인 표본	35.797	1.146	0.031	0.923	26.346
차이	1.262***	-0.213***	0.034***	0.389***	-0.112**
(t-통계량)	3.911	5.481	1.708	11.535	-2.193
$REM_{all} < 0$ 인 표본	37.238	0.926	0.064	1.315	26.280
$REM_{all} \geq 0$ 인 표본	35.724	1.148	0.031	0.923	26.324
차이	1.513**	-0.222**	0.033***	0.392***	-0.044
(t-통계량)	4.679	-5.691	11.186	11.620	-0.867

주) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타냄

<표 5>을 보면 알 수 있듯이 실물활동을 통해 이익을 하향 조정하는 기업들은 상향조정하는 기업에 비해 기업지배구조 점수가 높고, 부채비율이 낮고 수익성이 높고 성장성이 높다. 대부분의 경우 이 차이는 유의한 것으로 나타났다.

다음은 실제이익조정 추정치의 부호에 따라 두 개의 하위표본을 구성한 후 각 종속변수에 절대값을 취해 식 (1)을 추정하였다. <표6>는 그 결과를 제시하고 있다. <표 6>의 모형 (5)~(8) 추정결과를 보면 지배구조점수가 높을수록 이익을 상향조정하는 정도가 작아지며 대부분의 모형에서 유의한 영향을 끼치는 것으로 나타났다. 통제변수의 결과를 보면 모형(5), (6), (8)에서 부채비율이 높을수록 이익을 상향조정하는 정도가 유의하게 커지는 것으로 나타났다. 이는 부채계약가설을 지지하는 결과로 부채가 상향조정의 유인임을 시사한다. 수익성과 성장성 변수는 실제이익조정 추정치도에 따라 실제이익을 상향 조정하는 정도에 영향을 주는 방향이 다소 엇갈리게 나타났다. Burgstahler and Dichev(1997), 송인만, 백원선, 박현섭(2004) 등은 적자를 기록한 기업이 이익을 상향 조정한다고 보고했다. 모형 (5), (7), (8)에서 수익성이 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타난 결과를 이러한 점을 지지한다고 볼 수 있다. 요약하면, 이익을 상향조정하는 요인들을 통제해도 기업지배구조는 실물활동을 통한 이익의 상향조정을 줄이는 효과를 가진다.

<표 6> 기업지배구조가 실제이익조정에 미치는 영향  
: 실제이익조정 추정치의 부호에 따라 구분한 경우

변수	실제이익조정 추정치가 양(+)인 표본				실제이익조정 추정치가 음(-)인 표본			
	종속변수				종속변수			
	(5) $AbCFO \times (-1)$	(6) $AbSGA \times (-1)$	(7) $AbPRD$	(8) $REM_{all}$	(9) $ AbCFO \times (-1) $	(10) $ AbSGA \times (-1) $	(11) $ AbPRD $	(12) $ REM_{all} $
$CGN$	-0.000 (-0.109)	-0.000** (-2.355)	-0.001*** (-2.709)	-0.001** (-2.399)	0.000 (1.311)	0.002** (2.314)	0.004*** (5.131)	0.008*** (5.325)
$Debt$	0.006*** (2.934)	0.003*** (2.879)	0.002 (1.135)	0.014*** (3.807)	0.002 (0.783)	-0.020*** (-4.379)	-0.023*** (-4.482)	-0.046*** (-5.991)
$ROA$	-0.049* (-1.924)	0.064*** (4.995)	-0.079*** (-3.211)	-0.097** (-2.091)	0.182*** (6.495)	0.173** (2.516)	0.131** (2.229)	0.134 (1.181)

$Q$	0.010*** (3.685)	-0.003** (-2.401)	0.007** (2.467)	0.001 (0.250)	0.011*** (4.558)	0.029*** (5.692)	0.030*** (5.508)	0.053*** (5.111)
$Size$	-0.006*** (-3.780)	0.006*** (6.664)	-0.000 (-0.024)	0.003 (1.000)	-0.000 (-0.255)	-0.021*** (-5.049)	-0.022*** (-5.913)	-0.045*** (-6.337)
상수항	0.210*** (5.626)	-0.078*** (-3.957)	0.106*** (3.020)	0.120* (1.833)	0.029 (0.836)	0.590*** (6.313)	0.553*** (6.592)	1.157*** (7.288)
연도 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
관측치	1,177	1,647	1,494	1,506	1,198	728	881	869
R2	0.098	0.066	0.043	0.044	0.125	0.122	0.136	0.128

주) 괄호안은 t-통계량이며 \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타냄

모형 (9) ~ (12)의 결과를 보면 기업지배구조(CGM) 변수는 모두 양(+)의 계수를 가지며 모형 (9)을 제외한 모든 모형에서 기업지배구조점수가 높을수록 이익을 하향조정하는 정도가 유의하게 커지는 것으로 나타났다. 이와 함께 부채비율(Debt)은 낮을수록, 수익성(ROA)과 성장성(Q)이 높을수록 이익의 하향조정 크기가 유의하게 증가함을 알 수 있다.

이익의 하향 이익조정 유인이 통제될 때 하향 이익조정의 정도가 기업지배구조와 정(+)의 관계에 있고 상향 이익조정 유인이 통제될 때 상향 이익조정의 정도가 기업지배구조와 부(-)의 관계라는 결과가 기업지배구조를 결정하는 요인들 중 어떤 요인에서 나타났는지 확인하기 위해 부분별 기업지배구조점수를 독립변수로, 종합적도(식 8)의 절대값을 종속변수로 하여 식(1)을 추정하였다. <표 7>에는 그 결과가 제시되어 있다<sup>7)</sup>.

〈표 7〉 항목별 기업지배구조가 실제이익조정(종속변수 =  $|REM_{all}|$ )에 미치는 영향  
: 실제이익조정 추정치의 부호에 따라 구분한 경우

변수	$REM_{all}$ 가 양(+)인 표본 (13)	$REM_{all}$ 가 음(-)인 표본 (9)
CGN		
주주권리보호	-0.000 (-0.008)	0.773*** (7.245)
이사회	-0.109* (-1.885)	0.057 (0.458)
공시	-0.094** (-2.084)	0.147 (1.219)
감사기구	-0.107** (-2.149)	0.457*** (3.183)
	-0.234	0.141

7) 지면관계상 실제이익조정을 종합적으로로 추정 한 결과만 보고했으나, 다른 추정치의 절대값을 종속변수로 해도 결과는 유사하다.



경영과실배분					(-1.550)					(0.372)
Debt	0.014***	0.014***	0.014***	0.015***	0.014***	-0.040***	-0.059***	-0.058***	-0.057***	-0.059***
	(3.998)	(3.948)	(3.807)	(4.097)	(3.843)	(-5.018)	(-7.332)	(-7.233)	(-7.211)	(-7.194)
ROA	-0.101**	-0.106**	-0.103**	-0.103**	-0.077	0.117	0.128	0.131	0.167	0.116
	(-2.188)	(-2.284)	(-2.229)	(-2.229)	(-1.544)	0.999	(1.098)	(1.135)	(1.417)	(0.957)
Q	-0.001	0.001	0.002	-0.000	-0.001	0.057***	0.063***	0.061***	0.059***	0.064***
	(-0.149)	(0.243)	(0.309)	(-0.009)	(-0.285)	(5.649)	(5.849)	(5.765)	(5.458)	(6.050)
Size	-0.002	0.002	0.001	0.002	-0.002	-0.014***	-0.020***	-0.024***	-0.034***	-0.017***
	(-0.711)	(0.742)	(0.483)	(0.872)	(-0.674)	(-2.809)	(-2.707)	(-3.138)	(-4.541)	(-3.534)
상수항	0.190***	0.115	0.130*	0.103	0.195***	0.22	0.763***	0.859***	1.060***	0.710***
	(3.153)	(1.640)	(1.950)	(1.487)	(3.283)	(1.424)	(4.296)	(4.591)	(5.845)	(5.187)
연도 더미	포함					포함				
관측치	1,506	1,506	1,506	1,506	1,506	869	869	869	869	869
R2	0.040	0.042	0.043	0.043	0.042	0.151	0.097	0.099	0.111	0.097

주) 괄호안은 t-통계량이며 \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타냄

<표 7>의 왼쪽을 보면 이사회 관련 지배구조 점수가 높을수록, 공시 관련 지배구조점수가 높을수록, 감사기구 관련 지배구조점수가 높을수록 실제 이익을 상향 조정하는 정도는 감소함을 알 수 있다. 반면 이익을 하향조정하는 정도는 주주권리보호 관련 지배구조점수가 높을수록 감사기구 관련 지배구조 점수가 높을수록 커지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 실제 이익조정 방향에 따라 실제 이익조정이 다른 의미를 가진다고 인식해야 함을 시사한다. 실제이익조정 중 상향 이익조정은 경영자의 기회주의적 행동을 감시할 수 있는 이사회나 지배구조 관련 지배구조가 우수할수록 그 크기가 줄어들기 때문에 주주-경영자간 대리문제 정도를 대용한다고 볼 수 있다. 그렇지만, 하향이익조정은 경영자의 기회주의적 유인에 의해 나타난 것으로 보기 어렵다. 즉, 경영자는 자신의 사적 이익을 추구하기 위해서 라기보다 미래 수익 또는 성장 등 기업 전망에 대한 사적인 정보를 신호(signalling)하기 위해 이익을 하향조정하는 것으로 추론할 수 있다.

## V. 결론

최근 회계 투명성이 강화되는 방향으로 법과 회계제도가 개선되면서 이익조정수단으로 발생액 이익조정보다는 실제 이익조정이 점점 더 많이 활용되고 있다(Cohen et al, 2008; 배한수와 김경화, 2012). 발생액을 이용해 장부상의 이익을 조작하는 이익조정에 비해 기업의 실물 활동을 통해 이익을 조정하는 것은 외부인이 발견하기 어렵기 때문에 실제 이익조정은 내부자와 외부자간의 정보비대칭을 대응하는 적절한 변수라고 할 수 있다.

이런 배경에서 본 연구에서는 2006년부터 2012년까지 한국증권거래소의 유가증권시장에 상장된

제조기업 중 12월 결산법인을 대상으로 정보비대칭성의 정도를 가늠하는 척도라고 할 수 있는 실제 이익조정이 정보비대칭성을 줄이기 위해 마련된 시스템이라고 할 수 있는 기업지배구조에 의해 어떤 영향을 받는지를 분석하였다. 본 연구는 선행연구의 연장선 상에서 기업의 지배구조를 소유구조, 이사회, 감사기구 등 다양한 측면에서 종합적으로 평가한 한국지배구조원의 지배구조점수로 대용하여 지배구조와 실제이익조정 간 관계를 실증분석을 통해 검증하였다. 이와 함께 실제이익조정의 방향을 고려하지 않은 선행연구를 보완하여 기업지배구조가 이익의 상향조정에 미치는 영향과 하향조정에 미치는 영향을 구분하여 살펴보았다.

우선 전체 표본을 대상으로 한 실증 결과에 따르면, 지배구조가 우수할수록 실제 이익조정의 값이 감소한다는 결과를 얻었는데, 이는 선행연구와 일관된 결과이다. 다음으로 실제이익조정의 방향에 따라 표본을 구분하여 분석한 결과, 실제이익을 상향 조정한 표본에서는 기업지배구조가 우수할수록 이익조정의 크기는 유의하게 감소하고 실제이익을 하향 조정한 표본에서는 기업지배구조가 우수할수록 이익조정의 크기가 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 기업지배구조 평가 항목별로 볼 때 이사회, 공시, 감사기구 관련 지배구조점수가 높을수록 이익의 상향조정은 감소하고 주주 권리 보호, 감사기구 관련 지배구조점수가 높을수록 이익의 하향조정을 증가시킨다. 이러한 결과는 기업지배구조가 실제이익조정에 미치는 영향을 분석할 때 실제이익조정의 방향을 고려할 필요가 있음을 시사한다.

## 참고문헌

- 김병호 (2006), “우리나라 기업에서 이사회의 구성이 이익조정에 미치는 영향에 대한 실증적 연구: 이익의 상향과 하향 조정유인의 경우를 중심으로,” 회계학연구, 31(1), 1-32.
- 김성혜, 이아영, 전성빈 (2012), “외국인투자자의 특성과 실제이익조정 -외국인대주주의 역할을 중심으로,” 회계학연구, 37(2), 129-165.
- 김유찬, 강윤식 (2011), “기업지배구조가 실물활동에 기반을 둔 이익조정에 미치는 효과,” 경영학연구, 40(1), 1-28.
- 김지홍, 배지현, 고재민 (2009), “실제 이익조정이 장기 경영성과에 미치는 영향,” 회계학연구, 34(4), 31-70.
- 김태완, 오상희 (2012), “감사품질과 신용등급의 기업이익조정에 대한 정보효과,” 세무회계연구, 33, 1-19.
- 박승식, 장지인, 정길채, 배성태 (2006), “기업지배구조와 이익조정의 관련성에 대한 실증연구,” 회계정보연구, 24(1), 213-241.
- 박영규 (2012), “발생액 이익조정과 실제이익조정에 관한 연구: 대체적인가, 보완적인가?” 기업경영연구, 19(6), 43-58.
- 박애영 (2013), “기업지배구조평가등급이 실제이익조정에 미치는 영향,” 대한경영학회지, 26(5),

1289-1315

- 배한수, 김경화 (2012), “기업지배구조가 발생액 이익조정 및 실제 이익조정에 미치는 영향,” 회계정보 연구, 30(2), 115-146.
- 손평식 (2008), “기업지배구조와 이익조정에 관한 연구 - 기업지배구조평가지수를 이용,” 전문경영인 연구, 11(2), 159-182.
- 송인만, 백원선, 박현섭 (2004), “적자 보고를 회피하기 위한 이익조정,” 회계저널, 13(2), 29-51.
- 안홍복, 서란주 (2013), “기업지배구조와 이익조정: 주요대주주와 지배권경쟁가능성을 중심으로,” 회계학연구, 38(1), 43-85.
- 이상철, 이경태 (2003), “감사위원회 도입이 이익조정에 미치는 영향,” 회계학 연구, 28, 143-172.
- 이아영, 전성빈, 김성혜 (2012), “지배주주의 지분구조와 실제이익조정 -소유권과 소유지배과리도를 중심으로-,” 회계학연구, 37(1), 157-189.
- 전규안, 최종학, 박종일 (2004), “감사위원회의 설치와 이익조정사이의 관계,” 회계학연구, 29(1), 143-177.
- 전홍민, 김현희, 차승민 (2011), “기관투자자가 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향,” 경영학연구, 40(2), 383-406.
- 최종서, 곽영민 (2010), “경영자의 과잉투자성향과 이익조정의 관련성,” 회계학연구, 35(4), 25-81.
- 최현돌, 윤재원 (2006), “기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향,” 회계학연구, 31(4), 145-174.
- Burgstahler, D. and I. Dichev (1997), “Earnings Management to Avoid Earnings Decrease and Losses,” *Journal of Accounting and Economics*, 24, 99-126.
- Chen, X., J. Harford, and K. Li (2007), “Monitoring, Which institutions matter?,” *Journal of Financial Economics*, 86(2), 279-305.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L (2002), “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Cohen, D. A. and P. Zarowin (2010), “Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings,” *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2-19.
- Cohen, D. A., A. Dey, and T. Z. Lys (2008), “Real and Accrual Based Earnings Management in the Pre- and Post- Sarbanes-Oxley Periods,” *The Accounting Reviews*, 83, 757-787.
- DeFond, M. S., and J. Jambalvo (1994), “Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176.
- Healy, P. and J. Wahlen (1999), “A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting,” *Accounting Horizons*, 13, 365-384.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer (2000), “Tunneling,” *American Economic Review Paper and Proceeding*, 22-27.
- López de Silanes, F., R. La Porta, A. Shleifer, and R. Vishny (2002), “Investor Protection and

- Corporate Valuation," *Journal of Finance*, 58(3), 1147–1170.
- Klein, A. (2002), "Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management," *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375–400.
- Roychowdhury, S. (2006), "Earnings Management through real activities manipulation," *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335–370
- Schipper, K. (1989), "Commentary on Earnings Management," *Accounting Horizons*, 3, 91–102.
- Xie, B., W. N. Davidson, and P. J. DaDalt (2003), "Earnings Management and Corporate Governance : the Role of the Board and the Audit Committee," *Journal of Corporate Finance*, 9, 295–316.



# 논문발표 Session 4

## Session 4: China Session (1층, 长乐厅;장악청)

좌 장: 박상철(전남대)

### ■ 1. A Study on Korean Firms' Outward FDI to China and Their Substantiality

- 발표자: 임형록, 정석균(한양대)
- 토론자: 황희곤(한림국제대학원)

### ■ 2. Study on the effects of FDI in China's Localization Strategy on the Image of Korean Wave

- 발표자: 위오기(공주대), 권주형(숭실대), 소정몽이(공주대)
- 토론자: 이재혁(고려대)

### ■ 3. An effective actions of the China against a remedies of the United States for Chinese products

- 발표자: 윤정희(세명대)
- 토론자: 윤동진(우석대)



## 중국 내 순차적 직접투자와 지속가능성에 관한 연구

### A Study on Korean Firms' Outward FDIs to China and Their Substantiality

#### 임 형 록

(Hyung-Rok Yim, 1저자)

한양대학교 경영학부 부교수

hryim@hanyang.ac.kr

#### 정 석 균

(Suk-Kyun Chung, 교신저자)

한양대학교 정책학과 교수

chungphd@hanyang.ac.kr



## 국문초록

본 연구는 대(對)중국 직접투자가 일회성 투자에 그치지 않고 후속투자를 거쳐 순차적으로 발생한다는 점에 초점을 맞추어 순차적 직접투자가 가지는 경영 전략적 우위를 검증하고자 했다. 이를 위해 일차적으로 수량경쟁모형을 구축해 이론적 분석을 시도한 후 실증적으로 검증가능한 명제들을 추출해 냈다. 유한반복 게임으로 구축된 수량경쟁모형은 첫째, 일회성 투자에 비해 순차적 직접투자의 생산증대효과가 보다 크게 발생하고, 둘째, 단일투자에 비해 보다 큰 미래가치를 창출할 수 있어 대(對)중국 직접투자의 지속 가능성을 더욱 높이는 효과를 갖는다. 셋째, 대(對)중국 순차적 직접투자는 장기적으로 진행될수록 현재가치가 높아지는 인과율을 갖는다. 이는 중국 시장에서의 노하우가 축적될수록 경쟁우위가 강화될 것임을 의미한다. 이러한 이론 모형의 예측을 검증하기 위해 대(對)중국 직접투자를 시행한 우리나라 모기업들을 대상으로 회귀분석을 시도했고, 그 결과 수량경쟁 모형이 제시한 명제들이 지지되었다. 주요 결과를 정리하면 첫째, 순차적 투자는 모기업의 매출액과 생산성에 있어 유의적인 정(正)의 효과를 미치는 것으로 나타났고, 둘째, 중국 내 활동기간이 길수록 총 자회사 수가 증가해 모기업의 경영성과로 연결되는 특징을 보인다. 셋째, 최초 자회사에 대한 몰입도가 높을수록 후속투자가 증가하고 모기업의 경영성과 역시 동반상승한다.

▶ Keywords : 직접투자, 수량경쟁, 생산효과, 경영성과, 후속투자

# I. 서 론

## 1.1 연구의 배경

덩샤오핑의 개방정책 이후 고도성장을 시현한 중국은 오늘날 G2로서 그 위상이 매우 높다. 1990년대 말에서 2000년대 초까지만 해도 경제규모 세계 7위에 그쳤던 중국은 지난 2007년 독일을 제치고 세계 3위의 경제 강국으로 올라섰을 뿐더러 2010년에는 일본을 추월해 세계 2위의 경제대국으로 성장한 상황이다. 우리나라 역시 중국이 최대 수출처로 자리 잡으면서 대(對)중국 직접투자 역시 1992년 한중 외교 수립 이후 큰 증가세에 놓여 있다.

이렇듯 급성장한 중국이기에 그 동안 많은 연구들이 진행되어 왔는데, 중국과 관련된 해외의 초기 연구들은 주로 자원기반관점에서 대중국 투자를 위한 진입 유형에 초점을 맞추어 왔다 (Luo, 2001; Pan and Tse, 2000; Sun, 1999; Zhao and Zhu, 1998; Kumar and Subramainam, 1997; Tse et al., 1997;

Pan, 1996; Shan, 1991). 이는 중국이 갖는 소비시장으로서의 가치보다는 중국이 보유한 자원의 가치가 기업의 입장에서는 더욱 중요하다는 관점에 기반한 것이다. 자원기반 관점의 연구들은 기업들이 생산성 높은 자원을 획득하기 위해 중국 시장으로 진출하거나 다각화를 시도한다는 점을 강조한다.

더불어 이 과정을 통해 각종 무형자산들이 기업의 자산으로 활용될 수 있는 가능성이 존재하는데, Chang(1995)의 연구는 중국으로 향하는 직접투자의 성격에 관한 중요한 실마리를 제공한다. 즉, 일본 기업들의 경우 미국에 최초투자를 시도할 때 핵심역량을 갖춘 사업에 일차적으로 진출하고, 이를 통해 획득한 노하우와 경험을 기반으로 해 후속 투자를 통한 다각화를 시도하는 경향이 강하다. 이 부분은 후속투자가 순차적 투자를 통해 시도된다는 점을 반증한다. Song(2002)은 제조업에 있어서 기업의 기술력이 해외 자회사들의 후속투자에 주요한 영향을 미친다는 점을 초점을 맞추어 기업의 독점적 우위를 설명하고자 연구개발 집중도를 도입했다. Chang과 Resenzweig(2001)의 연구는 후속투자의 소유권 선택문제에 있어 중요한 내생성 문제를 지적한다. 기본적으로 최초투자시 투자기업의 성향과 후속투자시의 성향과 상황이 상이할 수 있는데, 이들에 따르면 최초투자가 발생하는 시점의 소유권의 구조가 후속 투자 시에도 그대로 반영되는 경향이 존재한다.

최근에는 중국 내 투자기업의 자회사를 대상으로 하는 기술 네트워킹이나 기술이전 및 연구 역량 등의 미시적인 접근이 이루어지고 있다 (Achcaoucaou et al., 2014; Tang and Rowe, 2012; Swan and Allred, 2009; Wang et al., 2004). 특히 후속투자의 진입유형에 관해서 다수의 연구가 존재하는데, 최초 투자의 경우 현지국 파트너의 노하우와 역량을 공유하기 위해 합작투자가 다소간 선호되나 후속투자 시에는 단독투자가 선호되는 특징을 보인다(Luo et al., 2008; Luo, 2007; Song, 2002; Sun, et al., 2002).

중국의 3대 교역국 중 하나인 우리나라의 대(對)중국 직접투자 규모는 높은 수준으로서 우리나라의 총투자에서 중국 투자가 차지하는 비율은 2005년 39.1%를 기록한 이후 지속적으로 15% 이상을 기록하고 있고(김석우, 2012), 대(對)중국 직접투자는 일회성 투자가 아닌 후속투자가 병행되는 특징을 갖는다(김주영, 2007). 이러한 특성들은 우리나라 기업들의 대(對)중국 투자가 장기적인 연속성을 갖는다는 점을 의미하고, 결과적으로 규모의 확대 및 판로의 확대를 획책하는 순차적 투자(sequential investment)가 시도된다는 점을 의미한다(강태구, 2009).

경영전략적 관점에서 순차적 직접투자가 내포하고 있는 가장 중요한 가치는 이들이 우리나라 기업들의 대(對)중국 투자의 지속가능성을 담보한다는 점이다. 순차적 투자를 통해 설립된 자회사들은 중국 내 생산거점 포트폴리오 확보 및 지리적 확장성을 확대시킬 수 있는 전략적 유연성을 제공할 수 있어 지속 가능성은 단일투자에 비해 높기 마련이다. 따라서 우리나라 기업들의 대(對)중국 직접투자와 경영 전략적 기여도와의 연관성에 접근하고자 할 경우 순차적 투자의 관점에서 접근하는 것이 보다 유의미한 시사점을 얻어낼 수 있는 방법이다.

하지만 순차적 투자 관점에서 우리나라 기업들의 중국투자를 분석한 기존 연구는 매우 제한적인 것이 현실이다. 대(對)중국 직접투자와 관련해 기존의 연구들은 크게 두 가지 축으로 정리해 볼 수 있겠는데, 상당수의 기존 연구들은 중국시장으로의 진입유형에 초점을 맞추고 있는 실정이다(이중우·고광근, 2013; 김명숙, 2012; 이대퇴·김성순, 2011; 이제홍, 2008; 박영렬·곽주영·노정현, 2011; 서동

혁, 2004; 황운섭, 2002). 다만 최근에 들어서 중국에 대한 투자의 가치창출에 관련한 접근이 진행되고 있는 상황이다(강성진·윤별아, 2013; 고정식, 2013; 최의현·라매근, 2012).

## 1.2 연구의 목적

현실적으로 후속투자를 고려한 대(對)중국 순차적 투자에 관련된 구체적인 국내 연구논문은 강태구(2009)와 서동혁(2004) 그리고 김익수·한병섭(2000)이 거의 유일하다고 할 정도로 연구가 매우 협소하다. 김익수·한병섭(2000)의 연구는 후속투자를 본격적으로 도입했다기 보다는 재투자적 관점에서 대(對)중국직접투자에 접근한 것으로 최초투자를 결정했던 입지요인들이 재투자 시 어떠한 영향을 미치게 되는가를 동태적으로 분석한 것이 특징이다. 1991-1995에 걸쳐 2회 이상 중국에 투자한 225개 한국 업체들을 표본으로 삼은 실증분석 결과 최초 투자 시에는 사회·문화적 요인, 예를 들어 총 자회사 종업원 중 조선족의 비중이 원가요인보다 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만 재투자 시에는 사회·문화적 요인보다는 1인당 GDP와 같은 시장요인과 우대조치와 같은 정책요인의 영향이 더욱 크게 나타났다. 이러한 연구결과는 최초투자에 비해 재투자 시에 학습효과(learning-by-doing)가 더욱 크게 발생한다는 점을 시사한다.

서동혁(2004)은 기업특유요인, 산업특유요인, 입지특유요인으로 구분한 후 이들이 초기투자와 후속투자의 진입방식에 미치는 영향을 실증적으로 분석했다. 연구결과에 따르면 연구개발집약도, 모기업의 규모 혹은 국제적 경험 등과 같은 모기업의 특성변수들이 초기투자의 진입형태에 영향을 미치는 반면 현지국 경험, 자회사의 성과 등과 같은 현지국 내 자회사의 특성변수가 후속투자의 진입형태에 유의적인 영향을 미친다.

강태구(2009)의 연구는 대중국 후속투자의 결정요인을 분석한 것으로 대중국 후속투자의 개념을 ‘최초 투자된 중국에 대한 또 다른 동일업종 내 해외투자’로 정의했다. 그는 중국투자기업을 대상으로 설문조사를 실시한 후 후속투자 시 소유권 결정에 미치는 요인들을 추출해 내고자 했는데, 특히 독점적 우위, 내부화 우위, 입지 우위, 글로벌 전략의 4가지 요인을 축으로 삼았다. 그 결과 내부화 우위를 갖거나 국제화 전략이 수행하는 기업일수록 단독투자를 선호하고, 입지우위가 강할수록 합작투자를 선호하는 성향이 존재하는 것으로 나타났다. 이는 기술력과 마케팅 능력을 중심으로 대만기업들의 중국투자 소유지분 결정요인을 규명한 계성환(2012)의 연구와는 매우 다른 양상이다.

현재 우리나라 기업들의 대(對)중국 후속투자가 활발히 진행되는 현실에 비추어 볼 때 우리나라 기업들의 후속투자와 관련된 연구가 협소한 현실은 매우 아쉬운 부분이다. 이렇듯 선행 연구가 부진한 까닭은 기본적으로 중국 내 자회사에 대한 통계자료 확보가 어렵다는 현실적인 한계가 매우 크다. 더 불어 상장사가 아닐 경우 모기업에 대한 신뢰성 있는 재무자료가 불완전하다는 데이터상의 문제 역시 큰 한계로 작용한다. 특히나 학술적인 측면에서는 순차적 투자를 평가할 수 있는 이론적 모형의 구축이 절실히 요구된다. 하지만 후속투자 관련 연구의 협소함으로 인해 이론적 모형을 구축한 후 주요 명제를 추출해 낸 이후 추가적으로 실증분석하고자 하는 시도 자체가 아직까지 전무하다. 반대로 말해 지속가능성을 축으로 놓고 우리나라 기업들의 대(對)중국 직접투자에 대해 접근한 기존의 연구가 매우

미비하다.

이에 본 연구는 크게 두 가지의 연구 목표를 설정하고자 한다. 첫 번째, 후속투자가 결정되는 이론적 모형을 구축할 것이고, 이를 통해 후속투자 관련 연구에 있어서의 이론적 논증을 시도하고자 한다. 본 연구에서 설정하고자 하는 이론 모형은 크게 두 가지 교차축에 준해 설정된다. 기본적으로 우리나라의 대(對)중국 순차적 투자는 제조업 위주로 이루어지고 있으니 만큼 규모의 경제성(the economies of scale)이 곧 전략적 우위와 직결되기 쉬운 구조에 놓여 있다. 따라서 수량경쟁모형을 도입해 생산효과를 통한 전략적 우위를 분석하고자 한다. 다음으로 수량경쟁을 도모하기 위한 수단으로서 최초투자와 후속투자를 고려해 순차적 투자가 시퀀스를 가지는 서브게임(subgame)의 형태를 갖고 있는 것으로 상정한다. 이는 최초투자가 발생한 이후 후속투자로 진행되는 순차적 투자가 유한 반복게임(finitely repeated game)의 형태 즉, 일정 기간동안 생산활동이 지속적으로 진행되는 구조 하에 놓여 있다는 점을 의미한다. 또한 이러한 설계는 장기적인 관점에서 모기업이 대(對)중국 직접투자를 철수할 수 있는 아웃사이드 옵션(outside option)을 가지고 있는 현실성을 반영하기 위한 것이기도 하다.

두 번째, 우리나라 기업들의 대(對)중국 직접투자 관련 횡단면 데이터를 구축 해 수량경쟁 모형을 통해 획득한 명제들을 검증하고자 한다. 하지만 해외 자회사에 대한 시계열 자료가 협소한 것은 부인할 수 없는 현실이므로 제한된 의미에서의 실증적 접근이 이루어질 수 밖에 없다는 점을 인식할 필요가 있다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 서베이 자료에 의존하지 않고, 계량적 접근을 시도해 현실적인 시사점을 유도해낼 수 있는 장점을 가진다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 1 장 서론에 이어 제 2 장에서는 쿠르노 타입 수량경쟁 모형을 구축하기 위한 기본 가정과 주요 명제들을 도출한다. 제 3 장에서는 실증분석을 위한 데이터와 더불어 연구모형을 구축한 후 제 4 장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 제 5 장에서는 본 연구의 주요 결과 및 시사점을 논의한다.

## II. 연구모형

### 2.1 기본 가정

대(對)중국 직접투자가 순차적 투자의 형태를 갖는다는 것은 최초의 중국 법인이 설립된 이후 또 다른 지역에 추가적으로 법인들이 설립된다는 점을 의미한다. 기본적으로 최초로 설립된 중국 법인은 최초투자를 의미한다. 반면 후속투자는 새로운 법인이 설립되어 외생적인 생산증대 효과가 발생하는 경우로 한정된다. 따라서 기존에 설립되어 있는 법인을 대상으로 공장증설 등과 같은 추가적인 투자가 발생하는 추가투자와는 구별되는 개념으로 이해할 수 있다. 즉, 본 연구에는 “순차적 투자 = 최초투자 + 후속투자”로 정의한다.

다음으로 우리나라 기업들의 대(對)중국 직접투자 시 일반적으로 관측되는 두 가지 핵심축을 구체화시킬 필요가 있다. 첫 번째 축은 후속투자의 경우 최초 투자의 조건부적 사건의 성격을 갖는다는 점이다. 쉽게 말해 중국으로의 최초 투자가 만족스러울 경우 모기업은 후속투자에 적극적이기 쉽고, 반대의 경우 후속투자가 발생할 가능성은 낮아진다. 두 번째 축은 중국이 곧 세계의 공장으로 일컬어지고 있는 부분이다. 이는 우리나라 기업들 역시 중국의 노동력을 아웃소싱하기 위해 직접투자를 시도할 개연성이 매우 높다는 점을 의미하고, 원가절감 효과가 우리나라 기업들의 대(對)중국 직접투자의 동인(動因)일 것이라는 점을 시사한다. 이 부분은 순차적 투자 게임 모형을 설정함에 있어 매우 중요한 단초로 이해할 수 있다. 즉, 기대가치나 효용의 관점보다는 규모의 경제성에 기반한 생산우위를 모형화하는 것이 우리나라 기업들의 대(對)중국 직접투자를 설명하기에 보다 적합하다.

따라서 본 절에서는 쿠르노 타입의 수량경쟁 (cournot type quantity competition) 모형에 준해 순차적 투자가 갖는 경영 전략적 우위를 분석한다. 쿠르노 타입 수량경쟁 모형의 핵심은 크게 세 가지 요소로 구성된다. 첫째, 역수요 함수로 대표되는 시장수요를 경쟁기업들이 분할해 보유하고, 둘째, 경쟁기업들의 한계비용은 기술수준에 의해 결정되며, 셋째, 이에 따라 각 기업들의 수량과 이윤이 결정된다.

우리나라 대(對)중국 직접투자자들을 A로 칭하고 중국 내에서의 경쟁기업을 B라 칭한다. 중국은 생산기지로서의 장점뿐만 아니라 소비시장으로서도 중요한 의미를 갖고 있기에 A는 B가 위치한 현지국에 최초 투자를 시도한다. A와 B는 같은 제품수명주기 하에서 경쟁하는 기업군에 속해있는 기업들로서 따라서 양자 간의 기술수준은 한계비용  $c$ 로 대표된다. 이는 기술수준은 모기업과 경쟁기업 간에 동일하다는 것이고, 따라서 A가 현지국에 침투함에 있어 기술적 장애요인은 발생하지 않는다.<sup>1)</sup>

시장의 역수요함수는  $p = 1 - q$ 과 같고, A의 최초 투자로 인해  $q = q_A + q_B$ 로 주어진다. 따라서 A가 대중국 최초 투자를 단행함으로서 현지국에서 A와 B는 각각  $\pi_A = \pi_A(c, c)$  그리고  $\pi_B = \pi_B(c, c)$ 의 이윤을 얻는다. A사의 최초투자 이후 양 사의 균형생산량과 균형 이윤은 각각 식 (1)과 식 (2)로 주어진다. 이를 통해 기술수준이 높아질수록 즉, 한계비용이 낮아질수록 양 사의 균형 생산량과 균형 이윤은 증가할 것임을 알 수 있다.<sup>2)</sup>  $q_A^*(c, c)$ 와  $q_B^*(c, c)$ 에서 괄호 안의  $c$ 는 A와 B의 한계비용을 의미한다.

$$q_A^*(c, c) = q_B^*(c, c) = \frac{(1-c)}{3} \quad (1)$$

$$\pi_A^*(c, c) = \pi_B^*(c, c) = \frac{(1-c)^2}{9} \quad (2)$$

1) 물론  $c_1$ 과  $c_2$ 로 구분해 연구모형을 설정할 수 있다. 하지만 현실적으로 우리나라 대(對)중국 투자기업들의 한계비용에 대한 정보가 전무한 형편으로 설명 이론적인 가설설정이 가능할지라도 이에 대한 검증은 현실적으로 불가능하다. 따라서 본 연구에서는 모형의 편의성을 위해 A와 B의 한계비용이 동일한 것으로 가정하고자 한다. 이론적으로는 같은 제품수명주기에 놓여 있는 기업들을 상정하는 것이 순차적 직접투자에 따라 경쟁우위가 발현되는 구조를 보다 손쉽게 증명해 낼 수 있는 장점을 갖는다.

2) 본 연구는 순차적 직접투자가 대(對)중국 직접투자를 시행한 우리나라 모기업들의 기업성과에 대해 갖는 경영성과를 검증하는 데에 목적을 두고 있으므로 경쟁기업과의 기술수준은 동일한 것으로 상정해도 논의를 진행해도 시사점을 추출하는 데에 있어 무리가 없다.

## 2.2 순차적 투자의 전략적 우위

최초투자 이후 A가 후속투자를 진행 해  $m-1$  ( $m \geq 2$ )에 해당하는 중국 내 자회사를 추가적으로 설립한다고 하자. 이는 수량경쟁 구도 하에서 A가 적극적으로 생산량을 확대시키려는 전략적 동기가 강하다는 점을 의미한다. 이를 후속투자로 정의할 수 있겠고, 순차적 투자에 의한 A의 생산량은  $Q_A = mq_A$ 로 정의된다. A의 순차적 투자가 발생한 이후 역수요함수는  $p = 1 - Q_A - Q_B$ 로 주어진다. 따라서 A가 순차적 투자를 완료한 이후 A와 B는 식 (2)와 식 (3)과 같이 각각  $\pi_{A|S}$ 와  $\pi_{B|S}$ 로 정의되며, 양 사는 이를 극대화시키는 균형 생산량을 결정하게 된다.

$$\pi_{A|S} = (1 - Q_A - Q_B)Q_A - cQ_A \quad (3)$$

$$\pi_{B|S} = (1 - Q_A - Q_B)Q_B - cQ_B \quad (4)$$

식 (3)과 식 (4)를 교차해서 풀면 순차적 투자 이후 A의 균형 생산량은 식 (5)와 같이 구할 수 있고, B의 균형 생산량은 식 (6)과 같이 도출된다.  $Q_{A|S}^*$ 는 순차적 투자 이후 A의 균형 생산량을 의미하고,  $Q_{B|S}^*$ 는 A가 순차적 투자를 단행한 이후 B의 균형 생산량을 의미한다.

$$Q_{A|S}^* = \frac{2(1-c)}{5} \quad (5)$$

$$Q_{B|S}^* = \frac{(1-c)}{5} \quad (6)$$

Proposition 1은 순차적 투자가 모기업에 대해 갖는 기여도를 단적으로 보여준다. A는 순차적 투자를 통해 생산량 증대효과를 거둘 수 있고, 수량경쟁 구도 하에서 B에 대한 경쟁우위를 점할 수 있다. 이러한 생산우위는 A의 매출액 증대로 연결되는 반면 B는 생산열위를 겪게 된다. 이러한 상호작용을 통해 A는 규모 확대라는 전략적 우위를 거둘 수 있다.

**Proposition 1.** 모기업은 순차적 투자를 통해 생산량 증가와 함께 매출증가를 달성할 수 있다.

증명. 순차적 투자에 의한 생산우위 효과는  $Q_{A|S}^* - q_A^* = \frac{2(1-c)}{5} - \frac{(1-c)}{3} = \frac{(1-c)}{15} > 0$ 로 나타나고, 순차적 투자에 준한 이윤 증대 효과는

$$\pi_{A|S}^* - \pi_A^* = \frac{4(1-c)^2}{25} - \frac{(1-c)^2}{9} = \frac{11}{225}(1-c)^2 > 0 \text{ 과 같다.}$$

## 2.3 순차적 투자의 유한반복 게임모형 구축

순차적 직접투자는 A의 장기적 포트폴리오 측면에서 진행되는 것이므로 시간에 따른 기대가치가 중요한 관건으로 대두된다. 더불어 모기업의 비즈니스 포트폴리오에 따라 중국 내 자회사들의 생존기간이 유한적으로 존치될 수 있어 시간에 따른 현재가치는 중요한 의미를 갖는다.

이를 위해  $Q_A^*$ 와  $Q_B^*$ 의 경쟁 구도가 최대 1기부터  $n$ 기까지 반복된다고 가정한다. 이러한 반복 구조 하에 A가 얻을 수 있는 기대 생산량의 현재 가치는 식 (7)과 같이 도출된다. 식 (7)에서  $\delta$ 는 할인인자(discount factor)로서  $\delta = \frac{1}{1+r}$ 로 정의되고, 여기서  $r$ 은 할인율(discount rate)이다. 만약 할인율이 크다면 즉, 할인인자가 낮다면 이는 A의 대(對)중국 순차적 직접투자에 대한 미래의 기대가치가 낮다는 점을 의미하고, 따라서  $n$ 기에 환산한 현재가치( $V_n$ ) 역시 크게 낮아지게 된다. 반대로 만약 할인율이 매우 낮다면 대(對)중국 순차적 직접투자의 미래가치가 높아져 순차적으로 설립된 자회사들을 보다 오래 유지하기 쉬워진다.

$$V_n = Q_A^* + \delta Q_A^* + \delta^2 Q_A^* + \cdots \delta^{n-1} Q_A^* \quad (7)$$

Proposition 2는 유한반복 게임모형 하에서 할인율과 관련해 흥미로운 시사점을 내포한다. 할인율이 순차적 투자의 현재가치를 결정하는 만큼 할인율을 높게 가지는 모기업의 경우 중국 현지 자회사에 대한 몰입도가 낮을 수밖에 없다. 이러한 경우 대중국 직접투자를 지속시킬 유인은 상대적으로 낮아진다. 반대로 할인율이 낮은 모기업일수록 자회사에 대한 투자 비중을 증가시켜 높은 몰입도를 보이게 쉽고, 그 결과 중국에 자회사를 존속시킬 확률 역시 높아질 것이다. Proposition 2는 이 부분을 적시한다. 즉, 중국내 자회사에 대한 몰입도가 높을수록 그리고 후속투자가 빈번할수록 모기업은 대(對)중국 직접투자를 지속할 유인을 갖는다.

**Proposition 2.** 순차적 직접투자에 대한 할인율이 낮을수록 순차적 직접투자의 현재가치가 높아져 자회사를 유지할 유인이 커진다.

Proof. 합작투자가  $n$ 기 동안 진행된다고 할 때, 합작투자로 인해 거둘 수 있는 기대생산량의 가치는

$$V_n = \frac{1 - \delta^n}{1 - \delta} Q_A^* \text{로 주어진다.}^3) \text{ 따라서 할인인자가 커질수록 대(對)중국 직접투자의 현재가치는 커진다.}$$

대(對)중국 해외직접투자자와 관련해 매우 흥미로운 이슈는 중국에서의 활동 기간과 순차적 해외직접투자의 연관성 부분이다. 1992년 우리나라와 수교를 맺은 중국이기에 최초 투자가 빠르다는 것은 순

3) 이는  $\frac{1 - \delta^n}{1 - \delta} = 1 + \delta + \delta^2 + \cdots \delta^{n-1}$ 이기 때문이다.

차적 투자를 진행시킬 수 있는 여유와 노하우를 보다 많이 가질 수 있다는 의미와 같다. 이를 노하우 효과로 정의할 때 진입시점이 빠를수록 순차적 해외직접투자의 기대가치가 높을 것인데, Proposition 2는 이 논제에 대한 해석을 제시한다. 즉, 최초투자의 진입시기가 빠를 경우 발생하는 노하우 효과와 순차적 투자의 빈도는 상호간 정(正)의 관계를 가진다.

**Proposition 3.** 모기업의 현지국 진출시기가 빠를수록 순차적 직접투자의 기대가치가 상승하고, 따라서 순차적 후속투자가 이루어지기 쉽다.

증명.  $V_{n+1} - V_n = \alpha^n Q_A^* > 0$ 이므로 순차적 투자의 기대가치는 중국 시장에서의 활동기간이 길수록 증가한다.

순차적 직접투자는 정(正)의 생산효과를 발생시키게 되는데, Proposition 4는 n기 동안의 대(對)중국 순차적 직접투자의 현재 가치( $V_n$ )가 생산효과에 의해 증가할 것임을 제시한다. Proposition 4에서 중요한 점은  $\delta > \delta^n$ 이라는 사실이다. 즉, 생산효과는 순차적 직접투자의 현재가치를 단순히 증가시키는 데에 그치지 않고 증폭시키는 기능을 가지고 있고, 이를 통해 중국 자회사의 지속가능성은 더욱 강화된다.

**Proposition 4.** 생산효과는 순차적 직접투자의 현재가치를 증가시킨다.

증명.  $V = \frac{1-\delta^n}{1-\delta} Q_A^*$ 의 선형관계에서  $Q_A^*$ 가 증가할 때 기대생산량의 값은 정(正)의 기울기로 증가함을 알 수 있다.

## III. 실증 분석

### 3.1 데이터의 구성

중국에 직접투자를 시행한 우리나라 기업들의 리스트를 확보하기 위해 본 연구에서는 「해외진출 한국기업 디렉토리-2011/12」를 사용했다. 이를 통해 우리나라 모기업과 이들의 자회사의 리스트를 확보했고, 이 과정은 크게 다음의 세 가지 단계를 거쳐 이루어졌다.

첫 번째 단계로서 「해외진출 한국기업 디렉토리-2011/12」의 중국편을 통해 중국 현지에 자회사를 설립한 적이 있는 모기업들의 리스트를 일차적으로 확보했다. 우리나라 대(對)중국 투자기업들의 성격을 살펴 보면 1992년 수교 이후에는 수공업과 경공업이 직접투자를 선도했고, 1990년대 중후반



이후에는 전기·전자전통제조업들의 진출이 가시화되었다. 특히 2002년 현대 자동차의 합작진출 이후부터는 운송기기 산업의 진출이 적극적으로 이루어졌다. 이 부분은 대(對)중국 투자기업들이 코스피 상장사, 코스닥 상장사, 그리고 외부감사 기업을 아우르는 다양한 산업에서 배출된다는 점을 의미한다.

두 번째 단계로 이들 모기업들이 중국에 설립한 자회사들을 개별적으로 파악해야 한다. 여기에는 두 가지의 현실적 한계가 존재한다. 먼저 중국 내 자회사들에 대한 시계열 자료가 부재하다. 즉, 중국 내 자회사들에 대한 주소, 총종업원 수, 총 투자금액 등의 매우 제한적인 횡단면 자료만이 수집가능하다. 다음으로 자회사들에 대한 정보가 완벽하지 않은 경우가 매우 빈번하게 관측된다. 따라서 총 자회사의 숫자만이 변수화 될 수 있을 뿐 전체 평균의 개념에서 횡단면적 데이터를 구축하기에는 무리가 따른다. 이를 우회하기 위해 본 연구는 후속 투자가 최초 투자에 대한 조건부적 이벤트라는 특성에 준해 최초 자회사에 대한 정보를 추출해 대리변수로 삼고자 한다.

세 번째, 모기업들의 특성 변수를 선정함에 있어서는 우리나라 기업들의 경우 생산우위의 확보를 위해 중국으로 직접투자를 단행하는 경우가 빈번하다는 점에 중점을 두었다. 이 부분은 중국 내 노동우위를 확보하기 위해 직접투자가 이루어지기 쉽다는 것이므로 이러한 특성을 가진 기업이 대(對)중국 직접투자에 나서고 있는 것인지를 통제하는 것이 필요하다. 따라서 본 연구에서는 모기업의 노동장비율과 자본집약도를 통제 변수로 사용한다. 본 연구에서는 이들 자료가 모두 존재하는 모기업들만을 실증분석에 포함시켰고, 모기업의 재무정보는 KIS-Value를 통해 추출했다.

이러한 단계를 거쳐 총 132개의 모기업들이 확인되었고, 이 중 75개사(56.8%)가 순차적 직접투자를 시행한 기업들이다. 코스피 상장사들은 총 60개사, 코스닥 상장사들은 총 26개사, 그리고 외부감사 기업들은 총 43개로 구성된다. 이들의 총 자회사 수, 최초 자회사에 대한 몰입도, 그리고 중국 내 총 영업연수는 <표 1>과 같다.

코스피 상장사가 평균적으로 약 3개의 중국 자회사를 보유하고 있는데 반해 코스닥 상장사들과 외부감사 기업들의 중국 현지 자회사 수는 평균 2개 이하에 불과하다. 하지만 최초 자회사에 대한 몰입도는 매우 상이한 차이를 보인다. 코스피 상장사들의 경우 최초 자회사의 투자금액이 모기업 총자산 대비 약 3.3% 수준이지만 코스닥 상장사들과 외부감사 기업들의 경우 각각 11.4% 그리고 9.7%로서 상대적으로 매우 높다. 이 부분은 우리나라 대(對)중국 투자기업들의 특성에 관한 중요한 함의를 내포한다. 투자자본이 상대적으로 충분한 코스피 상장사들의 경우 순차적 투자를 전개해 분산형인 포트폴리오 구성을 지향할 여유가 존재한다. 하지만 코스닥 상장사들이나 외부감사 기업들의 경우 축차소모가 불가피하므로 상대적으로 최초 투자기업에 선택과 집중이라는 전략적인 유인이 매우 클 수밖에 없다. 따라서 소수의 자회사에 대한 투자비중이 높아지는 내생성이 존재하기 쉽다.

한편 우리나라와 중국의 수교년도가 1992년이라는 점을 상기할 때 자회사 설립 후 중국 내 총 영업연수는 최대 22년으로 한정된다. 흥미로운 점은 평균 총 영업연수에 있어 상호간 큰 차이를 보이지 않는다는 점이다. 하지만 종이·섬유·의복, 음식료 등과 같은 경공업 분야에서 배출된 24개사의 경우 평균 총 영업연수가 12.6년, 전기·전자, 석유화학, 기계 등의 전통 제조업에 포진한 71개사의 경우 총 영업연수는 11.6년 그리고 운송기기 분야의 24개사의 경우 9.4년으로 상호간 차이를 보인다.

〈표 1〉 대(對)중국 순차적 투자기업들의 현지 투자 특성

변수	구분	평균	표준편차	최소값	최대값
총 자회사 수	코스피 상장사	2.9	2.9	1	15
	코스닥 상장사	1.6	1.3	1	6
	외부감사 기업	1.7	1.1	1	7
최초 자회사에 대한 몰입도	코스피 상장사	3.3%	4.6%	0.004%	5.98%
	코스닥 상장사	11.4%	15.4%	0.52%	66.02%
	외부감사 기업	9.7%	12.5%	0.18%	45.64%
중국 내 총 영업연수	코스피 상장사	11.9년	4.6	4	20
	코스닥 상장사	11.3년	4.7	4	22
	외부감사 기업	11년	5.1	3	22

## 3.2 모형의 구성

본 연구의 연구모형은 대(對)중국 직접투자 기업들을 대상으로 수량경쟁 모형에서 설정된 네 가지 Proposition들을 검증할 수 있도록 디자인되어야 한다. 이를 위해 세 가지 방식의 추정식이 설정되었다.

먼저 식 (8)은 순차적 대(對)중국 직접투자가 모기업의 경영성과에 미치는 기여도를 검증하기 위해 구성된 것이다. 종속변수  $y_i$ 는 성과지표를 의미하는데, 구체적으로 총매출액과 생산성이 성과지표로 사용한다.  $kp$ 는 코스피 상장사 더미이고,  $kd$ 는 코스닥 상장사 더미로서 이들은 상수항( $c$ )으로 측정되는 외부감사 기업들에 비해 보다 높은 기업성과를 보이는가를 확인하기 위해 투입되었다. 중국 현지 직접투자 효과에 대한 대리지표로서는 총자회사 수( $sn_i$ )를 기본 축으로 삼았고, 최초 자회사에 대한 총투자금액을 모기업의 총자산으로 조정한 최초 자회사에 대한 몰입도( $sc_i$ )를 추가적으로 검증해 적합성(robustness) 검증을 시도했다.  $lr_i$ 는 노동장비율을 의미하고,  $ci_i$ 는 자본집약도를 의미한다.

식 (8)에서 매출액이 종속변수로 사용될 경우  $kp$ 와  $kd$ 의 더미 변수만으로 모기업의 규모효과를 충분히 통제하기는 사실상 어렵다. 따라서 추가적인 규모 통제 변수를 투입하는 것이 요구된다. 이를 위해 모기업의 총 종업원 수를 규모에 대한 통제변수로 사용하고자 한다. 다만 총 종업원 수의 자연로그 값( $\ln em_i$ )과 함께 모기업 총 종업원 수를 제공한 후 자연로그를 취한 값( $\ln em_i^2$ )을 규모통제 변수로 동시에 투입했다. 이는 일차적으로 다중공선성 문제를 해결함과 동시에 이차적으로 기업규모가 지속적으로 확대될지라도 한계생산체감의 법칙에 따라 증가 후 일정 부분 감소세로 전환되어야 한다는 현실성을 반영하기 위함이다. 따라서  $\ln em_i$ 는 정(正)의 부호를 그리고  $\ln em_i^2$ 는 부(負)의 부호를 가질 것으로 예상된다.

$$y_i = c + kp + kd + sn_i(+sc_i) + lr_i + ci_i(+\ln em_i + \ln em_i^2) + e_i \quad (8)$$

식 (9)는 Proposition 2를 검증하기 위해 설정된 것이다. Proposition 2가 강조하는 부분은 중국내 자회사에 대한 할인율이 낮을수록 모기업이 대(對)중국 직접투자를 지속할 유인이 커진다는 것이다. 중

속변수  $\ln wk_i$ 는 최초 중국 자회사의 설립 이후 총 영업연수의 자연로그 값을 의미하는데, 이를 대(對) 중국 순차적 직접투자에 따른 지속 가능성의 대리변수로 활용된다.

할인율의 경우 직접적으로 측정할 수 없기 때문에 최초 자회사를 통해 투영(projection)을 해야 한다. 한 가지 분명한 점은 최초 자회사에 대한 투자유인이 클수록 대(對)중국 직접투자에 대한 묶임효과(tied-in effect)가 커지고, 중국에 대한 몰입이 높아 지속 가능성이 높아질 것이라는 점이다. 이 부분을 분석하기 위해 최초 자회사 몰입도( $sc_i$ )와 최초 자회사 규모에 대한 자연로그 값( $\ln ss_i$ )을 차례로 투입한다.

다만 현실적으로 132개의 모기업들이 최초 투자 이후 지속적으로 중국에서 영업을 하고 있는 상황이다. 즉, 중국에서 철수한 모기업은 존재하지 않는다. 따라서 최초 자회사 몰입도가 평균 이상인 기업들과 평균 이하인 기업들로 양분 해 양자 간의 차이를 분석하고자 한다. 이를 위해 식 (10)에서는 최초 자회사 몰입도가 평균 이상인 기업들을 추출해 더미표시한 후 총 자회사 수를 곱한 변수( $sc^h * sn_i$ )와 최초 자회사 몰입도가 평균 이하인 기업들을 추출해 더미표시한 후 총 자회사 수를 곱한 변수( $sc^l * sn_i$ )가 투입되었다. 따라서 식 (10)을 통해 최초 자회사에 대한 몰입도가 낮은 기업들에 비해 높은 기업들이 순차적 투자를 통해 높은 지속가능성을 보일 것인지를 확인해 볼 수 있다.

$$\ln wk_i = c + kp + kd + sc_i(+\ln ss_i) + lr_i + ci_i + \ln em_i + e_i \quad (9)$$

$$\ln wk_i = c + kp + kd + sc^h * sn_i(+sc^l * sn_i) + lr_i + ci_i + \ln em + e_i \quad (10)$$

식 (11)은 순차적 투자가 진행될 때 최초 진입 시기와 생산에 대한 기여도가 후속투자의 빈도에 정(正)의 효과를 미칠 것이라는 Proposition 3과 Proposition 4를 검증하기 위해 구성된 것이다. 총 후속투자의 횟수( $si_i$ )가 종속변수이고, 최초 자회사의 설립 이후 총 영업연수의 자연로그 값( $\ln wk_i$ )은 노하우에 대한 대리변수이다. 생산효과의 대리변수로는 모기업의 총매출액에 자연로그를 취한 값( $\ln sl_i$ )을 사용하고자 한다.<sup>4)</sup> 총 후속투자의 특성을 제어하는 통제변수로서는 모기업의 총 종업원 수 대비 최초 자회사 내 총 종업원 수의 비율( $emr_i$ )을 사용하고자 한다.

$$si_i = c + kp + kd + \ln wk_i + \ln sl_i + lr_i + ci_i + emr_i + e_i \quad (11)$$

식 (8)–(11)을 추정함에 있어 주지할 부분은 132개 모기업들의 산업배경이나 규모가 매우 상이하다는 점이다. 이는 곧 이분산성(heteroscedasticity)이 발생할 개연성이 존재한다는 점을 의미한다. 따라서 본 연구에서는 이분산성을 교정 해 불편 추정치를 구할 수 있는 White 표준편차를 사용해 각 추정식

4) 모기업 총매출액보다는 자회사의 총매출액을 대리변수로 사용하는 것이 순차적 직접투자의 생산효과를 검증하는 보다 직접적인 방법이다. 하지만 제한된 데이터 하에서 후속투자에 의한 생산증가 효과를 직접적으로 추출해내기가 여의치 않다. 다만 식 (11)에서는 후속투자에 의한 생산효과가 모기업의 매출액에 간접적으로 반영된다고 보고, 모기업의 총매출액의 자연로그 값을 대(對)중국 순차적 투자로 인한 생산증대효과의 간접적인 대리변수로 사용한다. 따라서 실제 후속투자에 의한 생산효과는 <표 1>의 회귀계수보다 작을 것이다.

의 유의성을 검증했다.

### 3.3 실증분석 결과

<표 1>은 식 (8)의 추정결과를 정리한 것인데, 코스닥 기업들이 외부감사 기업들에 비해 반드시 매출액 효과를 갖는 것은 아니다. 하지만 생산성의 경우 외부감사 기업들이 코스피 상장사들과 코스닥 상장사들에 비해 유의적인 수준에서 높다는 것을 확인할 수 있다. 이를 절대적인 규모에서 해석하기 보다는 상대적 측면에서 경공업 위주의 외부감사 기업들의 자회사 몰입도가 높기 때문에 나타나는 현상으로 해석하는 것이 보다 타당하다.

총자회사 수( $sn_i$ )는 모기업의 매출액과 생산성을 유의적인 수준에서 증가시키고 있고, 최초 자회사에 대한 몰입도 ( $sc_i$ ) 역시 성과변수에 유의적인 정(正)의 효과를 미친다. 따라서 순차적 투자를 통해 모기업의 경영성과가 증진될 것이라는 Proposition 1은 지지된다. 정(正)의 효과를 보이는 노동장비율과 자본 집약도는 모기업이 자본 집약적인 장치 및 기계 투입을 통해 경영성과를 개선하려는 성향을 가지고 있다는 점을 의미한다. 모기업의 총종업원 수로 통제한 규모효과의 경우 매출액과 생산성에 있어 예상과 부합한 결과를 보여준다.

〈표 1〉 순차적 직접투자의 모기업 경영성과에 대한 기여도

	종속변수: 매출액 자연로그 값		종속변수: 생산성	
상수 ( $c$ )	-5.4233*** (.9097)	-6.2601*** (.9893)	-2.5210** (.8202)	-3.2599*** ( 1.0381)
코스피 더미 ( $kp$ )	-.1134 (.1376)	-.1057 (.1404)	-.2816** (.1191)	-.2751** ( .1232)
코스닥 더미 ( $kd$ )	.2623 (.1592)	-.3091* (.1662)	-.2629* (.1076)	-.3031*** ( .1148)
총자회사 수 ( $sn_i$ )	.2037** (.0912)	-	.1697*** (.0889)	-
최초 자회사에 대한 몰입도 ( $sc_i$ )	-	.8520* (.4539)	-	.7661* ( .4012)
노동 장비율 ( $lr_i$ )	.1739*** (.0287)	.1925*** (.0301)	.2569*** (.0682)	.2730*** (.0721)
자본집약도 ( $ci_i$ )	.0236*** (.0062)	.0329*** (.0055)	.0286*** (.0053)	.0365*** (.0051)
모기업 총종업원 수의 자연로그 값 ( $\ln em_i$ )	.1662*** (.0279)	.1878*** (.0293)	.0850*** (.0237)	.1041*** ( .0287)
모기업 총종업원 수 제곱의 자연로그 값 ( $\ln em_i^2$ )	-.4602*** (.2060)	-.5828*** (.2135)	-.5898*** (.1764)	-.6983*** (.2026)
R2	0.8943	0.8920	0.4574	0.4499
관측치	130	130	130	130

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

2) 괄호 안은 White 표준편차임.

<표 2>는 후속투자가 최초 자회사 설립 이후 조건부적 이벤트로서 연계되어 발생한다는 점에 기반해 추정 결과를 보고한 것이다. 최초 자회사에 대한 몰입도가 높거나 순차적 투자의 규모가 클수록 대(對)중국 투자에 대한 낮은 할인율을 가지고 있는 기업으로 간주할 수 있다. 그렇다면 Proposition 2가 제안하는 바와 같이 할인율이 낮은 모기업일수록 중국에 진출 후 장기간 존속하기 쉬울 것으로 예상할 수 있겠는데, <표 2>는 이 부분을 지지하는 결과를 보여준다. 즉, 최초 자회사에 대한 투자규모가 크거나 몰입도가 높을수록 중국에서의 활동기간이 유의적인 수준에서 길어진다. 반대로 말해 중국에 대한 순차적 투자에 대한 할인율이 낮은 기업일수록 최초 자회사에 대한 투자규모가 커질뿐더러 더욱 빨리 진출하는 경향을 보이는 것으로 이해할 수 있다. 이 부분은 최초 자회사 몰입도가 평균 이상인 기업들의 총 자회사의 수와 총 영업연수가 그렇지 않은 경우에 비해 상대적으로 크다는 점에서 재차 확인되는 부분이다. 요약하면 최초 자회사에 대한 몰입도가 높을수록 보다 빈번히 후속투자를 시도하기 쉽고, 이에 따라 중국 내에서의 노하우 수준이 높은 경향을 보인다.

<표 2> 대(對)중국 순차적 직접투자의 지속 가능성

	종속변수: 최초 자회사로 진출한 이후 중국 내 총 영업연수의 자연로그 값		
상수 ( $c$ )	2.0823*** (0.2125)	2.2122*** (0.1908)	2.3781*** (0.1995)
코스피 더미 ( $kp$ )	0.1533 (0.0932)	0.1482 (0.0976)	0.1498 (0.0956)
코스닥 더미 ( $kd$ )	0.0602 (0.1082)	0.1000 (0.1099)	0.0644 (0.1102)
최초 자회사에 대한 몰입도 ( $sc_i$ )	0.9354** (0.4472)	-	-
총자회사 수 ( $sn_i$ )	0.0446*** (0.0150)	-	-
최초 자회사 몰입도 평균 이상 기업들의 총자회사 수 ( $sc^{h*}sn_i$ )	-	0.1116* (0.0612)	-
최초 자회사 몰입도 평균 이하 기업들의 총자회사 수 ( $sc^{l*}sn_i$ )	-	-	0.0359** (0.0162)
노동 장비율 ( $lr_i$ )	-0.0349* (0.0182)	-0.0351* (0.0183)	-0.0414** (0.0186)
자본집약도 ( $ci_i$ )	-0.0536* (0.0295)	0.0017 (0.0187)	-0.0607* (0.0309)
모기업 총종업원 수 자연로그 값 ( $lnem_i$ )	0.0140 (0.0333)	0.0147 (0.0315)	-0.0102 (0.0330)
R2	0.1186	0.0597	0.0594
관측치	130	130	130

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

2) 괄호 안은 White 표준편차임.

<표 3>은 후속투자 빈도수가 결정되는 요인들을 검증한 결과인데, 먼저 총 영업연수의 경우 총 후

속투자 횟수에 유의적인 정(正)의 효과를 미치고 있는 것으로 나타났다. 따라서 중국 진출시기가 빠를수록 순차적인 후속투자가 이루어지기 쉽다는 Proposition 3은 지지된다. 다음으로 모기업 총매출액 역시 총 후속투자 횟수에 유의적인 정(定)의 효과를 미치고 있다는 점을 확인할 수 있다. 다만 이는 순차적 직접투자에 따른 직접적인 생산효과를 의미하는 것은 아니라는 점을 유념해야 한다. 즉, 순차적 직접투자 효과가 모기업의 매출액에 반영되어 총 후속투자 횟수를 증가시킬 것이라는 간접적인 추론만을 의미한다. 따라서 Proposition 4는 간접적으로만 지지된다. 한편 노동장비율은 총 후속투자 횟수에 유의적인 효과를 보이지 않는다. 이는 노동장비율이 기업성과에 대한 유의적인 정(正)의 기여도를 갖는 <표 1>의 결과와 대조를 이루는 것이다. 이 부분은 <표 1>의 결과에 함께 우리나라 모기업들의 경우 대(對)중국 순차적 투자를 통해 저가의 노동우위를 확보하려는 경향이 강하다는 점을 시사한다.

〈표 3〉 후속투자 빈도의 결정요인

	종속변수: 총 후속투자 횟수		
상수 ( $c$ )	-1.3709 (0.9724)	-0.4131 (0.4146)	-2.0899* (1.1119)
코스피 더미 ( $kp$ )	0.5795 (0.3557)	0.2214 (0.3664)	.0909 (.3721)
코스닥 더미 ( $kd$ )	-0.2342 (0.3063)	-0.0542 (0.2853)	-.1097 (.2909)
총 영업연수 자연로그 값 ( $\ln wk_i$ )	0.8340* (0.4275)	-	.7521* (.3929)
모기업의 총매출액 자연로그 값 ( $\ln sl_i$ )	-	0.4311** (0.1736)	.4140** (.1665)
노동 장비율 ( $lr_i$ )	0.1165 (0.1296)	1.0287 1.1991	.1412 (.1207)
자본집약도 ( $ci_i$ )	0.2918 (0.4168)	-0.3271 (0.4572)	-.3342 (.4444)
모기업 총 종업원 수 대비 최초 자회사 종업원 비율 ( $emr_i$ )	-0.0496* (0.0270)	0.0277 (0.0334)	.0138 (.0318)
R2	0.1343	0.1769	0.2030
관측치	126	126	130

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

2) 괄호 안은 White 표준편차임.

## IV. 결론

중국은 이미 우리나라의 최대 교역 파트너이며 1992년 수교 이후 우리나라 기업들의 직접투자가 가장 적극적으로 이루어지고 있는 국가이다. 그러한 와중에 가장 눈에 띄는 특징은 바로 대(對)중국 직접

투자가 순차적으로 이루어지고 있다는 점으로 본 연구는 이 점에 준해 우리나라 기업들의 대(對)중국 직접투자에 대한 특성을 분석하고자 했다.

이 부분은 우리나라 기업들의 대(對)중국 직접투자가 지속적으로 이루어지는 동인(動因)을 직접적으로 밝히는 실마리로서 적어도 순차적 투자가 빈번히 일어난다는 것은 곧 우리나라 기업들의 대(對)중국 직접투자가 장기적인 성격을 가지고 있다는 점을 적시한다. 이에 본 연구는 크게 두 가지의 연구 목표를 설정했다.

먼저 우리나라 기업들의 대(對)중국 직접투자가 일회성 투자로 그치는 것이 아니라 후속투자가 동반되는 순차적 투자로 진행된다는 점을 제시할 수 있는 이론 모형을 구축하고자 했다. 구체적으로 수량경쟁 모형을 도입해 유한반복 게임을 구성했는데, 이를 통해 다음의 세 가지 결과가 도출되었다. 첫째, 순차적 투자는 일회성 투자에 비해 생산효과 측면에서 경쟁우위를 제공할 수 있다. 이는 중국이 제공할 수 있는 가장 근원적인 유인이 생산우위라는 점을 재차 강조한다. 둘째, 순차적 투자는 반복투자의 성격을 갖고 있어 미래가치가 의사결정에 있어 중요한 지표가 된다. 하지만 실제 의사결정은 현재 가치에 준해 이루어진다. 할인율이 낮은 경우 순차적 직접투자의 미래가치가 높아져 현재가치를 보존하는 특징을 보인다. 셋째, 중국으로의 진출시기가 빠를수록 순차적 투자의 현재가치는 높아지고, 기대 생산효과 역시 높아진다. 이러한 이론모형의 추론 결과들은 회귀분석을 통해 검증되었고, 이론모형의 명제들은 실증적으로 유의적인 수준에서 지지되었다.

본 연구의 연구결과들은 비즈니스 영역에 있어 다음과 같은 실질적인 시사점을 제공한다. 첫째, 최초 투자의 규모와 몰입도가 후속투자와의 연계성에 있어서 매우 중요한 역할을 한다. 둘째, 단일투자 보다는 후속투자과 연계된 순차적 투자가 모기업의 경영성과에 보다 유의적인 효과를 보인다. 셋째, 생산체감의 법칙이 존재하는 만큼 생산효과를 지속적으로 증대시키고자 할 경우 일회성 직접투자보다는 순차적 투자를 통해 포트폴리오를 구성하는 것이 전략적으로 유리하다.

본 연구는 중국 투자기업들이 지속가능성과 후속투자의 중요성을 연계시키는 특징을 가지고 있다. 이론적으로 후속투자는 어디까지나 최초투자의 후속적인 반응(sequential reaction)이다. 이는 곧 후속투자가 반복게임(repeated game)의 성격을 가지고 있고, 균형 전략을 도출해낼 수 있는 게임이론적 성격을 가지고 있다는 점과 일맥상통한다.

본 연구는 후속연구가 단순히 실증연구의 영역에 머무르는 주제가 아니라 이론모형으로도 풀어낼 수 있는 흥미로운 분야임을 보여줌과 동시에 실증분석의 근거를 유도하는 효과적인 접근방식을 제시하고자 했다. 하지만 현실적으로 중국 현지 자회사 단위의 재무자료가 빈약해 실증분석의 한계가 존재할 수밖에 없다. 이 부분은 대(對)중국 순차적 투자를 연구 주제로 삼을 경우 항상 대두될 수밖에 없는 가장 큰 제약조건일 수밖에 없다는 점은 매우 아쉬운 부분이다.

그럼에도 불구하고 본 연구는 기존의 연구들의 진입유형에 초점을 맞추고 있는 것에서 탈피해 대(對)중국 순차적 직접투자를 연구대상으로 삼았다는 점에서 향후 관련 연구에 방향성을 제시할 수 있을 것으로 기대된다. 특히나 단순히 선행연구에 기반 해 가설을 설정하는 방식에서 탈피해 게임이론적 연구모형을 설정한 후 가설을 도출해 내는 엄밀한 절차를 거쳤다. 또한 이를 검증하기 위한 목적 하에 실증적 접근을 시도함으로써 장기적으로 이론 모형의 구축과 자료 처리 그리고 계량적 모델 설정에

있어 후속 연구들에게 유의미한 시사점을 제공하는 장점을 갖는다.

추후의 연구에서는 본 연구에서 시도했던 유한반복게임과는 달리 무한반복게임(infinitely repeated game)을 도입해 할인율이 갖는 의미와 더불어 소유권의 변화가 후속투자에 미치는 효과와 경영성과에 대한 효과를 이론적으로 검증해보고자 한다. 더불어 가능하다면 패널자료를 구축한 후 게임이론 모형에 준해 순차적 투자를 동태적으로 분석해 보고자 한다.

## 참고문헌

- 강성진·윤별아(2013), 소유구조가 기업투자의 현금흐름 민감도에 미치는 영향 -중국 상장기업에 대상으로-, 경제학연구, 61(1), 57-83.
- 강태구 (2009), 한국기업의 대중국 후속투자 소유권 결정요인에 관한 실증적 연구, 무역학회지, 34(1), 71-97.
- 고정식(2013), 한국기업의 대중국 투자추세 변화 연구, 비교경제연구, 20(2), 1-29.
- 김명숙(2012), 중국시장진출기업 진입모드의 동태적 변화에 관한 사례연구: 전문경영자의 의사결정을 중심으로, 전문경영인연구, 15(2), 223-238.
- 김석우(2012), 한국의 대중국 해외직접투자의 정치경제, 국제지역연구, 15(4), 125-143.
- 김익수·한병섭(2000), 한국 조립금속업체의 대중 후속투자 결정요인 분석, 국제경영연구, 11(2), 217-248.
- 김주영(2007), 중국 진출 우리나라 현지법인의 경영실태 분석과 시사점, 수은해외경제, 24-33.
- 박영렬·곽주영·노정현(2011), 아시아 금융위기 이후 일본의 외국인직접투자 변화: 진입모드, 소유구조, 입지선택에 관하여, 국제지역연구, 15(2), 3-23.
- 서동혁(2004), 한국제조기업의 초기 해외투자와 후속투자 진입방식 결정요인에 관한 연구: 대중국 투자를 중심으로, 한국외국어대학교 박사학위논문.
- 이대퇴·김성순(2011), 중국기업의 對한국 FDI 진입전략 및 성과인식에 관한 연구, 경영사학, 60(0), pp.187-208.
- 이중우·고광근(2013), 신흥시장진입과정에서 기업의 네트워킹역할과 몰입에 관한 연구 -현대자동차의 중국과 인도자동차시장 진입사례, 국제경영연구, 24(4), 49-83.
- 이제홍(2008), 한국 제조업체의 중국시장 진입유형 선택 결정요인에 관한 연구, 통상정보연구, 10(4), 417-437.
- 윤성환(2012), 대만기업의 대중국 직접투자 소유지분 결정요인에 관한 연구, 현대중국연구, 13(2), 229-265.
- 최의현·라매근(2012), 중국 해외투자 기업의 경영성과 분석 -對韓 투자기업의 본사와 자회사를 중심으로-, 한중사회과학연구, 23(0), 237-266.



- 최의현 · 손상범(2007), 중국식 해외직접투자의 특성에 관한 연구 -국제 비교를 중심으로-, *중국학연구*, 41(0), 313-341.
- 황윤섭(2002), 한국기업의 중국시장 진입모형 결정요인에 관한 연구, *국제지역연구*, 6(2), 173-197.
- Achcaoucaou, F., Miravittles, P. and León-Darder, F.(2014), "Knowledge sharing and subsidiary R&D mandate development: A matter of dual embeddedness," *International Business Review*, 23(1), 76-90.
- Chang, S. J.(1995), "International Expansion Strategy of Japanese Firms: Capabilities Building through Sequential Entry," *Academy of Management Journal*, 38(2), 383-407.
- Chang, S. J. and Rosenzweig, P. M.(2001), "The Choice of Entry Mode in Sequential Foreign Direct Investment," *Strategic Management Journal*, 22, 747-776.
- Kumar, V. and Subramainam, V.(1997), "A contingency framework for the mode of entry decision," *Journal of World Business*, 32(1), 53-72.
- Luo, L., Luo, Y. and Liu, C.(2008), "Multilevel Determinants of Subsequent FDI in China," *Thunderbird International Business Review*, 50(2), 105-120.
- Luo Y.(2001), "Determinants of entry in an emerging economy: A multilevel approach," *Journal of Management Studies*, 38(3), 443-472.
- Luo, Y. D.(2007), "From Foreign Investors to Strategic Insiders: Shifting Parameters, Prescriptions and Paradigms for MNCs in China," *Journal of World Business*, 42(1), 14-34.
- Pan, Y.(1996), "Influence on Foreign Equity Ownership Level in Joint Ventures in China," *Journal of International Business Studies*, 27(1), 1-26.
- Pan, Y. G. and Tse, D. K.(2000), "The hierarchical model of market entry modes," *Journal of International Business Studies*, 31(4), 535-574.
- Shan, W.(1991), "Environmental risks and joint venture sharing arrangements," *Journal of International Business Studies*, 22(4), 555-78.
- Song, J.(2002), "Firm Capabilities and Technology Ladders: Sequential Foreign Direct Investments of Japanese Electronics Firms in East Asia," *Strategic Management Journal*, 23, 191-210.
- Sun, H.(1999), "Entry Modes of Multinational Corporations into China's Market: A Socioeconomic Analysis," *International Journal of Social Economics*, 26(5), 642-659.
- Sun, Q., Tong, W. and Yu, Q.(2002), "Determinants of Foreign Direct Investment across China," *Journal of International Money and Finance*, 21, 79-113.
- Swan, K. S. and Allred, B. B.(2009), "Does 'the China option' influence subsidiary technology sourcing strategy?," *Journal of International Management*, 15(2), 169-180.
- Tang, J. and Rowe, W. G.(2012), "The liability of closeness: Business relatedness and foreign subsidiary performance," *Journal of World Business*, 47(2), 288-296.
- Tse, D. K., Pan, Y. G., and Au, K. Y.(1997), "How MNCs choose entry modes and form alliances: the

- China experience," *Journal of International Business Studies*, 28(4), 779-805.
- Wang, P., Tong, T. W. and Koh, C. P.(2004), "An integrated model of knowledge transfer from MNC parent to China subsidiary," *Journal of World Business*, 39(2), 168-182.
- Zhao, H. and Zhu, G.(1998), "Determinants of ownership preference of international joint ventures: new evidence from Chinese manufacturing industries," *International Business Review*, 7, 569-589.



**국내 첨단 대기업의 중국진출에 대한 현지인의 지각이  
국가 이미지에 미치는 영향  
(삼성전자의 중국 시안(西安) FDI를 중심으로)**

**Study on the effects of FDI in China's Localization  
Strategy on the Image of Korean Wave**

위요기\*

소정몽이\*\*

권주형\*\*\*

---

\* 본 논문은 2012년도 공주대학교 학술연구비 지원에 의해 연구되었음.

\* 제1저자, 공주대학교 인문사회대학 경영학과 교수

\*\* 공동저자, 공주대학교 대학원 경영학석사

\*\*\* 교신저자, 숭실대학교 중소기업대학원 겸임교수

## I. 서론

중국은 1978년 개혁개방 이래 중국경제는 30년간 연평균 약9%의 높은 경제성장을 유지해 왔으며 이러한 고속성장에 따라 세계경제에서 차지하는 비중과 영향력이 증대되고 있다. 중국경제의 고속성장은 장기적으로 세계경제에 거대한 수출시장을 제공하는 등 긍정적인 역할을 할 것이다.

그러나 개혁개방 초기 중국은 덩샤오핑의 ‘선부론(先富論)’에 근거하여 발전 가능성이 큰 연해지역을 우선적으로 개발하는 불균형 발전전략을 택하였다. 이로 인해 중국 경제의 경기 과열 및 자원 배분의 불균형, 지역 격차 확대, 농업부문 침체 등 구조적인 문제점들이 발생하였다. 특히 해외직접투자의 지역 분포로 볼 때 대부분의 해외직접투자 모두 동부 연해지역에 집중해 있고 지역발전 불균형 현상은 점차 심각해지고 있다.

따라서 중국정부는 지역 간의 불균형현상을 감소하기 위해 1999년 9부터 정치안정과 지역 격차완화정책을 시행했다. 그중 대표적인 것으로 서부 대개발정책이다. 정책 실행 10여 년 동안 서부지역의 경제는 크게 성장했지만 동부 연해지역과 비교했을 때 여전히 상대적으로 낙후된 상태에 놓여 있으며 특히 해외직접투자 유인 측면에는 더욱 뒤쳐져있다.

또는 중국 서부지역은 전 중국 국토 면적의 56%, 한국보다 약 7배가 넘는 수의 인구, 풍부한 지하자원, 동서양을 연결하는 요지이다. 이러한 지역적 요충지는 지난 2013년 6월 28일 박근혜 대통령은 베이징 다오위타이에서 열린 ‘한중 비즈니스포럼’에서 시안 방문 계획에 대한 언급과 “내륙개발에 한국이 참여할 수 있는 방안을 찾아볼 것”이라고 언급을 이끌어낸 근거로 작용하고 결국 6월 30일 박근혜 대통령은 중국 시안에서 삼성전자 건설현장을 둘러보며 회사 관계자들을 격려하고, 한국 기업들의 서부대개발 참여 및 중국 내수시장 진출 확대를 독려하기도 했다.

특히 삼성전자를 비롯한 한국의 글로벌 기업들은 매년 두 자릿수의 경제 성장을 보이며 중국 서부 대개발의 중심에 있는 산시성을 중심으로 한 중국의 서부지역에 더 많은 관심과 전략적 접근을 시도하고 있다.

특히 이러한 진출요인에는 중국 현지 반도체 시장의 선점효과도 중요하지만, 시안의 낮은 인건비와 이미 세계 유수기업들의 진출 및 충분한 IT 인재들의 존재와 같은 IT산업의 인프라 그리고 중국 중앙정부의 적극적인 지원배경 등 투자지역이 갖는 지역적 경쟁우위(Local Competitive Advantage)에 기인한다고 볼 수 있다.

특히 최고권력자였던 2005년 원자바오 총리의 베이징 중관촌(中關村) 시찰 시, 시안, 베이징, 상하이, 선전, 우한 등 5개 하이테크개발구를 세계일류의 하이테크개발구로 건설해 과학기술능력과 종합실험력을 높이는데 큰 공헌을 할 수 있도록 지시하여 결국 시안에 70억 달러 규모의 삼성전자 투자 유치로 가시화할 수 있었다.

이렇게 한국기업들의 중국현지에 대한 FDI(해외직접투자)에 대한 배경은 중국 중앙정부가 제시하는 여러 가지의 유인책과 지원정책, 인프라 등에 기인한다고 볼 때, 여기에서 과연 FDI 한국기업들이 어떤 전략으로 어떻게 경쟁우위를 가지고 현지에서 전략을 실행해 갈 수 있을 것인가? 그리고 이러한

FDI한국기업들의 현지화전략은 과연 한국의 이미지에 어떤 영향을 미칠 것인가에 대한 문제를 고려할 수 있다.

특히 서안에 삼성반도체 공장이 건립되면 그 파급효과가 엄청날 것으로 파악된다. 5만 명 규모의 근로자 및 연구원이 거주할 삼성타운이 들어서게 될 예정이며, 관련 부품 조달 업체만 3백여 개 가까이 함께 입주할 전망하고 있으며, 이는 1기 투자 금액만 70억 달러에 달하며 이는 중국 서부를 통틀어 가장 큰 투자 규모의 사업이다. 또한 이미 시안에 자리 잡고 있는 GE, IBM, Applied Materials, Infineon Technologies, Micro Technology 등 IT기업들 또한 삼성의 진출로 시너지 효과를 기대하고 있다. 그리고 그동안 시안은 서북지역 주요 도시 가운데 청두, 충칭에 비해 발전이 더뎠으나 삼성전자의 진출과 더불어 다국적 IT기업의 진출 러시가 시작될 전망을 보인다.

이러한 경쟁환경은 FDI 한국기업들의 현지화 전략에 대한 중요성과 이들의 성과에 대한 연구의 필요성을 더욱 긴급하게 요구하고 있다.

따라서 본 연구는 다음과 같은 연구 목적을 가지고 있다.

본 연구는 먼저 서안을 중심으로 한 중국의 서부대개발 및 지원정책 관련된 중국 중앙정부의 자료 및 진행과정을 살펴봄으로써 중국 현지의 지역적 우위에 대한 배경을 살펴보고자 하였다.

다음으로 중국 정부의 지원정책을 독립변수로 하여 중국에 진출한 FDI 한국기업의 현지화 전략과의 관계를 검증함으로써 중국에 진출한 FDI 한국기업의 현지화 전략에 대한 의미를 살펴보고자 하였다. 또한 FDI 한국기업의 현지화 전략이 궁극적으로 한국의 이미지에 어떤 영향을 미치는가에 대한 관계를 살펴보면서 현지 진출기업의 역할 및 현지화 전략에 대한 시사점을 제시하는 목적을 두고 있다.

## II. 이론적 배경

### 1 시안시의 경제현황과 삼성전자의 진출

서부대개발 정책의 실행에 따라 서부지역의 경제실력을 점점 증가하고 사회발전 수준을 높이는 것은 중국의 종합국력을 증가하며 지역차이를 감소하고 민족단결을 촉진하는 데에 아주 중요한 의미를 갖고 있다. 시안시는 우리에게 역사, 관광 도시로 많이 알려져 있으나, 이곳은 과거 신(新)중국 성립 시기 삼선건설(三線建設)의 전략적 요충지로 각종 국방 과학기술 산업단지와 R&D 센터가 설치되어 있는 지역이기도 한다. 시안시는 항공, 우주산업기지와 중국 내 네 번째 국가급 하이테크산업단지로 평가받는 시안시 하이테크 기술산업개발구(西安高新技術開發區)가 있으며 삼성전자를 비롯하여 글로벌 IT 기업과 다수의 전자 통신 업체들이 진출해 있다.

## 1) 최근 경제현황

2011년 시안시 지역총생산(GRDP)은 3,864억 위안으로 전년대비 13.8% 성장하였으며, 5년간 경제 규모가 2배 이상 증가하였다. <그림 1> 보면 시안시의 GRDP는 5년간 평균 15.8%로 빠르게 성장하면서 경제규모도 약21배 증가하였다. 시안시 GRDP가 섬서성에서 차지하는 비중은 31.2를 기록하였다.

1인당 GRDP는 5년간 평균15.1% 증가하여 7,041달러(4만 5,475위안)를 기록하였으며, 이는 중국 평균(5,432달러), 섬서성 평균(5,000달러)보다 약 1,600~2,000달러가량 높은 수준이다.

2011년 농민 1인당 순소득은 도시주민 가처분 소득 보다 약 두 배가량 높은 증가 속도를 보인다. 시안시 농민 1인당 순소득은 중국 평균(6,977위안) 보다 약 30% 가까이 높은 수준이며, 도농간 소득격차 정도는 2,661로 중국 평균(3,131)보다 낮은 편이다. 그러나 도시화가 빠르게 진행되면서, 농촌의 소비시장 규모는 5년 전과 비교했을 때 오히려 미세하게 감소하였다. 무역규모는 5년간 평균 18.6%씩 확대되어 2011년 125억 7,900만 달러를 기록하였으며, 수입이 대폭 증가하면서 경상수지는 9억 7,100만 달러 적지를 기록함, 외국인직접투자(실행액 기준)는 전년 대비 28% 증가한 20억 5,000만 달러를 기록하였다.

〈그림 2-1〉 최근5년 시안시 GRDP 변화 추이 및 섬서성 내 비중 변화



자료:CEIC

〈표 2-1〉 시안시 최근 5년간 주요경제지표

항목	2007	2008	2009	2010	2011	5년간 평균 성장률
GRDP(억 위안)	1,856	2,318	2,724	3,241	3,864	15.8%
1인당GRDP(위안)	22,463	27,794	32,411	38,343	45,475	15.1%
재정수입(억 위안)	112	145	181	241	350	25.6%
도시주민 1인당 가처분소득(위안)	12,662	15,207	18,963	22,244	25,981	15.4%
농민 1인당 순소득(위안)	4,399	5,212	6,275	7,750	9,788	17.3%

공업부가가치(억 위안)		594	721	816	1,003	1,189	14.9%
산업구조		4.5	4.5	4.1	4.3	4.3	-
		42.1	42.3	42	43.4	43.5	
		53.4	53.4	53.9	52.3	52.2	
사회고정자산투자(억 위안)		1,435	1,906	2,500	3,250	3,352	18.5%
사회소비재판매총액		936	1,176	1,381	1,637	1,935	15.6%
(억 위안)	도시	845	1,063	1,249	1,570	1,877	17.3%
	농촌	90	112	131	66	57	-0.08%
무역액		53.6	70.4	72.4	103.9	125.7	18.6%
(억 달러)	수출	34.7	44.7	33.3	53.1	58.0	10.8%
	수입	18.9	25.7	39.1	50.7	67.7	29.0%
FDI(억 달러)		14.6	11.8	6.0	11.9	12.1	-0.04%
FDI (실행액;억 달러)		11.1	11.4	12.1	15.6	20.0	12.5%

주: 매년 통계조정이 실시되므로 일부 수치에 차이가 발생할 수 있음.

자료: CEIC; 『西安市統計年鑒』 (2001) ; 『西安市統計局』 (2012.3.31) , 『2011年西安市國民經濟和社會發展統計公報』

## 2) 주요산업 및 개방구

### ① 주요 산업

시안시의 산업구조(1차:2차:3차)는 4.5:43.9:51.6로 2,3차 산업이 고루 발달한 형태이다. 5년전(4.6:41.9:53.5)과 비교해 보면 3차 산업의 비중이 2% 포인트 줄어든 대신 2차 산업의 비중이 증가한 것 외에 산업 구조는 큰 변화가 없다. 2011년에는 통신설비, 컴퓨터 및 기타 전자설비 제조업 분야 생산액이 65.4% 증가하면서 공업 성장을 주도하였고, 문화, 관광 산업 수입이 30% 이상 증가하였다.

시안시 발전개혁위원회는 2009년 “시안시 산업발전 백서(西安市產業發展白皮書)”를 발표하고 보면 주요 산업별 특징과 정책 방향을 제시하였다. 시안시의 주요산업으로는 자동차, 전자정보, 바이오 제약, 물류, 문화 산업 등이 꼽히며, 향후 이들 분야의 전후방 연관산업에 대한 발전을 촉진할 예정이다. 미래 선도산업으로 꼽히는 신재료, 항공 우주, 전시 컨벤션 소프트웨어 산업은 시정부에서 적극적으로 육성할 것으로 예상된다. 한편 산업규모는 크지만 발전 속도가 빠르지 않은 식품가공, 기계설비 제조, 관광, 교육 등은 제도 개선 등을 통해 육성을 지원할 예정이다.

〈표 2-2〉 시안시 주요 산업 현황

	주력산업	미래 선도산업	유망산업	변방산업
공업	자동차, 전자정보, 바이오 제약	신재료, 항공 우주	식품가공, 기계설비 제조	야금, 경공업, 방직업
서비스업	물류, 문화, 금융, 보험	전시, 컨벤션, 소프트웨어	관광, 교육, 과학기술	지질탐사, 수리
산업 특징	산업규모가 크고, 발전 속도도 빠른 편	산업규모는 작으나 발전도가 빠른 편	산업규모는 크지만, 발전 속도가 느린 편	산업규모도 작고, 발전 속도도 느린 편
정책 방향	연관 산업에 대한	정부가 적극적으로	제도개선 등	산업이전 측은 퇴출,



	발전 촉진	지원하고, 우대정책 및 자금 보조	기술적인 지원	단 서비스업의 경우 산업이 가지는 특수성으로 인해 혁신화,규모화,시장화 를 추진
--	-------	-----------------------	---------	--

자료: 西安市發展改革委員會 (2009), 『西安市產業發展白皮書』

## ② 개발구(산업단지) 현황

시안시에는 ‘4구2기지1항(4區2基地1航)’으로 총칭되는 7개의 개발구가 있으며, 그중 시안 하이테크 산업기술개발구에 다수의 한국기업이 진출해 있다. 4구는 시안 하이테크기술개발구, 시안 경제기술개발구, 시안 취장(曲江)신구, 시안 찬바생태구를, 2기지는 시안 옌량(閻良)국가항공기술산업단지, 시안 국가민용우주산업기지를, 1항은 시안 국제항무구를 지칭한다. 그 중에 시안 하이테크산업기술개발구는 다수의 한국기업이 진출한 개발구이다. 한국 총영사관, 시인 KBC를 비롯하여 삼성전자, 심텍, KMW, 한국광물자원공사 등이 진출해 있다.

2011년 시안 하이테크산업기술개발구는 영업수입이 전년대비 30.3% 증가하며 5,222억 위안을 기록하였으며, 한국, 미국, 영국, 독일, 일본 등 약 30개국의 1,000개 외자기업이 투자하였다.

시안시 소재 개발구들은 2000년대 중반 이후부터 단순한 산업단지로서 개발구 모델(園區模式)이 아닌 각각의 특성을 살린 산업과 주택·상업이 결합된 도시 모델(산업一體模式)로의 발전을 모색하고 있다. 시안시의 개발구들은 단순한 공업단지로서의 개발구가 아닌 각각의 중점 산업을 정해 발전의 방향성을 제시하고 있다. 예를 들어 시안 하이테크산업기술개발구는 IT, 첨단제조업, 바이오·제약, 현대서비스업 등 4대 지구 산업 시안 경제기술개발구는 전기전자, 식품가공 분야, 시안 취장신구는 문화. 전시 컨벤션 분야, 시안 옌량국가항공기술산업기지는 항공기 제조 관련 산업을 중심으로 발전을 추진 중이다. 또한 이를 바탕으로 공업 외에 주택과 상업이 결합된 도시형 모델로의 발전을 추진하고 있다.

〈표 2-3〉 시안시 주요 개발구 현황

명칭	설립시기	주요산업	주요기업
시안 하이테크산업기술개발구*	1991	IT, 첨단제조업, 바이오·제약, 현대서비스업 신에너지 등	삼성전자, 심텍, 시안화티엔(KMW), 한국광물자원공사, ZTE, Applied Materials, 화웨이, IBM, Micron, NEC, Toshiba 외
시안 경제기술개발구*	1993	전기전자, 식품가공, 신재료, 자동차 등	BP, 코카콜라, 지멘스, Hitachi, ABB, 西電集團, 樂百氏, BOSCH 외
시안 취장신구	2002	문화, 전시 컨벤션업 등	曲江文化集團 외
시안 찬바생태구	2004	금융, 농업, 제조업 등	海航集團 외
시안 옌량국가항공기술산업단지	2004	항공기 제조 및 관련 산업	西安三角航空, PFW Aerospace AG, Argosy International, Rockwell Collins 외
시안 국가민용우주산업기지*	2006	민간용 인공위성, 태양광 산업 등	朝光置業
시안국제항무구	2008	물류, 수출 가공업 등	CWT 訊通物流, Walmart, FedEx 외

주: \* 국가급 개발구

자료: 시안시 상무국

### 3) 한국과의 경제관계

시안시에 진출한 한국기업은 12개사 정도로(2012년 8월 기준) 주로 통신, 자원가공, IT, 반도체 등 분야에 투자하였다.

KWM는 2002년 시안시에 최초로 진출한 한국기업으로 주로 이동통신 무선기지국의 안테나와 기지국 장비에 들어가는 노이즈 제거용 필터를 생산하고 있으며, 최근 LED전동 생산을 시작하였다. 한국광물자원공사는 2003년 중국기업과 합작형태(중국51%, 한국49% 지분 보유)로 회토류 가공분야에 진출하였다. 2012년에는 삼성전자가 시안시 하이테크기술산업개발구에 최대 70억 달러 규모 예정으로 낸드 플래쉬(NAND Flash) 메모리 반도체 공장 설립에 투자 중이다.

〈표 2-4〉 시안시 진출 주요 한국기업

회사명	설립시기	분야	투자액(계약액 기준)
KMW	2002	기지국 이동통신 안테나 등	2,300만 달러
한국광물자원공사	2003	회토류	합자 1,350만 달러(실 투자액 600만 달러)
SK	2006	아스팔트	700만 달러
두산인프라코어	2007	건설 중장비	-
잉카인터넷 (INCA)	2008	온라인게임, 인터넷보안	500만 달러
선 에어로시스	2009	모의 비행연구개발, 기술서비스 등	합자 140만 달러(실 투자액 100만 달러)
다산네트웍스	2010	유선통신장비, 연구개발	1000만 달러
심텍 (SIMMTECH)	2011	PCB 생산	4,000만 달러
삼성전자	2012	반도체	최대 70억 달러(예정)
이랜드(E-Land)	-	의류판매	-
대한항공	-	여객운송	-
아시아나항공	-	여객운송	-

자료: KOTRA(2012), 『2011/2012 해외진출 한국기업 디렉토리』 외.

시안에 진출한 기업들은 대체로 장기적으로 내륙의 발전 가능성과 풍부한 기술분야 인력을 투자 배경으로 꼽고 있으나, 잦은 인력이동으로 인해 경영상 어려움을 겪는 경우가 종종 발생한다고 한다. 최근 서부지역에 IT를 중심으로 한 첨단 제조업 산업기반이 확충되고, 소비능력이 제고됨에 따라 향후 기업의 진출이 점차 증가할 것으로 보이며, 삼성전자의 대규모 투자로 인해 관련 업체의 동반 진출도 이어질 것으로 전망된다.

충칭, 청두, 시안 등 서부지역 핵심 거점 도시에는 기존에 보유했던 공업기반 외에도 글로벌IT 제조기업의 진출이 증가하면서 첨단 제조업 산업기반이 조성되고 있다. 최근 3년간 HP, 폭스콘, 델, 텍사스 인스트루먼트, GE 삼성전자 등 글로벌 대기업을 중심으로 관련 기업들이 대거 진출하였다. 또한 소득

수준이 빠르게 상승하고, 핵심 소비계층의 높은 소비성향으로 인해 소비시장의 매력도가 증가하고 있다. 한국은 시안시와 아직 교역규모가 큰 편은 아니나, 점차 증가할 것으로 보이며, 2010년에는 약 7,000만 달러 규모의 무역흑자를 기록하였다. 2010년 기준 한국과 시안시의 교역액은 3억5,277만 달러로 시안시 전체 교역액의 3.4%에 불과하다. 대 시안 수출액은 2억1,214만 달러, 수입액은 1억 4,063만 달러로 7,151만 달러의 흑자를 기록한다.

#### 4) 삼성전자의 시안 투자

2013년에 중국 시안에 삼성전자의 두 번째 반도체 해외공장이 설립된다. 시안공장에서는 스마트폰, 태블릿PC에 주로 사용되는 10나노 급 낸드 플래시가 생산될 계획이다. 올해 전 세계 플래시메모리 시장규모는 285억 원에 달한다. 그 중 중국의 낸드 플래시 수요는 전체의 절반을 차지한다. 전 세계 평면 TV의 96% 이상, 스마트폰의 37% 이상이 중국에서 생산되고 있어 그만큼 핵심 부품인 반도체 칩의 수요도 많은 것으로 나타난다. 따라서 이번 투자를 통해 삼성반도체가 중국 현지의 탄탄한 기반으로 반도체 시장에서의 선점효과를 노릴 수 있을 것으로 보인다. 시안은 낮은 인건비에 IT산업 인프라가 탄탄하다는 장점을 가지고 있다. IT 관련 교육기관, 연구기관이 마련되어 있을 뿐만 아니라 이미 세계 유수의 IT 기업들도 다수 진출해 있어 IT 인재들이 많다는 점에서 투자에 타당성이 있다고 할 수 있다. 또한 중국 시안에 투자 시행 결정을 할 수 있었던 것은 중국 중앙정부의 적극적인 지원이 뒷받침된 부분이다. 2005년 원자바오 총리는 베이징 중관촌(中關村) 시찰 시, 시안, 베이징, 상하이, 선전, 우한 등 5개 하이테크개발구를 세계일류의 하이테크개발구로 건설해 과학기술능력과 종합실력을 높이는데 큰 공헌 기여를 지시하였고, 결국 시안에 70억 달러 규모의 삼성전자 투자 유치를 가시화할 수 있었다.

시안의 탄탄한 사업 기반과 선진 과학 기술을 통해 삼성전자는 중국 반도체 시장에 진출할 것으로 보인다. 시안은 중국의 주요한 과학연구, 대학교육, 국방과학기술공업과 첨단기술 산업기지 중 하나이며 종합과학기술 실력이 베이징과 상하이 뒤를 잇는 중국 3위의 도시이다. 또한 시안에는 55개의 국가 중점실험실과 3000여 개의 기술개발단체가 있으며, 중국 최초 위성발사 운반로켓엔진, 중국의 첫 인공 위성 자동제어장치와 통신설비 그리고 중국 최초 IC회로와 전력반도체부품 등 고급 신기술제품이 모두 시안에서 생산되었다. 선저우우주선에 사용된 부품 중의 80%가 시안에서 연구 제작될 정도로 시안은 선진 과학 기술을 보유하고 있다. 또한 시안에는 부품, 설계, 3~6촌칩셋제조부터 조립 테스트를 아우르는 완벽한 산업시스템이 형성됐으며, 매년 평균 3000명 이상의 컴퓨터전공 졸업생이 배출되며 2만 명 이상이 소프트웨어 산업에 종사할 정도이다. 시안 하이테크개발구에는 400여 개의 소형 소프트웨어기업이 입주해 있으며 30여 개의 외자기업 및 기술개발 센터가 위치하고 있어 삼성은 이러한 시안의 강점을 적극적으로 활용할 것으로 보인다.

삼성반도체 공장이 시안에 건립되면 그 파급효과가 엄청날 것으로 파악된다. 5만 명 규모의 근로자 및 연구원이 거주할 삼성타운이 들어서게 될 예정이며, 관련 부품 조달 업체만 3백여 개 가까이 함께 입주할 전망이다. 1기 투자 금액만 70억 달러에 달하며 이는 중국 서부를 통틀어 가장 큰 투자 규모의 사업이다. 또한 이미 시안에 자리 잡고 있는 GE, IBM, Applied Materials, Infineon Technologies, Micro

Technology 등 IT기업들 또한 삼성의 진출로 시너지 효과를 기대하고 있다. 그리고 그동안 시안은 서북지역 주요 도시 가운데 청두, 충칭에 비해 발전이 더뎠으나 삼성전자의 진출과 더불어 다국적 IT기업의 진출 러시가 시작될 전망을 보인다.

## 2. 중국정부의 지원정책

### 1) 외국인투자 유치정책

서부 대개발사업은 장기적인 대형사업이다. 그러기 때문에 자금이 많이 필요할 뿐만 아니라 정부로부터 받는 우대정책도 상당히 중요한 역할을 하고 있다. 2001년 국무원은 “서부 대개발정책 실시에 대한 의견(關於西部大開發若干政策措施的實施意見)”을 통하여 재정, 세수 등 여러 가지 방면의 우대정책을 발표하였다. 특히 외국인투자기업에 대한 세수우대정책도 중요한 내용으로 제기 되었다.

#### ① 세수 우대정책

서부지역은 교통, 전력, 수리(水利), 우정(郵政), 방송사업을 신규로 하는 기업에 대하여 기업소득세 감면의 우대정책을 실시한다. 경영기간이 10년 이상인 외국인투자기업은 이윤 발생 년도부터 1차년도와 2차년도는 기업소득세를 면제하며, 3년차부터 5년차까지 기업소득세를 반감 징수한다.

또한 서부지역 내자장려사업과 외국인투자 장려사업 항목의 투자총액 내에서 수입하는 자체사용설비는 관세 및 수입증치세(進口增值稅)를 면제한다. 『중서부지역 외국인투자 우위산업목록(中西部外商投資優勢產業目錄)』에 부합되는 외국인투자항목의 투자총액내 수입하는 자체사용 설비는 관세와 증치세(增值稅)를 면제한다.

#### ② 광산자원 우대정책

광산자원 우대정책은 외국인투자자가 석유, 가스 이외의 광산자원 탐사개발 채광에 종사하는 경우 국가에서 실시하는 관련 우대정책의 혜택을 누리는 외에 탐광권(探礦權), 채광권(採礦權) 사용비의 1년 면제, 탐광권(探礦權), 채광권(採礦權) 사용비의 2년 반감 정책우대를 누릴 수 있다. 외국인투자자가 『중서부지역 외국인투자 우위산업목록(中西部外商投資優勢產業目錄)』 중 장려류(獎勵類)의 광산자원(석유, 천연가스 제외)을 개발 채광하는 경우 광산자원보상비 납부를 5년간 면제해주는 정책우대를 받을 수 있다. 중외합영(中外合營)방식 중 중국 측이 탐광권(探礦權), 채광권(採礦權)을 지분으로 하는 경우 탐광권(探礦權), 채광권(採礦權)을 법규정에 따라 그 가치를 평가확인하여 합리적으로 가치 환산하며, 중국 측이 관련된 지질성과 자료를 제공한다.

#### ③ 외자이용조건 확대

- 외국인투자자가 서부지역의 기초시설 및 우위산업 항목에 투자하는 경우 서로 다른 산업분야별로 외국인투자자의 주식비율 제한을 완화하고 있다.

- 외국인투자자의 서부지역 상업투자항목에 대해 경영기간을 40년으로 확대한다(동부지역에 비해 10년 연장).
- 등기자본은 동부지역보다 2000만 위엔 적은 3000만 위엔으로 한다.
- 중국내 외자기업과 중외합자기업이 서부지역에 투자하는 경우 투자기업 등기자본 중 외자비율이 25% 이상인 경우 외상투자기업의 대우를 받을 수 있다.
- 외국인투자자의 서부지역 기초시설 및 우위산업항목에 대해 중국내 은행이 제공하는 고정자산투자 인민폐대출금의 비례를 적절히완화하고 있다.
- 중외합자항목은 일반적으로 중국 측 출자비율의 120%까지 확대하며 외국인투자항목의 경우는 등기자본의 100%까지 확대한다.

#### ④ 외국인투자 영역 확대

외국인이 투자한 서부지역의 농업, 임업, 수리(水利), 교통, 에너지, 도시공공인프라, 환경보호 등 기초산업 또는 기초시설건설, 광산, 관광 등 자원개발, 기술연구개발센터설립은 외국인 투자장려산업으로서 각종 우대정책을 누린다.

## 2) 서부 대개발정책

### ① 서부 대개발정책의 개념

덩샤오핑의 「선부기래」(先富起來)의 구호아래(선부론), 중국 동부 연해 지방은 개혁개방 정책의 혜택을 받아, 눈부신 경제발전을 이루었다. 그러나 내륙의 여러 지역은 뒤떨어져 연해 지방과의 소득 격차가 확대되었다. 이 때문에 장쩌민 정권은 2000년부터 국무원에 서부개발 지도소조(指導小組)를 신설해 서부 대개발 계획을 출범시켜, 철도·도로 건설 등의 인프라 정비나 투자환경의 정비, 과학 교육의 발전 등의 우대 정책을 실시했다.

새롭게 발족한 후진타오 정권도 서부 개발은 부동의 정책이라고 표명하고 있다. 그래서 이러한 측면에서 중국 서부 대개발 정책은 중국 서부지역의 섬서성(陝西省)·감숙성(甘肅省)·청해성(青海省)·닝하회족자치구(寧夏回族自治區)·신강위구르자치구(新疆維吾爾自治區)·내몽골자치구(內蒙古自治區) 등과, 서남지역의 사천성(四川省)·중경직할시(重慶直轄市)·운남성(雲南省)·귀주성(貴州省)·티벳자치구(西藏自治區)·광서장족자치구(廣西壯族自治區) 등을 포함하는 서부지역 12개성·자치구·직할시를 개발하는 국가종합프로젝트를 말한다.

〈표 2-5〉 서부 개발정책 추진 과정

시기	지역개발전략
개혁개방 이전	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1960년대 중반~75년: 三線建設 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 주요 군사공업의 서부내륙지역 이전</li> <li>- 주요 자동차 업체(길림자동차, 장안자동차 등)건설</li> </ul> </li> <li>• 문제점 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 조급한 추진, 지나친 투자와 정치적 혼란으로 인한 효율저하</li> </ul> </li> </ul>

개혁개방 이후	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1980년대: '선부론'에 입각한 연해지역 중심 투자 전략 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 연해지역에 대한 우대 정책</li> <li>- 서부지역에서의 에너지, 자원, 원자재 개발 집중</li> </ul> </li> <li>• 1990년대: 연해와 서부지역의 획적인 협력추진 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 서부지역에 대한 인프라 건설 확대</li> </ul> </li> <li>• 문제점 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 지역간 발전격차 확대, 중북투자, 지방 이기주의와 맹목적인 발전정책에 대한 반성으로 통일적 발전전략 모색</li> </ul> </li> </ul>
21세기	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 서부대개발 전략 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 서부대개발변공실 설치</li> <li>- 서부개발법 제정등 추진</li> </ul> </li> </ul>

자료 : 김용민·권영대, 「중국의 서부대개발과 우리기업의 진출 전략」 한국중소기업진흥공단, 2001, p.4.

## ② 서부 대개발정책의 목표

중국의 서부대개발은 중국개혁과 건설에서 국가의 지역발전이 경제적, 정치적, 사회적 안정에 의의가 있다. 개혁개방 이후 중국 정부의 지역격차에 대한 기본 방침은 효율성을 유지하면서 경제발전지구가 후발지구를 도우며 함께 발전하도록 한다는 지도 원칙을 견지하고 있다. 서부대개발은 3단계 국가발전전략과 결합하여 장기적인 전략으로 추진되고 있다. 중국정부는 현대화를 향한 중국 국가발전이 1 단계는 온포(溫飽)와 2단계인 소강(小康)단계가 각각 80년대와 90년대 말에 기본적으로 달성되었다고 평가하고 있다. 그리고 3단계는 2050년까지 중국 현대화의 완성하고 국가발전 전략의 일환으로서 장기적으로 서부대개발을 추진하고 있다.

## 3. 현지화 전략

### 1) 현지화의 개념

현지화는 단순히 생산면에서 현지 기업과의 협조 내지 융화만으로 이루어지는 것이 아니라, 지역사회와 정보공유나 문화교류를 통해서 이루어진다. 여기에는 사람·물자·정보·기술 등의 경영자원을 현지에 투자하는 것 이외에도, 현지사회가 진출기업에 대해 요구하는 고용문제와 수출 진흥 등 경제적 공헌은 물론이고 기술이전, 인재육성, 현지사회와의 교류와 조화, 환경자원의 보존, 사회·문화적 공헌 등을 통하여 현지사회와 공존공영을 실현해나가는 모든 과정을 총괄하는 의미가 포함되어 있다.

경영국제화의 단계에 따라 전략을 구사할 때 가장 중요한 것은, 진출 단계에 따라 적절히 요구되는 현지화전략의 수립이 무엇보다 중요하다. 현지화경영은 사람·자본·물자·생산·마케팅·R&D 등의 요소로 구성되지만, 현지에서 성공적인 사업은 현지화 경영전략에 의해 달성된다. 즉 국제기업은 자신이 갖고 있는 경영자원을 세계규모의 최적 배분을 통하여 가장 높은 효과를 얻기 위한 통합화전략과 현지적응을 통하여 투자 마찰을 회피하고 경영활동을 원활히 수행하기 위한 현지화전략을 동시에 추구하는 것이다.

현지화(localization)란 현지에서의 원자재, 부품 등의 조달을 확대하고 인력구성면에 있어서도 현지인의 비중을 늘림으로써 투자기업이 현지에 제대로 뿌리를 내리도록 하는 것을 말한다. 먼저 외국의

선행 연구자들의 현지화에 대한 정의를 살펴보면 Perlmutter(1969)는 기업 활동의 주요부분을 현지에서 수행함으로써 독자적으로 생존하고 현지기업으로 정착되어가는 과정으로 정의하고 있다. Perlmutter의 기업국제화모델인 EPRG모델에서 현지국 중심 기업이 현지화를 제시하는 대표적인 이론으로 내용은 다음과 같다.

현지국의 현지환경은 현지인이 가장 잘 알고 있다는 전제하에 해외자회사의 경영을 현지법인의 경영자에게 위임하는 틀 위에서 경영한다. 따라서 자회사의 대부분 의 주요지위는 현지인이 차지한다. 일상적인 경영활동과 관련한 의사결정은 자회사에 상당히 위임하게 된다. 이러한 의미에서 분권화가 이루어졌다고 할 수 있다. 그러나 재무, 연구개발 등 일반적인 관리에서 중요한 문제 등은 본사가 결정권을 유보하고 있다. 경영목표의 설정방향은 현지법인의 목표에 의해 결정되며 자금 조달은 현지금융기관을 이용하며, 현지에서 발생한 이익은 현지자회사가 보유한다. 제품개발은 현지국 소비자수요에 맞는 제품을 개발하고 마케팅믹스는 각 국가에서 결정한다. 인재는 현지인을 채용하고 평가와 통제는 현지법인 인사기준에 따라서 이루어진다. 모든 경영전략이 현지국에 적응하기 위해 이루어진다고 할 수 있다.

Gates & Egelhoff (1986)는 의사결정 권한의 본사 집중화정도로 현지화 개념을 이해하였고, 그 측정 방법은 마케팅, 제조 및 재무 분야에 대한 의사결정 권한의 본사 집중화정도에 대해 리커트 척도에 의해 설문조사를 실시하였다. Gates와 Egelhoff의 연구에서는 현지화개념대신 집중화개념을 다국적기업의 마케팅, 제조, 재무 등 3대 분야의 의사결정권한의 본사 집중정도로 정의하고 집중화에 영향을 끼치는 본사 및 자회사 구조 및 환경변수와의 관계를 살펴보았다. 낮은 집중화정도 즉, 높은 현지화정도를 가져오는 변수로는 본사의 규모, 해외시장환경의 복잡성, 자회사규모, 현지환경 복잡성 등이 도출되었다.

최동익(2002)은 현지화를 ‘현지에서 자회사의 부가가치활동을 향상시키는 활동 및 현지국 기업으로 정착되어 가는 과정’으로 정의하고 그 핵심은 ‘현지국 기업으로 독자적으로 생존·성장할 수 있어야 한다.’고 보고 있다. 이는 세계 여러 나라에 방대한 해외생산거점 체제를 구축하고 있는 다국적기업은 국민경제 지향적 가치사슬(national value-chain)을 지닌 현지기업과 달리 범세계적 가치사슬(global value-chain)을 가지고 있기 때문이라고 보고 있다. 즉 이들에겐 국경으로 둘러싸인 국민경제라는 개념은 더 이상 적용되지 않으며, 범세계적 차원에서 가장 값싸게 제품을 생산할 수 있는 곳에서 생산을 하고, 가장 값싸게 자본을 차입할 수 있는 곳에서 자본을 조달하며, 가장 적게 세금을 낼 수 있는 곳으로 소득을 이전시키며, 가장 큰 환차익과 자본수익을 기대할 수 있는 방향으로 자금을 이동시킨다. 다국적기업이 이같이 범세계적 가치사슬을 지향하는 궁극적 목표는 범세계적 이윤의 극대화이다.(한지희, 2006)

김은숙(2008)은 현지화(localization)란 현지에서의 원자재, 부품 등의 조달을 확대하고 인력구성면에 있어서도 현지인의 비중을 늘림으로써 투자기업이 현지에 제대로 뿌리를 내리도록 하는 것을 말한다.

## 2) 삼성전자의 현지화 전략

중국시장에서 한국식의 경영방식을 그대로 적용하는 것은 실패한 확률이 높으며 현지문화와 동화

하는 것이 중요하다. 즉, 현지 환경을 충분히 고려하여 현지 지주회사를 설립해야 한다. 삼성전자의 대 중국 투자전략은 철저한 현지화를 통한 시장공략이라고 할 수 있으며 법인 형태가 아닌 임시 조직이었다.

그러나 삼성전자는 현지화전략을 통한 중국시장공략을 위해 기존의 삼성 중국본사를 2001년 말 법인형태의 ‘삼성차이나’로 발전시켰다. ‘삼성차이나’는 중국시장 계열사 총괄, 정보수집, 현지 네트워크의 종합적 관리 등을 담당하고 있다. 그 이후 삼성전자는 중국에의 공장이전과 현지화를 활발히 진행하고 있는 것으로 볼 수 있다. 2000년 1월 착공한 심천의 CDMA 휴대전화 공장인데 2001년 3월 완공된으로 중국산 애니콜의 판매가 가능하게 되었다. 중국시장에서 애니콜 휴대폰의 현지 생산하면서 애니콜의 판매가 가능하게 되었다. 중국시장에서 애니콜 휴대폰의 현지 생산하면서 시장마케팅, 판매, 경영, 등 모든 것을 현지화하여 중국인의 기호를 맞추는 것이 가능해 구성되어 있다. 이로써 현지특성에 맞는 제품 개발이 이루어질 수 있게 되었다.

〈표 2-6〉 삼성전자의 마케팅과 생산의 현지화

요소		현지화정도
마케팅의 현지화	상품명	한국본사협의
	A/S 센터	중국내 결정
	매출액목표	한국본사협의
	제품가격	중국내 결정
	유통경로	중국 총괄 결정
	광고전략	한국본사협의
생산의 현지화	물류시스템	중국내 결정
	생산계획	한국본사협의
	생산방법	한국본사협의
	아웃소싱	한국본사협의
	신제품	한국본사협의
	원자재	한국본사협의
	해외원자재	한국본사협의

자료: 三星在華的營銷策略研究, 2006

#### ① 마케팅의 현지화

삼성전자는 2003년 중국본사(삼성 중국 총괄)내에 마케팅 팀을 신설하였다. 이를 통해 삼성 브랜드에 대한 호감도를 집중 개선하고 있으며, 제품의 리더(leadership)확보, 차별화된 타겟 마케팅(선집중-후확산)을 통해 삼성전자의 고가 이미지를 심고 있다.

##### － 상품명 결정

상품명명은 브랜드 전략과 관계 된 것으로 본사와 협의하여서 쓰는 것을 원칙으로 한다. 본사의 가이드라인을 따라야 한다. 삼성공사의 경우 명품 플러스원을 중국내수시장에서 천외천(天外天)으로, 세탁기를 대형(大兄)으로, 프로젝션TV를 천막영원(天幕影院)으로 전자레인지를 신천지란 이름을 붙여 현지 소비자들로부터 호응을 얻었다.



— A/S정/책

중국 내에서 결정한다. 삼성공사가 직접하는 것이 아니라 서비스 전담회사를 두는 분사형태를 띠고 있다. ‘찾아 갑니다’ 서비스, ‘100일 교환’ 서비스, ‘HappyCall’ 서비스 등을 시행하고 있다.

— 매출액목표

중국에서 생산되는 물품은 내수와 수출용으로 구성된다. 수출용은 한국본사에서 할당받는 것이고, 내수용의 경우 한국본사와 협의한다.

— 판매제품가격

본사에서 가이드라인을 정하고 현지에서 조정하는 형태이다. 다른 해외법인과의 가격 차이가 많이 날 경우 시장교란이 일어날 수 있기 때문이다. 2001년 말 중국 노트북 PC 시장 진출시 제품면에서는 세계적인 노트북 업체인 소니나 도시바 등에 못지않다고 자평하였으나 브랜드 인지도가 떨어짐으로 것이 이들 회사의 동급제품보다 15-20% 낮은 수준으로 책정키로 하였으나 한국본사에서 막대한 투자를 통해 중국시장에 심어 놓은 삼성전자의 고가 이미지를 훼손한다고 판단하여 소니와 비슷한 가격대로 시장에 출시하였다. 이에서 알 수 있듯이 삼성의 경우 한국본사의 가이드라인을 따르는 것을 원칙으로 한다.

— 유통채널

중국본사인 중국총판에서 결정한다. 삼성의 경우는 분공사(分公司) 형태를 취하다가 IMF 이후 대리점 방식으로 유통을 채기고 있다. 총대리상, 지역대리상, 경소상을 거쳐 소비자에게 전달된다. 유통망은 피라미드식이다. 생산법인 중 판매의 기능을 겸하는 곳도 있어 한 영업 본부가 수천개의 경소상을 관리하는 형식이다. 지난해 베이징, 상하이, 광저우 등 3곳에 판매법인을 신설한 데 이어 선양과 청두에 판매법인을 신설했다.

— 광고전략

예산 자체는 한국 본사가 결정한다. TV 광고를 제외한 신문이나, 잡지 광고는 기본적으로 중국본사에도 권한이 있으나 대체로 본사의 가이드라인을 따르는 것을 원칙으로 하고 있다.

## ② R&D 현지화

삼성전자는 중국의 장기적인 시장성을 감안하여 단순한 생산기지가 아닌 전략기지로 삼고 있으며, 이에 따라 제품 고급화, 브랜드 제고, 고부가가치 제품 생산을 적극 추진하고 있다. 2000년 10월 삼성은 북경중광촌(北京中觀村)에 통신, 소프트웨어 등 기술 연구개발센터를 설립하여 이동통신 분야에서 지적재산권보호를 위해 3G 이동시스템과 관련하여 다수의 특허를 신청하고 있고, 또한 중국 현지 기업인 상하이 HD 기술혁신센터(HDIC)와 공동으로 상해대학교내에 디지털 TV 연구소를 설립하여 현지형 제품 생산을 위한 연구개발을 하고 있다. 천진에도 설계센터 있으며 소주에는 중국 현지 반도체 R&D 센터인 ‘반도체 연구소(SSCR)’가 있다. 항주에 제2 반도체 연구소를, 상해와 난징에는 디자인개발을 담당할 소프트웨어센터 설립계획을 가지고 있다.

### ③ 경영조직의 현지화

#### - 중국 내 경영전략 수립

한국 본사와 협의하여 중국총괄에서 한다. 삼성의 경우 중국본사가 한국과 협의 하여 경영 전략을 수립한다.

#### - 독자적 사업운영

독자적 사업 운영 권한이 없다. 사업 운영 전에 한국본사의 승인을 받아야 한다. 중대한 사항을 자체 결정할 수 없고 본사의 전략과 맞지 않으면 안 된다.

#### - 지역본사제도 여부

북경에 지역본사가 있고(삼성 중국 총괄)그 아래 자체적 마케팅팀을 두고 있다. 1995년 출범한 기존의 삼성본사는 삼성 중국으로 확대개편 되었다. 기존의 삼성본사는 법인형태가 아닌 임시조직이었으나 현지화를 통한 중국시장공략을 위해 2001년 말 법인형태의 삼성 차이나로 발전시켰고, 삼성 차이나는 중국 내 정보수집, 삼성중국공사의 경영방향 설정과 인적자원의 현지화, 현지 네트워크의 종합적 관리 등을 담당하며 삼성계열사들의 영업, 마케팅 전략 조율, 시너지 효과 극대화를 통해 중국 사업을 이끌고 있다.

#### - 지주회사 설립

1996년에 설립된 지주회사 산하에 마케팅팀을 두고 중국 시장에서 선두기업으로 자리 잡을 수 있는 대중국 전략을 마련하고, 이에 대한 마케팅 전략을 수립하고 있다. 지주회사를 통해 중국 전역을 대상으로 한 전제품의 통합 마케팅을 실시하고 98년부터 브랜드 캠페인을 시작하였다. 이를 통해 디지털 기업으로 이미지 변신, 하이엔드 포지셔닝(HighEndPositioning)진입성공, CRM/인터넷 등 미래형 사업기반 조성을 통해 체질 개선을 하고 있다.

### 3) 삼성전자의 중국 현지에 대한 문화적 지원

한국의 제일 큰 기업인 삼성전자는 놀라운 속도로 발전하고 있다. 삼성전자가 미국이나 유럽시장에서 자사의 브랜드 가치를 높일 수 있는 것은 지속적으로 새로운 기술을 연구하면서 제품의 품질을 향상시키기 때문이며, 또한 무엇보다도 광고 홍보를 실행하는 경영전략이 탁월하기 때문이다.

현재 삼성전자의 중국 업무는 전체 업무의 1/3을 차지하고 있다. 삼성전자의 모니터가 중국에서 년 연속 판매량 최고를 달성했다. 그러나 삼성전자가 처음 중국에 진출했을 때는 일본의 소니 파나소닉 등의 브랜드보다 비교열위에 있었다. 중국 소비자들이 보기에 삼성이 일본 브랜드보다 질이 좋지 않고 고급 제품이 아니라고 생각했기 때문이다. 삼성전자는 이런 고정관념에서 벗어나기 위해서 “중국인이 좋아하는 기업을 만들자” 라는 구호를 외치면서 브랜드 가치도 높였다 삼성전자는 봉사 활동을 통해서 홍보할 뿐만 아니라, 2008년 올림픽 경기에서는 중국기업보다도 더 적극적으로 광보 홍보활동을 펼쳤다. 운동은 나이, 민족, 성별의 제한을 넘어 사람을 단결하게 만들 수 있다. 삼성전자는 먼저 이런 정신을 파악하였고 실제 행동으로 옮겼고, 이를 통해서 중국 소비자의 마음과 더욱 가까워질 수 있었다.

올림픽 경기, 월드 챔피언십 등 주요 국제 경기에서 흔히 삼성 브랜드를 볼 수 있다. 삼성 anycall

휴대폰이 세계적인 성공을 받을 수 있었던 이유는 바로 운동 경기에 홍보하는 경영 전략이다. 1988년 삼성전자는 처음으로 서울 올림픽에 찬조 기업이 되었다. 그 후에도 지속적으로 홍보활동을 해 오고 있다. 2008년 북경 올림픽 경기에서는 삼성전자가 무선통신설비기술로 찬조 사업을 하였다. 올림픽의 “녹색올림픽, 과학기술 올림픽, 인문 올림픽”(Green Olympic, Hi-tech Olympic, People's Olympic)이라는 이념을 결합하였고, 현대 사회가 정보와 통신의 적시성과 다양성의 시대인 만큼 휴대폰을 통해서 여러 개인적인 정보에 대한 수요를 제공할 수 있는 것이다.

중국 삼성이 구호는 “중국 사람이 좋아하는 기업 중국 사회의 기업을 기여하는 기업을 만든다” 이다 이것은 기업의 구호만 아니고 삼성 직원들의 행위 규칙과 지도 사상이다. 그래서 이를 위해 삼성 기업은 정기적, 장기적으로 사회봉사 활동을 통해서 브랜드 가치를 향상시키면서 시장규모를 확대해 나가고 있다.

삼성전자는 희망(교육이 빈곤을 벗어나는 지름길), 사랑(따뜻한 세상을 만들자), 공유(중국 정부의 신 농촌 건설을 호응하면서 활동에 참여함), 녹색(환경보호), 운동 및 문화예술의 실현을 통해서 사회에 도움이 주고 있다. 삼성 직원들이 봉사활동은 개인 하는 것이 아니고 모든 직원들이 같이 하는 것이라고 한다. 그래서 그들은 날짜를 정해서 장시간의 계획을 짜서 효율적으로 다른 사람의 어려움을 해결하고 있다. 그리고 그들은 마음대로 봉사 활동을 진행하는 것이 아니고 조직마다 경영업적 및 특성 과 저직한 활동 내용과 방법을 찾아야 한다고 진행한다. 이를 통해서 직원들이 가치를 느끼고 진심을 가질 수 있는 조직을 만든다 이는 가치감과 만족감 그리고 소속감을 바탕으로 활기찬 기업 분위기를 만들어 더욱 새로운 단계로 나아가기 위해서이다.

삼성 기업은 중국에서 “삼성공익 사업기구”를 만들었고 동시에 끊임없이 사회봉사 활동에 참여하고 있는 것이 종종 신문이나 에서 다루어졌다. 즉, 삼성은 중국의 교육에 지원 하고 있으며, 사회 복지 및 농촌지원 등에 노력하고 있다.

### ① 삼성 장학금

삼성 그룹을 창립할 때부터 인재를 중시한다. 지금까지도 마찬가지다. 2002년부터는 삼성 기업이 중국 제일 유명한 북경대학과 청화대학 대표로 및 다른 27개 10개 고등학교 안에 “삼성 장학금”을 조성했다. 아시다시피 북경대학과 청화대학은 많은 우수한 인재를 배양하는 곳이다. 삼성 장학금의 조성은 공부를 잘하는 학생을 격려하기 위해서 좋은 방법이라고 할 수 있다. 2012년말까지는 거의 5천5백 명의 학생이 삼성 장학금을 받았다. 올해의 계획은 더 많은 학생들에게 기회를 줄 예정이다.

### ② 삼성 희망 프로젝트 초등학교

삼성 휴대폰이 좋은 성능과 화려한 디자인을 기반으로 많은 소비자의 지지를 받았다. 그런데 제품의 브랜드 인정을 받은 동시에 삼성 기업이 성공만 즐기는 것이 아니고 공업사예에 적극적으로 참석했다. 삼성 기업의 대중화 업무를 담당한 사장님이 국가의 미래는 교육을 결정한다고 말한 적이 있었다. 그래서 삼성 기업이 자기가 할 수 있는 만큼이 아이들에게 좋은 학습 환경을 만들고 아이들이 건강하고 즐겁게 성장하면서 자기의 꿈을 이루기를 원한다.

2005년부터 2007년까지 희망 프로젝트 1기 동안에 일시불 900만원 중국돈으로 전국 총 45개 학교를 만들었다. 그리고 학생들에게 좋은 공부 환경을 창조하기 위해서 많은 학교에게 TV, 컴퓨터, 도서와 학습 용품을 제공했다. 2008년부터 2010년까지 55개 학교를 더 만들었다. 2008년 중국 올림픽 경기 때 삼성은 학생들 위해서 “올림픽 여행”활동을 만들었다. 그들은 학생을 데리고 북경에 와서 직접으로 경기장을 보고 경기의 분위기도 느껴 봤다. 이런 활동은 학생에게 지식을 풍부하게 만들고 동시에 그들은 열심히 공부하는 마음도 강화시켰다. 2011년부터 삼성은 매년 1000만원 투자하여 연속5년 동안 2기 희망 프로젝트 계획을 시작했다.

### ③ “삼성 사랑의 빛” 행동

중국에 백내장 환자의 수량이 거의 300만을 넘고 지금도 계속 증가하고 있다는 현실이다. 중국 정부가 끊임없이 백내장 환자에게 도움을 주고 있지만 빠른 증가율 때문에 다 치료해줄 수 없다. 삼성 기업이 중국 사회에 공헌한 구호를 실행하여 백내장 환자들에게 다시 아름다운 세상을 보여주기 위해서 2007년에 “삼성 사랑의 빛”행동을 제고하고 전국에서 실행했다 이 행동의 목표는 매년이 2000명 정도의 환자를 치료하는 것이다 삼성 기업이 가난한 백내장 환자를 무료로 수술도 할 수 있기 위해서 매년마다 돈을 많이 기부하고 있다. 지금까지는 치료를 받은 환자의 수량이 거의 만 명을 넘었다. 원래 돈이 없어서 치료를 못 했는데 이제 치료한 후 다시 아름다운 세상을 보게 되는 환자에게 노동력을 회복할 뿐만 아니라 생활의 자신감도 다시 찾았다. 동시에 가정에게 큰 희망과 기쁨을 가지고 왔다.

〈표 2-7〉 삼성의 “사랑의 빛”행동 현황

연도	내용
2006년	북경연합대학교 청각장애 학생에게 맹도건을 기부
2008년3월	북경에 500개 청각장애 가정에게 휴대폰을 기부
2008년	사천원천 진진을 3000만원 기부
2008년9월	연합대학교와 함께 중국 첫 번째 맹도건 훈련소를 창립
2010년	청해성옥수 지진을 1000만원 기부
2012년	이랑“9.7”지진을 컬러 초음파 진단 설비를 기부
2013년	사천성야안 지진을 6000만원 기부

### ④ “일심일촌”활동

중국의 현황이 빈부 차이가 심해서 농촌의 생활이 너무 곤란하다. 삼성 기업이 중국 농촌의 현황을 해결하기 위해서 삼성의 현지 법인마다 한 마을에게 도움을 주는 방식으로 진행한다. 이를 통해서 마을의 공공 사설을 개선하고 현지의 문화생활 수준도 같이 제고하려고 노력하고 있다. 중국 삼성 기업의 강한 사회 책임감도 “일심일촌” 활동을 통해서 잘 표현했다. 동시에 한국 기업으로서 중국 시장에 진출한 삼성 기업이 중국과 서로 융합하는 것도 잘 드러났다. 2005년부터 중국 삼성 기업이 “일심일촌” 활동을 확대되었다.

삼성 직원의 발자취를 중국 어디든지 다 보일 수 있다. 그런데 그들은 감사를 받으려고 하는 것이

아니고 사회나 다른 사람을 도와 줄 수 있게 자기의 힘을 공헌하기 위해서 묵묵히 하고 있다. 이전에 누추한 집 낡은 가구 등 지금 가서 보면 다 변했다. 집마다 새로운 가전제품을 설치해 주고 안의 깨끗하게 정리도 하고 살고 있는 사람의 정신면모까지도 달라진다. 이것은 바로 삼성 모든 지원의 공로다 그들은 없으면 빈곤에 빠진 사람들은 그대로 살지만 이제는 마을 주민에게 미래의 인생에 대해서 새로운 희망을 주었다. 지금까지도 삼성 지원들이 여전히 중국 신 농촌 건설에 적극적으로 촉진시키고 이 몇 년의 노력을 통해서 작은 성과도 얻은 동시에 사회의 인정도 많이 받았다.

## 4. 한류

### 1) 한류의 개념

‘한류’는 중국에서 한국의 대중문화를 표현하는 말로 『韓國流行』의 줄임말이다. 그러나 지금의 한류는 중국뿐만 아니라 중화문화권인 대만, 홍콩, 싱가포르, 베트남, 몽골 심지어는 일본에서까지 유행하는 한국의 대중문화를 총칭하는 용어로 발전하게 되었다.

‘한류(韓流)’는 한국의 문화가 해외로 전파되어 인기리에 소비되고 있는 현상을 말한다. 1980년대 후반부터 개방정책이 본격화된 후, 1990년대 후반부터 가시화된 한류의 현상은 처음에는 영화, TV드라마, 대중음악, 게임 등 대중문화의 해외 유통과 소비가 위주였지만, 점차 패션, 음식, 한글 등 보다 폭넓은 한국 문화의 해외 진출로 확산되고 있다.

주영걸(2005)은 ‘한류’는 아시아권에서 일고 있는 한국 대중문화의 열기를 의미하는 것으로 아시아 청소년들을 중심으로 한국의 대중문화와 연예인을 동경하고 배우려는 문화현상을 의미한다.

신윤환(2006)은 한류에 대한 시각을 문화 혹은 상품으로 보는가, 한류 현상을 긍정 또는 부정적으로 바라보는가, 세계주의 또는 만족주의로 바라보느냐에 따라 한류를 보는 관점을 구분했다. 한류에 관한 주요 개념 정의로는 "동아시아 사회에서 한국 대중문화가 유행하는 현상 또는 그와 유사한 종류라는 정의했다.

장효명(2007)은 한류란 용어는 원래 한국 유행문화에 대하여 대만에서 사용되기 시작하면서 점차 한국 대중문화가 다른 나라 문화에 미치는 영향력을 일컫는 전문용어가 되었다. 여기에는 여러 가지 풍부한 내용이 포함되지만 방이라는 의미로 나누어 불필요가 있다.

장미선(2012)은 한류가 세계문화권을 흔들고 있다. 드라마가 이끌던 한류를 대중음악이 이어받고 최근에는 k-pop 열풍이 아세아를 넘어 유럽, 북미, 남미까지 세계로 확산되고 있다. 한류라는 용어는 2000년대 들어서 주목받기 시작했다. 한류를 한마디로 표현하면 한국유행문화(韓國流行文化)의 약자로 1990년 말부터 중국, 대만, 베트남 등 각 국가에서 한국의 대중문화와 한국 인기 연예인을 동경하며 한국문화를 배우려고 하는 일련의 문화 현상을 말한다.

## 5. 기업가정신

### 1) 기업가정신의 개념

어느 기업이든 간에 기업가의 꿈과 아이디어로부터 출발하며 기업가정신에 의해 구체적으로 실현된다. 기업가정신이 경제발전에서 중요한 역할을 수행하고 있음은 이미 널리 알려진 사실이다.

특히, 전근대적 사회경제체제가 근대적 사회경제체제로 변화하는 역사적 과정 속에서 뚜렷하게 대두된 기업가정신은 선행한 역사적 경험이나 지식의 기반없이 스스로의 재능과 노력에 의해 이루어졌다는 점에서 커다란 의의를 찾을 수 있다. 뿐만 아니라 산업혁명기의 기업가정신은 국가에 따라 그 성격의 차이는 있으나 생산요소의 새로운 결합을 추진하고 새로운 시장을 발견하며 새로운 아이디어를 고안하는 등의 창조적 활동을 수행함으로써 산업혁명전개에 중요한 역할을 하였다.

기업가정신 연구자들은 위험을 예측하고 기업의 이익을 위해 위험을 감수하는 합리적인 의사결정자의 위험감수성의 기업가정신으로 정의하였다. 기업가정신의 필수적인 행위는 시장이나 제품영역의 신규 진입에서 포함된다. 이때 기업가적 성향은 시장진입에 이르기까지의 과정, 실행, 의사결정을 통해 나타날 수 있으며 새로운 투자에 대한 모험을 기꺼이 감수하는 사람의 행동과 의지의 근거를 이루고 있다.

## III. 연구 설계

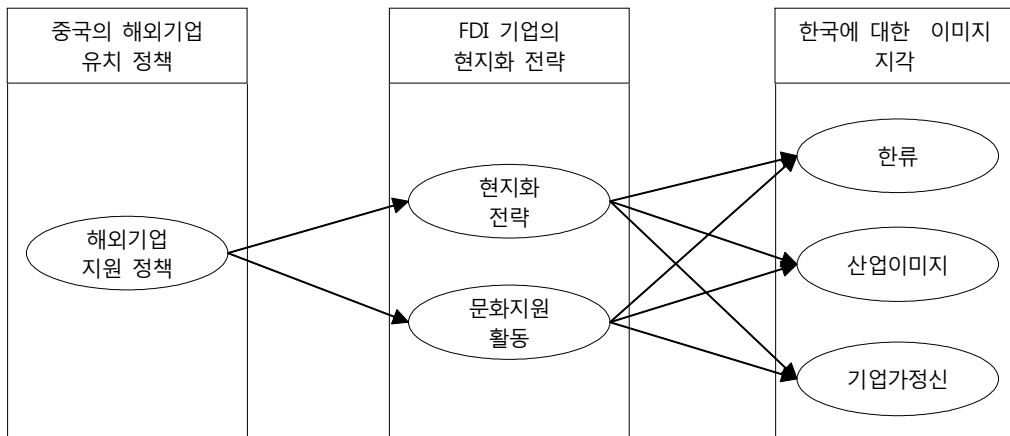
### 1 연구모형

본 연구는 중국의 서부대개발 정책과 맞물려 중국 시안에 진출한 삼성전자의 중국내 활동이 중국 현지인들이 한국에 대하여 어떻게 지각하고 있는가에 대한 연구이다. 따라서 본 연구에서는 중국정부의 지원정책과 삼성전자의 현지화전략 그리고 중국현지에 대한 삼성전자의 여러 가지 지원활동 등이 중국 현지인들이 한국에 대하여 지각하고 있는 것에 미치는 영향정도를 실증함으로써 향후 삼성전자를 비롯한 한국기업들의 중국진출에 대한 방향과 전략을 수립하는데 시사점을 제시하고 자 하였다.

따라서 본 연구의 독립변수로는 중국정부의 지원정책과 삼성전자의 현지화 전략 그리고 삼성전자의 지원활동 등으로 하고, 종속변수로는 한국에 대한 이미지로 한류에 대한 지각과 산업이미지 그리고 한국기업의 기업가정신으로 구성하였다. 한류는 선행연구들이 수행하였던 문화적인 측면이 음악, 드라마, 영화, 음식 등을 포함하였으며, 한국의 산업이미지에 대한 지각 정도 그리고 한국기업의 가지고 있는 도전정신과 같은 기업가 정신을 포함하였다.

따라서 본 연구의 연구모형은 그림과 같이 나타낼 수 있다.

〈그림 3-1〉 연구모형



### 1) 중국의 해외기업 유치정책과 FDI 기업의 현지화전략과의 관계

김광일(2003)연구에서는 한·중 두 나라는 정책면에서 한국기업의 서부개발 참여를 장려하고 있다. 중국은 외국기업의 대중 투자, 특히 서부대개발 투자를 장려하기 위해 일련 우대정책을 취하고 있으며, 서부지역에 투자할 경우 동부지역에 대한 투자보다 우대적인 정책을 실시할 것이다. 중국 서부개발 참여는 한국기업 발전의 내재적 요구되고 있다. 김영국(2006)의 연구에서는 서부대개발에 따른 한국기업의 성공적인 대 중국 서부진출을 하기 위해서 기업은 우선 투자목적과 목표를 명확히 하고 그 목표달성에 가장 유리한 투자업종과 투자방식, 그리고 투자방식에 따른 투자파트너나 대리인을 물색하는 동시에 투자적격 지역선정 등 진입전략을 세우고 수행하다는 점을 나타내었다. 채원석(2007)은 서부의 각 지방정부들은 외국인 직접투자 유치에 매우 적극적 이고 , 천연자원이 비교적 풍부하며, 그리고 광대한 국경선을 접하고 있는 접경 국가들이 소득 수준이 낮은 저개발국가이긴 하지만 장기적으로 충분히 활용 가능하다는 점을 나타내었다. 김광희(2009)성공적인 중국투자를 위해서는 중국시장에 대한 정부의 정책변화에 적응하여 정확한 정보와 충분한 조사, 중국 현지인재를 고용하여 현지 유통구조를 활용함과 동시에 중국정부와의 교류를 원활히 함으로써 중국 외자정책을 잘 파악하고 현지화 수준을 높여야 한다는 점을 나타내었다. 조영(2011)은 최근 중국의 외국인투자정책을 보면 과거 부족한 자본을 메우기 위한 단순한 양적인 확대 유치정책은 그 중요성이 크게 감소되었다. 그렇다고 해서 외국인투자의 중요성이 없어졌다기보다 외국인투자 유치의 고려 사항이 투자규모에서 중국의 산업발전에 도움이 되는 기술 또는 노하우의 보유 및 이전 가능성 유무로 바뀌었다는 점에 따라 중국의 외국인 투자 정책도 새로운 시대에 적합한 방향으로 전환하고 있는 것을 볼 수 있다.

위의 선행연구들을 살펴볼 때, 중국정부가 추진하고 있는 서부대개발정책이나 해외기업 유치를 위한 지원정책활동은 해외 기업이 중국에 진입하는데 도움을 주면서 특히 한국기업들이 첨단산업단지에 입주하는 결과를 가져왔다. 여기서 고려할 수 있는 사항은 지원정책에 힘입어 중국현지에 FDI를 한 기업이의 경우 중국현지에 대한 현지화 전략과 문화 지원 전략을 펼침으로써 주국 현지에 대한 조기

정착과 함께 기업의 호의적인 이미지가 형성되도록 하고자 할 것이다.

따라서 중국 정부의 지원정책은 FDI 기업의 현지화 전략에 유의한 영향을 미칠 것으로 판단되어 다음과 같은 가설을 설정하였다.

*가설 1. 중국의 해외기업 유치를 위한 지원정책은 FDI기업의 현지화 전략에 정(+의 영향을 미칠 것이다.*

*1-1. 중국의 해외기업 유치정책은 FDI기업의 현지화 전략에 정(+의 영향을 미칠 것이다.*

*1-2. 중국의 해외기업 유치정책은 FDI기업의 문화지원 활동에 정(+의 영향을 미칠 것이다.*

## 2) FDI 기업의 현지화 전략과 한국 이미지 지각의 관계

김은수(2002)의 연구는 중국진출 한국기업의 현지화전략에 관한 연구에서 현지화에 대한 다양한 방안을 제시하고 있지만 정착 현지화가 가져다주는 성과에 대한 부분이 미흡하여 현지화 이후의 단계에 대한 연구가 요구되고 있다. 범우(2007)는 “把洋品牌作土”(서양 브랜드를 중국 토착 브랜드의 이미지로 전환시키는 전략)의 원칙을 내세워 서양 브랜드의 이미지를 완전히 벗고 중국의 토착 브랜드로 성장한 ELECTROLUX의 성공사례가 외국기업에게 시사하는 바가 크며 또한 중국민간 품습인 니와와(泥娃娃)를 활용하여 중국소비자의 마음속과 머릿속 깊숙이 침투하는데 성공한 코카콜라의 성공사례도 외국기업에게 광고,홍보에서의 현지화 전략이 얼마나 중요한다는 점을 나타내었다. 최영일(2008)은 삼성의 중국 시장 공략은 ‘선택과집중’으로 함축되는 데 중국 전지역에서 모든 제품의 성공을 기대할 수 없다고 판단하여 북경·상해 등 한정된 대도시에서 중국내 상위계층 및 젊은 세대를 타깃으로 마케팅을 벌이고 있다는 점이 나타내었다. 위용(2011)의 연구에서는 소녀시대를 삼성IT제품의 광고모델로 선택한 후 삼성의 IT 신제품을 출시하기 이전부터 중국 현지인들로부터 많은 관심을 보이고 있다는 점을 나타내었다. 장철(2011)은 현지화는 현지국의 경제에 큰 이익을 주고 진출기업의 다국적 과정에도 도움을 주면서 갈등 없는 해외진출을 전개하는 데 큰 의미를 가지고 또한 현지사회와 근로자간 조직적으로 융합함으로써 각종 위험을 최소화할 수 있다고 볼 수 있다. 로정아(2012)연구에서는 2011년 <중국기업가(中國企業家)>는 대외경제무역대학교(對外經濟貿易大學)와 공동으로 중국 내 다국적 기업 현지화 지수를 발표했는데 한국기업인 삼성전자가 9위를 차지하고 중국 진출 한국기업 중 제일 높은 것이라고 밝힌다. 삼성은 다른 중국 진출 한국기업에 비하여 현지화 정도가 훨씬 높다고 평가할 수 있다. 삼성은 현재 중국 소비자들 사이에서 가장 좋아하는 브랜드 중의 하나라고 볼 수 있다.

따라서 FDI 한국기업의 현지화 전략과 한국 이미지 지각에 대한 가설을 설정하면 다음과 같다.

*가설 2. FDI 한국기업의 현지화 전략은 중국 현지인의 한국에 대한 이미지 지각에 정(+의 영향을 미칠 것이다.*

*2-1. FDI 한국기업의 현지화 전략은 한류의 이미지에 정(+의 영향을 미칠 것이다.*

*2-2. FDI 한국기업의 현지화 전략은 한국산업의 이미지에 정(+의 영향을 미칠 것이다.*



*2-3. FDI 한국기업의 현지화 전략은 한국기업의 기업가정신의 이미지에 정(+의 영향을 미칠 것이다.*

3) FDI 기업의 문화지원 활동과 한국 이미지 지각의 관계

박민진(2004)은 젊은 층을 대상으로 한 디지털댄 선발대회와 중국의 학생들 퀴즈프로그램인 신싱지 리콰이차(三星智力快車)를 들 수 있다. 이 프로그램을 중국 CCTV와 함께 제작해 중국의 학생들을 겨냥한 퀴즈마케팅으로 학생들 사이에서 크게 인기를 끌고 있다. 이 문화생활을 통해서 삼성의 이미지를 높다고 볼 수 있다. 이는 문화 마케팅을 실시하고 있다. 전경태(2004)삼성전자는 2000년 시드니올림픽과 2004년 그리스올림픽 또는 2008년 베이징올림픽의 공식 스폰서를 맡은 자격을 활동을 하고 또한 2001년 8월에는“삼성배 4개국 국제축구경기”를 개최하는 것을 삼성의 브랜드 이미지를 높게 인정받고 있다고 볼 수 있다. 사리리(2012)는 중국삼성전자의 봉사활동을 통한 사회이미지 관리와 관련하여 중국 삼성이 구호가 “중국(做中國人民喜愛的企業, 貢獻於中國社會的企業)사람이 좋아하는 기업 중국 사회의 기업을 기여하는 기업을 만든다.”라는 것과 ‘一心一村’ 활동을 통하여 농촌마을사람들의 공로에 대한 감사와 중국사회의 인정을 받고 있다는 점을 나타내었다. 광가군(2014)연구에서는 연예인이 사회적 공인으로써 그 하나하나의 말과 행동은 보통 사람들의 소비행위와 유행 추세에 어김없이 큰 영향을 미치고 있다. 따라서 연예인을 기업의 이미지 모델로 함으로써 기업 브랜드의 내재적인 의미를 효과적으로 전달할 수 있을 뿐만 아니라 기업브랜드의 가치를 대폭 상승시킬 수도 있다는 점을 나타내었다.

따라서 본 연구는 이러한 연구결과를 바탕으로 다음과 같이 가설을 설정하였다.

*가설 3. FDI 한국기업의 문화지원 활동은 중국 현지인의 한국에 대한 이미지 지각에 정(+의 영향을 미칠 것이다.*

*3-1. FDI 한국기업의 문화지원 활동은 한류의 이미지에 정(+의 영향을 미칠 것이다.*

*3-2. FDI 한국기업의 문화지원 활동은 한국산업의 이미지에 정(+의 영향을 미칠 것이다.*

*3-3. FDI 한국기업의 문화지원 활동은 한국기업의 기업가정신의 이미지에 정(+의 영향을 미칠 것이다.*

## 2. 자료 수집 및 분석

### 1) 자료 수집

본 연구는 중국 시안에 있는 현지 중국인(한족)을 대상으로 대상으로 편의표본추출 방식의 설문을 실시하였다. 2014년 5월 10일부터 5월 20일까지 설문조사가 실시되었고, 설문지 배포와 자동응답 사

이트를 온라인으로 만들어 동시에 조사하였다. 회수된 250부의 설문지 중에 불성실한 답변이 이루어진 설문지 32부를 제외한 218부가 최종 분석에 사용되었다. 통계분석에 사용된 응답지중 지나친 편향(bias)을 제거하기 위하여 Z-검증 실시결과 195부가 최종 실증분석에 사용되었다.

## 2) 자료 분석 방법

실증분석을 위한 통계 패키지는 PASW Statistic 18.0을 이용하여 표본의 인구 통계적 특성을 파악하기 위해 빈도분석을 실시하였으며, 항목들 간의 내적 일관성을 알아보기 위해 Cronbach's  $\alpha$ 계수를 이용하여 신뢰성을 검증하였다. 이 과정에서 신뢰성을 저해하는 항목들은 분석에서 제외하였다.

그리고 측정변수의 단일차원성과 타당성 분석을 위해 탐색적 요인분석을 실시하였으며, 가설을 검증하기 위하여 각각의 가설별로 다중회귀분석을 실시하였다.

회귀분석의 독립변수와 종속변수는 요인분석을 통하여 추출된 요인으로 구성하였으며 각각의 요인은 각 문항의 평균값으로 요인 값을 구성하였다.

# IV. 실증분석 결과 및 논의

## 1. 표본의 인구 통계적 특성

본 연구의 가설을 검증하기 위하여 실증조사에 참여한 표본의 인구통계적인 특성을 살펴보면 다음 <표 4-1>과 같다.

<표 4-1> 인구 통계적 분석

		빈도	Percent			빈도	Percent
성 별	남성	102	52.3	학 력	고졸	12	6.2
	여성	93	47.7		전문대졸	21	10.8
연 령	20대	100	51.3		대졸	126	64.6
	30대	59	30.3	급 여	대학원 이상	36	18.5
	40대	26	13.3		150 미만	17	8.7
	50대 이상	10	5.1		150-250	31	15.9
근 속 기 간	3년 미만	81	41.5		250-350	51	26.2
	3-5년	33	16.9		350 이상	96	49.2
	5-10년	38	19.5	직 업	공무원	33	16.9
	10-15년	19	9.7		사무직	63	32.3
	15년 이상	24	12.3		생산직	50	25.6
Total		195	100.0		사업가	21	10.8
					학생	28	14.4

우선 성별을 보면 전체 응답자 195명 중 남자가 102명(52.32%)이고 여자가 93(47.708%)으로 구성되어 있다. 학력의 경우는 고등학교가 12명(6.28%), 전문대가 21명(10.8%), 대졸이 126명(64.6%), 대학원 이상이 36명(18.5%)으로 나타났다. 연령별 분포는 20대가 100명(51.3%), 30대가 59명(30.3%), 40대가 26명(13.3%), 50대 이상이 10명(5.1%)으로 나타나, 조사대상자 중에서 20대와 30대가 대부분을 차지하고 있었다.

급여에 있어서는 150만 원 미만이 17명(8.7%), 150-250만 원이 31명(15.9%), 250-350만 원이 51명(26.2%), 350만 원 이상이 96명(49.2%)으로 나타났다. 근속년수별 분포는 3년 미만이 81명(41.5%), 3-5년이 33명(16.9%), 5-10년이 38명(19.5%), 10-15년이 19명(9.7%), 15년 이상이 24명(12.23%)으로 나타났다.

직업은 공무원이 33명(16.9%), 사무직 회사원이 63명(32.2%), 생산직 회사원이 50명(25.6%), 사업가가 21명(10.8%), 학생이 28명(14.4%)로 나타났다.

## 2. 구성개념에 대한 요인 분석과 신뢰성 및 타당성 분석

연구에 사용된 측정변수들의 신뢰성 분석을 위해 변수들의 내적 일관성을 나타내는 크론바하 알파 계수(Cronbach's  $\alpha$ )를 구하였다. Cronbach's  $\alpha$ 는 동일한 개념을 측정하기 위해 다수의 항목을 이용하는 경우 신뢰도를 저해하는 항목을 찾아내어 측정 도구에서 제외시킴으로써 측정도구의 신뢰도를 높이는 방법으로 Cronbach's  $\alpha$ 값은 Nunnally(1967)가 제안한 신뢰도 0.6 이상을 기준으로 하여 분석하였다.

또한 본 연구에서는 다수의 문항으로 측정된 측정변수의 신뢰성과 타당성을 확인하기 위하여 척도별로 탐색적 요인분석, Cronbach's  $\alpha$ , 확인적 요인분석 등과 같은 통계적 기법을 이용하여 척도순화를 진행하였다.

순화과정은 개별 측정척도를 단일 차원성을 전제로 측정척도를 검토하고, 요인분석을 통하여 고유값이 1 이상이 되는 변수의 파악, 요인적 재치가 0.40 이상이 되는 항목 포함 및 공통분(Communality)이 0.5 이하인 항목은 제거하여 신뢰성을 검토하였다.

항목 - 전체 상관관계에서 0.3 이하의 상관관계를 가지는 항목은 요인 분석의 요인적 재치와 공유치를 비교한 다음 제거를 결정하였다.

### 1) 신뢰성 분석

신뢰도는 동일한 측정도구를 사용하여 동일한 개념을 반복 측정하였을 때 일관성 있는 결과를 얻는 것으로, Nunnally(1970)와 Bernstein(1994)은 신뢰성 검증이 타당성 검증에 선행하는 것이 바람직하다고 보고 있다.

척도의 신뢰성(Reliability) 평가는 내적 일관성에 의한 방법을 이용하였다. 내적 일관성은 한 구성개념을 다항목으로 측정했을 때 항목들이 일관성 혹은 동질성을 갖는가에 관한 것이다.

내적 일관성의 평가는 Cronbach's  $\alpha$  계수를 이용하였다. Cronbach's  $\alpha$  계수에 대해서 Nunnally(1978)

는 탐색적인 연구 분야에서는 0.60 이상이면 충분하고, 기초연구분야에서는 0.80 이상, 중요한 결정이 요구되는 응용 연구 분야에서는 0.90 이상이어야 한다고 주장하고 있다.

본 연구에 사용된 관측변수들의 전체 문항과 각 측정변수별 신뢰성 분석을 실시한 결과 <표 4-2>에서 <표 4-5>까지 나타나고 있으며, 직무스트레스 요인의 Cronbach's  $\alpha$  값은 0.775에서 0.951까지 나타나 매우 높은 신뢰도 계수를 나타내고 있어 전체적으로 높은 내적 일관성이 있는 척도라고 판단하였다.

## 2) 타당성 분석

타당성은 연구자가 조사하고자 하는 개념을 정확히 측정하고 있는지를 확인하는 것으로 본 연구에서는 내용타당성(Content Validity)과 판별타당성(Discriminant Validity)을 검증하였다.

내용타당성은 측정도구가 측정하고자하는 개념의 특성을 측정하는 것으로 내용타당성을 유지하기 위해 기존 연구의 설문항목을 토대로 본 연구에 맞게 수정하여 보완하였으며, 경영학 전공 교수 1인, 경영학 박사 2인을 통해 설문문항의 내용타당성을 검증하였다.

판별타당성은 탐색적 요인분석을 이용하여 검증하였다. 요인분석은 변수들 간의 상관관계를 이용하여 서로 유사한 개념끼리 묶어주는 방법으로 주성분 분석과 공통요인 분석이 있는데 본 연구에서는 가능한 많은 정보를 최소의 요인으로 묶이게 하는 주성분 분석을 이용하였다.

요인회전 방법은 하나의 요인에 높이 적재되는 변수의 수를 줄여서 요인의 해석에 중점을 두는 베리맥스방법(Varimax Rotation)을 이용하였다. 이 방법은 요인의 축들이 직각을 유지하면서 요인을 추출하므로 요인들 간의 상관관계가 0이 되어 요인들 간의 독립성을 확보할 수 있다.

본 연구에서는 요인적 재치가 0.40 이상인 변수, 아이겐 값이 1 이상인 변수와 공통분(Communality)이 0.5 이상인 항목들을 선정하였다. 이 과정에서 적재치 기준에 못 미치거나, 공통분이 0.5 이하이고 아이겐 값이 1이 되지 않는 변수들은 제거하며 탐색적 요인분석을 실시하였다.

분석결과 <표 4-2>는 중국정부의 해외기업 유치를 위한 지원정책의 경우 명확하게 전반적인 해외기업 유치정책과 한국기업을 대상으로 한 지원정책으로 구분되고 있다. 이는 삼성전자를 비롯한 한국기업의 FDI 유치를 위한 분위기나 기반 조성 등을 통하여 한국기업이 중국현지에서 느끼는 지역적 우위(Local Advantage)를 제시하고 있다는 점을 나타내고 있다.

중국정부의 해외기업 유치를 위한 정책은 전반적인 해외기업 유치 정책이 4개 문항 그리고 한국기업 대상의 지원정책이 6개 문항으로 나타나고 있으며, 이들의 고유값과 신뢰도는 일반지원책이 2.595와 신뢰계수 .821을 나타내고 있으며, 한국기업 대상의 지원정책의 고유값은 3.730이며, 신뢰계수는 .863을 나타내고 있다.

〈표 4-2〉 중국정부의 해외기업 유치에 위한 지원정책에 대한 요인분석

	요인1	요인2	고유값	Cronbach's a
한국기업지각	<b>.794</b>	.185	3.730	.863
개발구한기	<b>.790</b>	.148		
한국기업지원 정책	<b>.725</b>	.293		
삼성유리	<b>.708</b>	.205		
대출확대	<b>.698</b>	.282		
삼성유치역할	<b>.668</b>	.343		
여러혜택	.086	<b>.882</b>	2.595	.821
주식제한완화	.279	<b>.800</b>		
세수우대	.384	<b>.670</b>		
투자영역확대	.331	<b>.588</b>		

<표 4-3>은 FDI 한국기업의 현지화 전략에 대한 분석으로 전체 10개의 문항 중에서 원자재 현지조달에 대한 문항이 제거되어 총 9개 문항으로 구성되었으며, 이는 마케팅 현지화와 지역정서 현지화로 구분된다.

FDI 한국기업의 마케팅 현지화 전략은 총 4개 문항으로 고유값 2.789와 신뢰계수 .798을 나타내고 있으며, 지역정서 현지화 전략은 5개 문항으로 고유값은 3.204이며, 신뢰계수는 .861을 나타내고 있다.

〈표 4-3〉 FDI 기업의 현지화 전략에 대한 요인분석

	요인1	요인2	고유값	Cronbach's a
공장근무좋음	.831	.064	3.204	.861
중국인채용	.825	.255		
안전설계	.751	.320		
시안적합광고	.687	.352		
시안이미지	.663	.384		
중국 마케팅	.124	.789	2.789	.768
제품티비광고	.274	.722		
매장제품	.183	.708		
중국 브랜드 개발	.308	.681		

<표 4-4>는 FDI 한국기업의 문화지원 활동에 대한 분석으로 전체 10개의 문항 중에서 3개의 문항은 FDI 한국기업의 중국에서 일반적으로 커다란 맥락에서 수행했던 전반적인 지원활동으로 구성되었으며, 7개의 문항은 각각의 특정분야에 대한 구체적인 지원활동으로 구성되었다.

따라서 문화지원활동은 전반적인 지원활동과 구체적인 지원활동을 구분하고 전반적인 지원활동의 경우 고유값 2.530와 신뢰계수 .755를 나타내고 있으며, 구체적인 지원활동의 경우 고유값은 4.954이며, 신뢰계수는 .946을 나타내고 있다.

〈표 4-4〉 FDI기업의 문화지원 활동에 대한 요인분석

	요인1	요인2	고유값	Cronbach's a
희망프로지각	<b>.890</b>	.219	4.954	.946
일심일촌	<b>.849</b>	.247		
농촌지원	<b>.835</b>	.373		
백내장지원	<b>.827</b>	.344		
교육지원	<b>.821</b>	.243		
삼성장학금	<b>.774</b>	.321		
봉사활동	<b>.668</b>	.474	2.530	.755
올림픽찬조	.173	<b>.875</b>		
문화실현도움	.300	<b>.792</b>		
문화지원금	.468	<b>.621</b>		

〈표 4-5〉는 한국에 대한 이미지 지각에 대한 요인분석으로 크게 한류에 대한 이미지 그리고 한국 산업에 대한 이미지, 한국기업의 기업가정신에 대한 이미지로 구성되었다

한류에 대한 이미지는 총 5개의 문항으로 구성되었으며, 이의 고유값은 4.180이며, 신뢰계수는 .902를 나타내고 있다. 한국기업에 대한 이미지는 총 8개 문항으로 구성되어 있으며, 고유값은 5.167이며, 신뢰계수는 .925로 나타나고 있다. 또한 한국 기업이 가지고 있는 기업가 정신은 고유값이 6.711이며, 신뢰계수 .951로 나타나고 있다.

〈표 4-5〉 한국에 대한 이미지 지각의 요인분석

	요인1	요인2		고유값	Cronbach's a
한류흥미	.126	.174	<b>.839</b>	4.180	.902
한류친근	.210	.297	<b>.843</b>		
한류신선	.313	.214	<b>.740</b>		
한류우호	.252	.296	<b>.739</b>		
한류고수준	.261	.406	<b>.671</b>		
높은기술수준	.318	<b>.651</b>	.289	5.167	.925
디자인	.284	<b>.693</b>	.333		
브랜드가치	.423	<b>.684</b>	.239		
산업인지도	.254	<b>.779</b>	.197		
산업신뢰	.337	<b>.708</b>	.303		
산업영향력	.376	<b>.715</b>	.231		
산업호의도	.458	<b>.598</b>	.302		
경제견연역할	.422	<b>.561</b>	.260		
진취적	<b>.592</b>	.430	.328	6.711	.951
위험감수	<b>.718</b>	.363	.297		
적극적	<b>.724</b>	.333	.369		
미래지향	<b>.788</b>	.323	.194		
저돌적	<b>.792</b>	.319	.188		
환경적응	<b>.794</b>	.293	.036		
개방적	<b>.709</b>	.266	.202		

문제해결능력	.757	.249	.269		
목표노력	.725	.219	.230		
자율아디공유	.693	.434	.238		

### 3. 가설검증

#### 1) 가설 1의 검증

가설 1은 중국의 해외기업 유치를 위한 지원정책은 FDI기업의 현지화 전략에 정(+)의 영향을 미칠 것이라는 점을 검증하고자 하였으며, 이를 위하여 중국의 해외 기업 유치 정책을 전반적인 지원 정책과 한국기업 대상 지원 정책으로 독립변수를 설정하였으며, 종속변수는 FDI기업의 현지화 전략과 문화지원 활동으로 설정하고 이에 대하여 다중회귀분석을 실시하였다.

먼저 가설 1-1을 검증하기 위해서는 FDI 기업의 현지화 전략은 마케팅 현지화전략과 지역정서에 맞는 지역정서 현지화 전략으로 종속변수를 각각 추출하고 <표 4-6>와 같이 다중회귀분석을 실시하였다.

이때, 마케팅 현지화 전략에 대한 분석결과를 살펴보면 회귀식의 통계적 유용성을 나타내는 F값이 67.922로 나타나 본 모형은 통계적으로 매우 유의하다고 볼 수 있다. 이때, 선형회귀모형의 적합도와 독립변수의 종속변수에 대한 설명력을 나타내는 R<sup>2</sup>의 통계량이 .414로 매우 높게 나타나고 있다.

또한 독립변수의 종속변수에 대한 영향력에 대하여 입력 자료를 평균 = 0, 표준편차 = 1로 표준화시켜 회귀계수의 유의여부를 나타낸 표준 회귀계수인 Beta 값과 이에 대한 T값을 살펴보면 전반적인 지원정책의 경우 B값이 0.090(T값 = 1.572)로 나타나 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않고 있다. 그러나 한국기업 대상 지원 정책의 경우 B값이 0.467(T값 = 7.932)로 나타나 통계적으로 매우 유의한 영향을 미치고 있다.

<표 4-6> 중국의 해외기업 유치를 위한 지원정책이 FDI기업의 현지화전략에 미치는 영향

구 분		비표준화 계수		표준화 계수	t-값	R <sup>2</sup> , F-값
종속변수	독립변수	B	표준오차	$\beta$		
(상수)		2.540	.255		9.965	R <sup>2</sup> =.414, Adj R <sup>2</sup> =.408, F=67.922
마케팅 현지화	전반적 지원정책	.090	.057	.112	1.572	
	한국기업지원정책	.457	.058	.567	7.932***	
(상수)		1.748	.246		7.117	R <sup>2</sup> =.523, Adj R <sup>2</sup> =.518, F=105.453
지역정서 현지화	전반적 지원정책	.162	.055	.188	2.925***	
	한국기업지원정책	.508	.056	.589	9.143***	

\*\* = P<.05, \*\*\* = P<.01

또한 FDI기업의 지역정서 현지화 전략에 대한 분석결과를 살펴보면, R<sup>2</sup>의 통계량이 .523로 나타났고, F 값의 경우 105.453으로 나타나 모형이 통계적으로 매우 유용하다고 볼 수 있다.

따라서 FDI기업의 지역정서 현지화 전략에 대한 Beta 값과 이에 대한 t-값을 살펴보면 전반적인 지원정책의 B값이 0.162(T값 = 2.925)로 나타나 통계적으로 매우 유의한 영향을 미치고 있으며, 또한 한국기업 대상 지원정책의 경우도 B값이 0.508(T값 = 9.143)으로 나타나 통계적으로 매우 유의한 영향을 미치고 있다.

따라서 가설 1-1의 경우 전반적 지원정책이 마케팅 현지화에는 유의한 영향을 미치지 않지만, 지역정서 현지화 전략에는 유의한 영향을 미치며, 한국기업 대상 지원정책은 마케팅 현지화 전략과 지역정서 현지화 전략 모두에게 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나 가설 1-1은 부분 채택한다.

다음으로 가설 1-2은 해외기업 유치를 위한 지원정책이 FDI기업의 문화지원 활동에 정(+)의 영향을 미칠 것이라는 점을 검증하고자 한 것으로 FDI 기업의 문화지원 활동은 전반적인 지원활동과 구체적인 지원활동으로 종속변수를 각각 추출하고 <표 4-7>와 같이 다중회귀분석을 실시하였다.

<표 4-7>을 살펴보면, FDI기업의 중국현지에 대한 전반적인 지원 활동에 대한 분석결과를 살펴보면 회귀식의 통계적 유용성을 나타내는 F값이 54.603으로 나타나고 있어 회귀 모형은 매우 유의하다고 볼 수 있다. 또한 설명력을 나타내는 R<sup>2</sup>의 통계량은 .363으로 매우 높게 나타나고 있다.

따라서 중국의 전반적인 지원정책의 B값은 0.209(T값 = 2.976)로 나타나 FDI기업의 문화지원활동 중 전반적인 지원활동에 통계적으로 매우 유의한 영향을 미치고 있다. 또한 한국기업 대상 지원 정책의 경우 B값이 0.413(T값 = 5.857)로 나타나 통계적으로 매우 유의한 영향을 미치고 있다.

또한 FDI기업의 중국현지에 대한 구체적인 지원 활동에 대한 분석결과를 살펴보면, R<sup>2</sup>의 통계량이 .409로 나타났고, F 값의 경우 66.505로 나타나 모형이 통계적으로 매우 유용하다고 볼 수 있다.

따라서 FDI기업의 중국현지에 대한 구체적인 지원활동에 대한 Beta 값과 이에 대한 t-값을 살펴보면 중국의 전반적인 지원정책에 대한 B값이 0.218(T값 = 2.548)로 나타나 통계적으로 매우 유의한 영향을 미치고 있으며, 또한 한국기업 대상 지원정책의 경우도 B값이 0.608(T값 = 7.080)로 나타나 통계적으로 매우 유의한 영향을 미치고 있다.

따라서 가설 1-2의 경우 중국의 해외기업 유치를 위한 전반적 지원정책은 FDI기업의 중국에 대한 전반적인 문화지원 활동과 구체적인 지원활동에 유의한 영향을 미치며, 중국의 한국기업 대상 지원정책은 FDI기업의 중국에 대한 전반적인 문화지원 활동과 구체적인 지원활동에 유의한 영향을 미치고 있어 가설 1-2는 채택한다.

<표 4-7> 중국의 해외기업 유치를 위한 지원정책이 FDI기업의 문화지원 활동에 미치는 영향

구 분		비표준화 계수		표준화 계수	t-값	R <sup>2</sup> , F-값
종속변수	독립변수	B	표준오차	$\beta$		
(상수)		1.938	.312		6.213	R <sup>2</sup> =.363, Adj R <sup>2</sup> =.356, F=54.603
전반적 지원활동	전반적 지원정책	.209	.070	.222	2.976***	
	한국기업지원정책	.413	.071	.437	5.857***	
(상수)		.796	.380		2.097	R <sup>2</sup> =.409, Adj R <sup>2</sup> =.403, F=66.505
구체적 지원활동	전반적 지원정책	.218	.086	.183	2.548**	
	한국기업지원정책	.608	.086	.508	7.080***	

\*\* = P<.05, \*\*\* = P<.01



## 2) 가설 2의 검증

가설 2는 중국내 FDI 한국기업의 현지화 전략이 한국 이미지 지각에 정(+)의 영향을 미칠 것이라는 점을 검증하고자 하였으며, 이를 위하여 독립변수로는 FDI 한국기업이 마케팅 현지화 전략과 지역정서 현지화 전략을 설정하였으며, 종속변수는 현지 중국인들의 한류 이미지에 대한 지각과 한국 산업 이미지에 대한 지각, 그리고 한국기업의 기업가정신에 대한 지각으로 설정하고 이에 대하여 다중회귀 분석을 실시하였다.

먼저 가설 2-1을 검증하기 위해서는 FDI 기업의 마케팅 현지화 전략과 지역정서에 맞는 지역정서 현지화 전략을 독립변수로 하고, 한류의 이미지를 종속변수로 하고, 가설 2-2를 검증하기 위해서 한국 산업 이미지를 종속변수로 하고, 가설 2-3을 검증하기 위해서 한국 기업의 기업가 정신을 종속변수로 하여 각각 다중회귀분석을 실시하였으며, 이는 <표 4-8>과 같이 나타내었다.

<표 4-8>을 살펴보면, 가설 2-1은 한류이미지를 종속변수로하는 회귀분석으로 회귀식의 통계적 유용성을 나타내는 F값은 82.724로 나타나고 있어 회귀 모형은 매우 유의하다고 볼 수 있다. 또한 설명력을 나타내는 R<sup>2</sup>의 통계량은 .462로 매우 높게 나타나고 있다.

또한 FDI 한국기업의 마케팅 현지화전략의 B값은 0.226(T값 = 2.665)로 나타나 한류 이미지에 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있으며, 지역정서 현지화 전략은 B값이 0.674(T값 = 8.474)로 나타나 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있다.

따라서 가설 2-1은 두 개의 독립변수가 모두 통계적으로 유의하여 채택한다.

가설 2-2의 경우 한국산업에 대한 이미지를 종속변수로하는 회귀분석으로, R<sup>2</sup>의 통계량이 .575로 나타났고, F 값의 경우 129.921로 매우 높게 나타나 모형이 통계적으로 유용하다고 볼 수 있다.

또한 FDI 한국기업의 마케팅 현지화전략의 B값은 0.225(T값 = 3.342)로 나타나 한국산업의 이미지에 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있으며, 지역정서 현지화 전략은 B값이 0.673(T값 = 10.654)로 나타나 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있다.

따라서 가설 2-2은 두 개의 독립변수가 모두 통계적으로 유의하여 채택한다.

가설 2-3의 경우 한국기업의 기업가 정신에 대한 이미지를 종속변수로하는 회귀분석으로, R<sup>2</sup>의 통계량이 .537로 나타났고, F 값의 경우 111.168로 매우 높게 나타나 모형이 통계적으로 유용하다고 볼 수 있다.

그러나 FDI 한국기업의 마케팅 현지화전략의 B값은 0.124(T값 = 1.875)로 나타나 한국기업의 기업가 정신에는 통계적으로 유의한 영향을 미치고 않고 있으며, 다만 지역정서 현지화 전략은 B값이 0.663(T값 = 10.746)으로 나타나 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있다.

따라서 가설 2-3은 지역정서 현지화 전략이라는 한 개의 독립변수만이 통계적으로 유의하여 부분 채택한다.

이상의 결과를 살펴볼 때, FDI 한국기업의 마케팅 현지화 전략은 한류의 이미지나 한국산업의 이미지에 정(+)의 영향을 미치지만 한국기업의 기업가 정신에는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났으며, FDI 한국기업의 지역정서 현지화 전략은 한류, 한국산업, 한국기업의 기업가 정신에 모두

유의한 영향을 미치고 있는 것으로 나타나 가설 2는 부분채택한다.

〈표 4-8〉 FDI 한국기업의 현지화전략이 한국 이미지에 미치는 영향

구 분		비표준화 계수		표준화 계수	t-값	R <sup>2</sup> , F-값
종속변수	독립변수	B	표준오차	$\beta$		
(상수)		.553	.394		1.402	R <sup>2</sup> =.462, Adj R <sup>2</sup> =.456, F=82.724
한류 이미지	마케팅현지화	.226	.085	.176	2.665***	
	지역정서현지화	.674	.080	.559	8.474***	
(상수)		.485	.313		1.551	R <sup>2</sup> =.575, Adj R <sup>2</sup> =.571, F=129.921
한국산업 이미지	마케팅현지화	.225	.067	.196	3.342***	
	지역정서현지화	.673	.063	.625	10.654***	
(상수)		1.095	.306		3.583	R <sup>2</sup> =.537, Adj R <sup>2</sup> =.531, F=111.168
한국 기업가정신	마케팅현지화	.124	.066	.115	1.875	
	지역정서현지화	.663	.062	.658	10.746***	

\*\* = P<.05, \*\*\* = P<.01

### 3) 가설 3의 검증

가설 3은 중국내 FDI 한국기업의 문화지원 활동이 한국 이미지 지각에 정(+)의 영향을 미칠 것이라는 점을 검증하고자 하였으며, 이를 위하여 독립변수로는 FDI 한국기업이 중국에 대한 전반적인 지원 활동과 구체적인 지원활동을 설정하였으며, 종속변수는 현지 중국인들의 한류 이미지에 대한 지각과 한국 산업 이미지에 대한 지각, 그리고 한국기업의 기업가정신에 대한 지각으로 설정하고 이에 대하여 다중회귀분석을 실시하였다.

먼저 가설 3-1을 검증하기 위해서는 FDI 한국기업의 전반적인 지원활동과 구체적인 지원활동을 독립변수로 하고, 한류의 이미지를 종속변수로 하고, 가설 2-2를 검증하기 위해서 한국 산업 이미지를 종속변수로 하고, 가설 2-3을 검증하기 위해서 한국 기업의 기업가 정신을 종속변수로 하여 각각 다중회귀분석을 실시하였으며, 이는 <표 4-9>과 같이 나타내었다.

<표 4-9>을 살펴보면, 가설 3-1은 한류이미지를 종속변수로하는 회귀분석으로 회귀식의 통계적 유용성을 나타내는 F값은 87.704로 나타나고 있어 회귀 모형은 매우 유의하다고 볼 수 있다. 또한 설명력을 나타내는 R<sup>2</sup>의 통계량은 .477로 매우 높게 나타나고 있다.

또한 FDI 한국기업의 전반적인 지원활동의 B값은 0.300(T값 = 3.854)로 나타나 한류 이미지에 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있으며, 구체적인 지원활동의 경우 B값이 0.413(T값 = 6.705)로 나타나 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있다.

따라서 가설 3-1은 두 개의 독립변수가 모두 통계적으로 유의하여 채택한다.

가설 3-2의 경우 한국산업에 대한 이미지를 종속변수로하는 회귀분석으로, R<sup>2</sup>의 통계량이 .583으로 나타났고, F 값의 경우 134.004로 매우 높게 나타나 모형이 통계적으로 유용하다고 볼 수 있다.

또한 FDI 한국기업의 전반적인 지원활동의 B값은 0.348(T값 = 5.607)로 나타나 한국산업의 이미지에 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있으며, 구체적인 지원활동의 경우 B값이 0.369(T값 = 7.510)로 나타나 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있다.

따라서 가설 3-2은 두 개의 독립변수가 모두 통계적으로 유의하여 채택한다.

가설 3-2의 경우 한국기업의 기업가정신에 대한 이미지를 종속변수로하는 회귀분석으로, R<sup>2</sup>의 통계량이 .521로 나타났고, F 값의 경우 104.480으로 매우 높게 나타나 모형이 통계적으로 유용하다고 볼 수 있다.

또한 FDI 한국기업의 전반적인 지원활동의 B값은 0.392(T값 = 6.286)로 나타나 한국기업의 기업가정신 이미지에 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있으며, 구체적인 지원활동의 경우 B값이 0.262(T값 = 5.311)로 나타나 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있다.

따라서 가설 3-3은 두 개의 독립변수가 모두 통계적으로 유의하여 채택한다.

이상의 결과를 살펴볼 때, FDI 한국기업의 지원활동은 한류의 이미지나 한국산업의 이미지 그리고 한국기업의 기업가 정신에 모두 정(+)의 영향을 미치고 있어 가설 2은 채택한다.

〈표 4-9〉 FDI 한국기업의 지원전략이 한국 이미지에 미치는 영향

구 분		비표준화 계수		표준화 계수	t-값	R <sup>2</sup> , F-값
종속변수	독립변수	B	표준오차	$\beta$		
(상수)		1.643	.300		5.474	R <sup>2</sup> =.477, Adj R <sup>2</sup> =.472, F=87.704
한류 이미지	전반적지원	.300	.078	.273	3.854***	
	구체적지원활동	.413	.062	.476	6.705***	
(상수)		1.533	.240		6.398	R <sup>2</sup> =.583, Adj R <sup>2</sup> =.578, F=134.004
한국산업 이미지	전반적지원	.348	.062	.356	5.607***	
	구체적지원활동	.369	.049	.476	7.510***	
(상수)		1.868	.240		7.777	R <sup>2</sup> =.521, Adj R <sup>2</sup> =.516, F=104.480
한국 기업가정신	전반적지원	.392	.062	.427	6.286**	
	구체적지원활동	.262	.049	.361	5.311***	

\*\* = P<.05, \*\*\* = P<.01

## V. 결 론

### 1 연구의 결과 및 시사점

본 연구는 중국 중앙정부의 서부대개발 정책과 맞물려 중국에서 제시하고 있는 지역적 경쟁우위(Local Competitive Advantage)를 기반으로 중국 현지에 진출해 있는 FDI 한국기업의 현지화 전략과 이

를 통한 한국에 대한 국가이미지와와의 관계에 대하여 실증하고 하였다.

특히 연구 방법은 서안을 중심으로한 중국 현지인의 중국 정부의 해외기업 유치정책 및 현지 FDI 한국기업의 현지화 전략, 그리고 한국의 이미지에 대한 지각을 서베이(Survey)하여 실증분석 하였다. 실증 분석 결과 중국 현지인들은 중국 정부의 해외기업 유치정책의 중국 정부의 전반적인 지원정책과 한국 기업을 대상으로 한 지원 정책을 구분하여 지각하고 있으며, FDI 한국기업에 대하여 명확하게 지각하고 있었다. 또한 FDI 한국기업의 현지화 전략은 마케팅 현지화와 서안 지역의 지역정서에 맞는 현지화 전략에 대하여 원재료의 현지도달을 제외하고 모든 설문항목을 명확하게 구분하여 지각하고 있었다.

그리고 FDI 한국기업의 문화지원활동은 전반적인 지원활동과 구체적인 지원활동에 대하여 명확하게 구분하여 지각하고 있었으며, 또한 한국의 국가이미지도 한류와 한국 산업, 그리고 한국 기업의 기업가 정신에 대해서 명료하게 구분하여 지각하고 있었다.

이렇게 추출된 요인들간의 관계를 실증하여 가설을 검증한 결과

첫째, 가설 1-1의 경우 전반적 지원정책이 마케팅 현지화에는 유의한 영향을 미치지 않지만, 지역정서 현지화 전략에는 유의한 영향을 미치며, 한국기업 대상 지원정책은 마케팅 현지화 전략과 지역정서 현지화 전략 모두에게 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나 가설 1-1은 부분 채택하였다.

둘째, 가설 1-2의 경우 중국의 해외기업 유치를 위한 전반적 지원정책은 FDI기업의 중국에 대한 전반적인 문화지원 활동과 구체적인 지원활동에 유의한 영향을 미치며, 중국의 한국기업 대상 지원정책은 FDI기업의 중국에 대한 전반적인 문화지원 활동과 구체적인 지원활동에 유의한 영향을 미치고 있어 가설 1-2는 채택하였다.

셋째, FDI 한국기업의 마케팅 현지화 전략은 한류의 이미지나 한국산업의 이미지에는 정(+)의 영향을 미치지만 한국기업의 기업가 정신에는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났으며, FDI 한국기업의 지역정서 현지화 전략은 한류, 한국산업, 한국기업의 기업가 정신에 모두 유의한 영향을 미치고 있는 것으로 나타나 가설 2는 부분 채택하였다.

넷째, FDI 한국기업의 지원활동은 한류의 이미지나 한국산업의 이미지 그리고 한국기업의 기업가 정신에 모두 정(+)의 영향을 미치고 있어 가설 2은 채택한다.

연구 결과 중국 정부가 지원하는 여러 가지 정책에 의해서 지역적 우위(Local Advantage)에 의해서 중국 현지의 FDI 한국기업의 현지화 전략에 따라서 궁극적으로 한국의 국가 이미지에 지대한 영향을 미친다는 점을 찾아볼 수 있었다.

따라서 FDI 한국기업들은 현지화 전략에 있어서 전반적인 현지화 마케팅 전략뿐만 아니라 지역정서에 맞는 마케팅 전략을 고려해야 하고, 또한 지원활동에서도 구체적인 지원활동 등에 대한 방안을 마련하여 지역주민에게 어떻게 각인시켜야 할 것인가를 마련해야 할 것이다.

## 2. 연구의 한계점과 향후 연구방향

첫째, 본 연구는 중국 현지의 중국인을 대상으로 설문조사하여 실증하였다. 문제는 중국인들이 설문

조사에 대한 태도이다. 어떤 경우는 매우 진지하게 응답을 하기도 하지만 어떤 경우에는 그야말로 개인주의적 성향이어서인지 응답에 대한 태도가 매우 부정적이어서 자료를 검증하는데 상당한 노력이 요구되었다는 점이다.

또한 시간 및 여러 가지 제약 등으로 말미암아 자료를 획득하는데 한계를 가지고 있다. 또한 충분한 양의 데이터를 얻지 못하였으므로 연구의 결과를 일반화시키기 어렵다는 한계점을 가지고 있다. 따라서 향후에는 여러 분야의 기업이나 대상들로부터 자료를 수집하여 좀 더 체계적으로 조사하고 분석, 연구하는 것이 필요하다.

특히 중국 현지에서의 조사로 인하여 응답의 효율성을 높이기 위해 핵심변수만을 설문에 구성한 관계로 실증모형에 통제변수를 고려하지 않아 변수간의 관계가 다소 왜곡될 수 있는 한계를 가지고 있다.

둘째, 실증분석을 하는데 있어서 중국과 한국의 차이 등을 명료하게 고려하지 못한 상황에서 요인간의 동일방법편의를 고려하는데 한계가 있다. 또한 극복 방식에서 독립변수와 종속변수 측정 시 응답원을 달리 것과 같은 해결방안이 존재하기는 하지만(박현준·김상준, 2005), 중국현지에서 제한된 설문 조사를 수행했던 본 연구로서는 동일방법편의의 문제에 있어 연구의 제한점을 가지고 있어

따라서 향후의 연구에서는 조사 집단의 분리구성을 통하여 독립변수와 종속변수를 분리하여 조사하는 것과 같은 다양한 조사방법을 통하여 자료 수집을 하면 더욱 바람직할 것이다.

셋째, 본 연구는 중국인만을 대상으로 조사하였다. 그러나 향후에는 중국내 FDI 한국기업에 근무하는 재중 한국인이나 중국인을 대상으로 선정하여 각각 지각하고 있는 지각의 차이를 비교해보는 연구로 확장되어야 할 것이다.

## 참고문헌

### 1. 국내문헌

- KOTRA(2012), 『2011/2012 해외진출 한국기업 디렉토리』 외
- 강설영(2003), 外國人直接投資가 中國經濟에 미치는 影響에 관한 研究, 전북대학교 석사 학위논문
- 곽가균(2014), 삼성휴대폰의 중국시장 마케팅전략에 관한 연구: 삼성 갤럭시S 시리즈 휴대폰을 중심으로, 부산대학교 석사 학위논문
- 김광일(2003), 中國 外資誘致政策과 韓國企業의 對中投資, 경시대학고 석사 학위 논문
- 김광희(2009), 최근 중국의 무역, 투자정책의 변화에 대한 한국기업의 대응방안, 인하대학교 석사 학위논문
- 김영국(2006), 중국 서부 대개발과 한국기업 진출 전략에 관한 연구, 국민대학교 석사 학위논문
- 김용균(2005), 한국의 대중국 해외직접투자가 대 중국 무역에 미치는 영향 분석, 연세대학교 석사 학

# 위논문

- 김용민·권영대, 「중국의 서부대개발과 우리기업의 진출 전략」, 한국중소기업진흥공단, 2001
- 김우석(2012), 중소기업의 해외직접투자 전략에 대한 연구: S전자의 중국 진출 중심으로, 한양대학교 석사 학위논문
- 김유진, ‘삼성과 중국’, 동양문고, 2005
- 김은주(2002), 중국진출 한국기업의 현지화전략에 관한 연구: 삼성, LG전자 사례를 중심으로, 강원대학교 석사 학위논문
- 김진욱(2000), 우리나라의 대중국 직접투자에 관한 연구, 연세대학교 석사 학위논문
- 김진하(2002), 西部 大開發을 위한 中國의 戰略과 展望, 서강대학교 석사 학위논문
- 남해군(2011), 중국의 지역개발 정책에 관한 연구: 연해지역 개발정책과 서부지역 개발정책의 비교를 중심으로, 선문대학교 석사 학위논문
- 대룡위(2009), 韓國企業의 對中國 海外直接投資에 관한 研究: 中小企業을 中心으로, 강남대학교 석사 학위논문
- 동무선(2006), 한중외국인직접투자의비교연구, 강원대학교 국제경영대학원 석사학위논문
- 박민진(2004), 중국 진출 한국 전자업체의 현지화 전략, 연세대학교 석사 학위논문
- 박진규(2009), 한국기업의 대 중국 해외직접투자 전략에 관한연구: 산동성 진출기업을 중심으로, 전남대학교 석사 학위논문
- 백권호(2009), 삼성전자의 중국시장 브랜드 전략 사례, 한중사회과학연구, 제13권, pp1-35
- 범우(2007), 韓國企業의 對中國 FDI 戰略課題에 관한 研究, 배제대학교 석사 학위논문
- 사리리(2012), 삼성전자의 중국시장 진출 전략에 관한 연구, 부산대학교 석사 학위논문
- 삼성전자 해외투자분석, 해외투자론 보고서, 2012.02, pp.31-41
- 송리리(2009), 한국기업의 대(對) 중국 해외직접투자 철수요인에 관한 연구, 공주대학교 석사 학위논문
- 신윤환, 이한우 외 현저(2006), 『동아시아의 한류』, 전예원
- 양로희(2011), 중국 한류소비자의 한국 이미지와 한국제품 구매의도에 관한 연구, 건국대학교 석사 학위논문
- 양면섭·구은아, 중국의 WTO가입 5주년 결산, 대외경제정책연구원, 2007
- 양일양(2013), 한류가 국가이미지, 제품이미지 및 구매의도에 미치는 영향, 우석대학교 석사 학위논문
- 염명곤,(2005), 기업가 정신에 관한 실증연구, 조선대학교 석사 학위논문
- 위용(2011), 한국 전자기업 중국시장 진출 전략에 관한 연구, 전남대학교 석사 학위논문
- 위진(2009), 중국의 외국인직접투자 유치정책변화에 따른 한국기업의 대중투자전략에 관한 연구, 우송대학교 석사 학위논문
- 유로(2011), 한국의 대 중국 해외직접투자에 관한 연구: 중국 동·서부 지역의 투자 환경을 중심으로, 동아대학교 석사 학위논문
- 유열(2004), 한국기업의 대중국 현지화 전략에 대한 연구: 삼성전자를 중심으로, 계명대학교 석사 학위논문

- 윤상일(2011), 한류(韓流)문화의 활성화를 통한 문화산업 증진 방안에 관한 연구: 중국 내 한류를 중심으로, 경희대학교 석사 학위논문
- 이정(2010), 韓國 電子大企業의 對中國 投資戰略 研究, 동아대학교 석사 학위논문
- 이채윤, “삼성전자 3.0 이야기”, 북오션, 2011
- 임가희(2012), 韓流文化産業이 韓中日 經濟協力에 미치는 影響에 관한 研究, 동아대학교 석사 학위논문
- 장세진, “삼성과 소니”. 살림Biz, 2008
- 장천철(2011), 대중국 외국인 직접투자의 특징과 중국경제에 미치는 영향, 부산대학교 석사 학위논문
- 장철(2011), 하이얼과 삼성전자의 해외진출전략 분석: 목표시장 포지셔닝 전략을 중심으로, 부산외국어대학교 석사 학위논문
- 장흥박(2007), 한국기업의 대중국 직접투자 전략에 관한 연구, 신라대학교 석사 학위논문
- 조영(2011), 中國의 外國人投資 誘致制度和 外國企業의 對 中國 投資戰略, 전북대학교 석사 학위논문
- 주영걸(2005), 中·韓 交流擴大를 위한 韓流文化의 問題點과 改善方案에 관한 研究, 강남대학교 석사 학위논문
- 중국 서부대개발 진행과정의 문제점과 시사점, 한국수출입은행 해외경제연구소, 2010.3.23
- 중국 정부의 서부대개발 추진계획, 한국수출입은행 해외경제연구소, 2009.12.16
- 진뢰흠(2013), 중국인의 한류에 대한 이미지가 한국의 국가이미지 및 기업이미지에 미치는 영향, 신라대학교 석사 학위논문
- 진아웅(2007), 중국기업의 해외직접투자 전략에 관한 연구, 동아대학교 석사 학위논문
- 진영걸(2012), 한국기업의 중국 서부지역 진출 방안연구: 진출산업 및 진출방식을 중심으로, 동국대학교 석사 학위논문
- 진정(2013), 한국의 대중국 해외직접투자에 관한 연구: 전자산업을 중심으로, 원광대학교 석사 학위논문
- 채원석(2007), 中國 西部大開發 政策과 韓國企業 進出戰略에 관한 研究, 충주대학교 석사 학위논문
- 최백렬(2004), "외국인 직접투자가 중국경제에 미친 영향에 관한 연구", 「국제경영리뷰」, 제8권 제1호, pp.199-219.
- 최영일(2008), 한국 전자 산업의 대중국 투자 활성화 방안에 관한 연구: 삼성전자와 LG전자의 투자사례를 중심으로, 순천대학교 석사 학위논문
- 한강(2009), 韓流 認識 類型의 研究, 단국대학교 석사 학위논문

## 2. 중국문헌

- CEIC; 『西安市統計年鑒』 (2001) ; 『西安市統計局』 (2012.3.31) , 『2011年西安市國民經濟和社會發展統計公報』
- 江小涓, “중국의 외국인 직접투자가 경제성장, 구조개선 그리고 경쟁력에 미치는 긍정적 영향(中国外资经济对增长, 结构升级和竞争力的贡献)”, 「중국사회과학 (中国社会科学)」, 2002년 第6期

- 三星在華的營銷策略研究, 現代企業教育, 2006年13期
- 西安市發展改革委員會 (2009), 『西安市產業發展白皮書』, 區發改委
- 陝西統計年鑑(2011)
- 孙建中·王美丽 "대중국 외국인직접투자가 경제에 미치는 영향과 대책 (外商对华直接投资的经济影响及对策)", 「경제이론과 경제관리 (经济理论与经济管理)」, 2003年 第6期
- 시안 하이테크산업기술개발구 투자국 담당자 인터뷰(2012.8.31)
- 王少平·封福育, "외국인 직접투자가 중국무역에 미치는 영향과 지역격차: 동태적 분석모형을 근거로 (外商直接投资对中国贸易的效应与区域差异基于动态面板数据模型的分析)", 「세계경제(世界经济)」, 2006年 第8期
- 张燕虹, 「외국인 직접투자가 중국의 고용에 미치는 효과에 관한 연구(外商直接投资对我国就业影响的效应分析)」(2007), 석사학위논문(硕士学位论文), 샤먼대학 대학원(厦门大学)
- 중국개발대전략신사로, 중국중앙당출판사, 2000
- 中國固定資產統計資料, 各年版
- 中國國務院(1974). 中華人民共和國外匯管理條例(修正)
- 中國對外貿易經濟合作部(2003), 科學技術部, 國家工商行政管理總局, 國家稅務總局, 外匯管理局, 外商投資創業投資企業管理規定.
- 中國統計年鑑, 各年版
- 陈继勇, 「외국인직접투자의 새로운 발전과 대중국 외국인직접투자에 대한 연구(国际直接投资的新发展与外商对华直接投资研究)」, 인민출판사(人民出版社)(2004) ,pp.466-468.
- 陈继勇·秦臻, "외국인 직접투자가 중국의 수출입품에 미치는 영향에 대한 실증연구 (外商直接投资对中国商品进出口影响的实证分析)", 「국제무역논쟁(国际贸易问题)」, 2006年 第5期
- 崔新建, 「중국의 외국인투자유치 삼십년 (中国利用外资三十年)」, 중국재정경제출판사 (中国财政经济出版社) (2009) , pp.171-173.
- 贺红波, 屠新属, "FDI와 중국 경제성장 간의 관계에 대한 실증검사 (FDI与F中国经济增长之间关系的实证检验)", 「통계관찰(统计观察)」, 2005年 第2期.
- 陕西省人民政府, 「2010年陕西省国民经济和社会发展统计公报」, 中国经济网, 2010
- 黄斌, "외국인 직접투자가 중국 무역에 미치는 영향(外商直接投资对我国外贸的影响)", 「현대마케팅(现代营销)」, 2010年 02期, pp. 79-81

### 3. 영문문헌

- Dunning, J.H.(1980), "Toward and Eclectic Theory of International Production : Some Empirical Tests", Journal of International Business Studies, 11(1), pp. 9-19.
- F.Root, International Trade and Investment (Cincinnati Ohio: South-Western Publishing Co.), 1978





**중국제품에 대한 미국의 무역구제조치와 중국의 대응  
—중국태양광제품에 대한 미국의 반덤핑·반보조금판정을  
중심으로—**

**An effective actions of the China against a remedies of  
the United States for Chinese products**

윤 정 희(YIN ZHENJI)

세명대학교

(yin8881@hanmail.net)

## 국문초록

중국경제의 부상과 함께 전 세계적으로 중국산 제품에 대한 무역구제조치가 심화되어 중국은 현재 제1의 반덤핑제조국으로 부각되고 있다.

본 논문에서는 중국산 제품에 대한 반덤핑원인분석과 반덤핑제소에 따른 중국정부와 중국기업의 대응책을 알아보고, 향후 한중FTA체결에서 반덤핑 등 무역제재에 관한 제안을 모색하고자 한다.

▶ Keywords : 반덤핑, 반보조금, 상계관세, 무역구제조치

## I. 서론

세계무역기구(WTO)의 국제무역통계(2012.4.12)에 따르면, 유럽채무위기 등 부정적 요인의 충격으로 2012년 세계무역 증가율은 겨우 3.7%에 미치어 최근 몇 년 동안의 평균성장률보다 크게 밑돌 것으로 예측하였다. 2011년 세계무역증가율은 5%로 2010년의 13.8%보다 크게 하락하였고, 2011년 세계수입증가율도 2010년의 13.7%에서 4.9%로 대폭 하락하였다. 국제사회는 미국발 금융위기이후 아직도 충격국면에서 벗어나지 못하고 있다. 세계무역기구와 경제협력개발기구, 유엔무역개발회의의 사무국에서 공동 발표한 보고서(2012.5.31)에 의하면, 주요 20개국 G20회원국들이 세계 경제난 해결을 위해 이행하기로 한 보호무역주의 동결 약속을 어기고 무역제한조치를 크게 확대한 것으로 나타났다. 보고서는 2011년 10월 이후 7개월 동안 G20회원국이 시행한 무역관련 조치 225건 가운데 124건이 무역제한조치로 나타나, 무역촉진조치 101건보다 많았다고 지적했다.

미국발 금융위기이후, 악화된 통상환경 속에서 각국은 자국의 이익을 위하여 보호무역조치를 거리낌 없이 취하고 있다. 각국에서 발표된 보호무역 통상정책을 살펴보면, 크게 무역규제(관세 및 비관세), 국내산업 지원책(구제금융 및 경기부양)이라는 두 가지 형태로 나타난다. 구체적으로 개입범위 측면에서는, 전통적 무역규제수단인 관세나 비관세(수량제한 등)조치 이외에 국제규범(WTO)내에서 다루지 않고 있거나 견제할 수 없는 기법을 통해 개입의 범위를 확대하고 있다. 예를 들면 인위적 환율조정, 고용보호목적의 입법과 기업세제혜택 부여, 수출세 환급 등이다. 또한 민간부문에 대한 공적자금 투입, 기업에 대한 지급 및 채무보증 등도 간접적 보호무역효과를 유발하기에 보호무역주의의 확대라고 할 수 있다. 국가의 개입정도 강화 측면에서는, 실제 외국과의 무역으로 인해 피해발생이 구체적으로 발생하지 않았음에도 불구하고 일방적으로 반덤핑관세, 상계관세, 세이프가드 등 무역구제조치를 취하고 있다. 이러한 행위는 피해발생이 있을지도 모르기 때문에 사전조치를 취하겠다는 식의 사전적이고, 적극적인 개입 형태라 할 수 있는데, 이는 WTO규범에 위배되는 조치이다.(홍석빈, 2009) WTO

규범에서는 반덤핑관세가 부과되기 위해서는 ① 덤핑수입이 이루어져야 하고, ② 그러한 수입으로 인해 국내산업에 실질적 피해 또는 피해우려가 있어야 하며, ③수입과 피해 간의 인과관계가 입증되어야 하며, ④ 조사는 투명한 절차를 통하여 이루어져야 한다고 규정하였다. 상계관세 부과에 있어서도 ① 특정산업에 대한 보조금을 지급받은 물품의 수입이 이루어져야 하고, ② 그 수입으로 인해 국내산업에 실질적 피해 또는 피해우려가 있어야 하며, ③ 수입과 피해 간의 인과관계가 입증되어야 한다고 규정하였다. 실질적 피해의 존재나 인과관계의 입증은 반덤핑협정의 경우와 동일하여 WTO의 보조금 및 상계관세협정도 반덤핑협정의 관련규정을 준용하고 있다. 따라서 입증전의 사전조치는 엄연히 WTO규범에 위배되는 보호무역조치이다.

또한 명문상 공정무역(Fair Trade)을 통한 자유무역주의를 지향하고 있다고 표방하고 있지만 실질적으로는 자국의 이익을 위한 보호주의 색깔이 짙은 정책을 취하고 있는 국가들도 존재한다. 예를 들면 미행정부의 신 통상정책(2008)은 공정무역(Fair Trade)강화, NAFTA개정, 무역조정지원(TAA)강화, 해외고용증대기업 세금우대 폐지, 국내고용창출기업 조세혜택강화로 정리되는데, 이 내용은 교역상대국의 입장에서 볼 때는, ‘자유’라는 말보다 ‘보호’라는 말로 해석될 가능성이 높다. 공정무역을 명분으로 한 미국의 보호주의정책은 자국의 근로자고용창출, 공정한 노동 및 환경정책 확산 등을 이유로 각국에 대한 무역구제조치로 나타날 가능성이 높기 때문이다. 미국의 세계 경제에 대한 영향력이 과거 전성기 때에 비해 줄어든 건 사실이나 아직까지는 엄연히 국제통상질서의 규칙 제안자(Rule-Setter)이기에 미국의 통상관련 정책과 법률은 그 만큼 파급효과가 크다고 할 수 있다.(홍석빈, 2009)

자국이익중심의 정책수립과 전 세계적 금융위기 환경요인이 함께 작용하여 반덤핑제소는 날로 늘어나고 있으며, 또한 최근에는 선진국뿐만 아니라 인도·아르헨티나 등 개도국의 반덤핑제소가 증가하는 추세이다. 중국산 저가상품에 대한 각국의 경계강화로 중국이 수입규제의 집중 대상으로 되어 있다.

對중국 반덤핑은 1979년 8월 EU의 전신인 유럽공동체가 對중국수입품 사카린 나트륨에 대한 제소를 시작으로 對중국수입품에 대한 반덤핑은 갈수록 늘어나고 있다. WTO체제 진입이후 1995-2010년 동안(WTO 2011.9.1데이터) 중국은 반덤핑제소를 제일 많이 당한 국가이다. 1995-2010년 기간 동안 중국수출상품은 해외에서 804건의 반덤핑 조사를 받았으며, 동 시기 전 세계 반덤핑조사 총 수치인 3,853건의 20.87%를 차지한다. 중국이 반덤핑관정조치를 받은 건수는 590건으로 동 시기 전체 반덤핑 관정조치 2,495건의 23.65%를 차지하였다.

1995-2010년 중국수출상품의 반덤핑피소 연도 분포

단위: 건

연도	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	합계
반덤핑 피소 수	20	43	33	28	42	44	55	51	53	49	56	72	62	76	77	43	804
반덤핑 판정 수	26	16	33	24	21	30	32	36	41	44	41	38	48	53	55	52	590

자료: WTO 인터넷자료 정리

對중국 반덤핑 제소국으로는 1995-2010년 동안 전 세계적으로 29개 국가(지역)가 중국수출상품에 반덤핑 조사 및 반덤핑판정을 내렸다. 그 중 중국 상품에 대한 반덤핑횟수가 가장 많은 국가로는 인도, 미국, EU, 아르헨티나, 터키이며, 이 5개국의 반덤핑 제소 합계는 484건, 반덤핑 판정 합계는 380건으로, 각각 같은 시기 중국 상품에 대한 반덤핑제소 합계와 반덤핑 판정합계의 60.20%와 64.41%를 차지한다.

반덤핑 대상 상품을 보면, 1995-2010년 동안, 전 세계적인 반덤핑 조사대상 19개 부류와 반덤핑 판정 대상 18개 부류 중에서 동식물유지와 보석 및 귀금속 이 2개 부류를 제외하고 모두 반덤핑 조사 또는 판정으로 된 대상상품이었다. 그 중 반덤핑을 가장 많이 받은 5개 상품은 저가금속 및 제품, 화학공업제품, 전기기계제품, 방직제품과 플라스틱제품이다.

중국제품에 대한 외국의 반덤핑조사 및 판정에 소극적인 태도를 취하오던 중국도 외국의 반덤핑조치에 맞서 수입제품에 대한 반덤핑 조치를 취하기 시작하는 등 적극적인 자세를 취하기 시작하였다. 1997년 3월 25일, 중국은 “중화인민공화국 반덤핑 및 반보조금 조례”를 발표하여 수입제품에 대한 반덤핑 근거를 마련하였다.

최근 사이버 기밀유출과 남중국해 분쟁 등으로 촉발된 미국과 중국 간 대립은 경제 보복으로 확대되면서 갈등의 골도 깊어지고 있다.



자료: 한국경제신문, 美-中 깊어지는 ‘갈등의 골’... 정치대립서 경제보복 확산, 2014.6.5

‘반덤핑은 또 다른 반덤핑을 부른다’. 교역상대국 상호간의 보호무역조치는 서로에게 矢을 안겨주게 된다. 연구에서는 최근 미국정부의 중국산 태양광 제품에 대한 반덤핑·반보조금 조사 및 판정사례를 중심으로, 중국제품이 반덤핑에 직면하게 되는 대내외적인 원인과 반덤핑조치의 영향력을 알아보고, 악의적 반덤핑조치에 대응하기 위한 덤핑피소국의 정부, 기업차원에서의 전략을 모색하고자 한다. 본 논문은 2장 반덤핑에 관한 이론적 고찰과 선행연구, 3장 세계적 반덤핑 동향과 중미관계, 4장 미국의 중국태양광제품에 대한 반덤핑·반보조금판정 사례연구, 5장 결론으로 구성한다.

## II 이론적 고찰과 선행연구

### 1 이론적 고찰

무역구제제도란 덤핑, 보조금, 지식재산권 침해 등의 불공정한 수입으로 인해 국내 산업이 피해를 입을 경우에 상대국에 관세부과 또는 시정조치 명령, 과징금 부과 등의 조치를 통해 국내 산업을 구제하는 제도이다. 무역구제제도에는 덤핑방지관세제도, 상계관세제도, 세이프가드제도, 불공정무역행위 조사제도 등이 있다.

그러나 WTO에서 인정하는 국제무역에서의 공식적인 규범제도로는 반덤핑관세제도, 상계관세제도, 세이프가드제도이며, 불공정무역행위 조사제도는 WTO에서 국제규범으로 규정하지 않고 개별국가의 국내법에서 규정하고 있다. 예를 들면 한국의 경우 『불공정무역행위조사 및 산업피해구제에 관한 법률』에 규정되어 있다.

반덤핑관세제도, 상계관세제도, 불공정무역행위조사제도, 불공정무역제제조치는 불공정무역행위에 대해 취하는 조치이지만, 세이프가드제도는 공정무역행위에 대하여 취하는 조치이기에 반덤핑관세 또는 상계관세부과조치의 경우보다 엄격한 발동요건이 요구될 뿐 아니라 국가간 통상분쟁을 야기하기도 하기에 사전에 정부간 협의나 교섭이 진행된다.

구제방법에 있어서 반덤핑관세제도와 상계관세제도는 관세부과만이 허용되는 반면, 세이프가드제도는 관세의 부과뿐 아니라 수입수량규제 등 비관세조치도 허용되며 불공정무역행위조사제도는 시정조치/과징금부과 등의 조치를 취할 수 있다.

따라서 무역구제제도 중에서 반덤핑 및 상계관세조사는 많은 기업이 가장 빈번하게 접하는 무역구제제도이며, 해외수출기업의 입장에서 가장 중요한 통상법상 이슈 중 하나이기도 하다.

#### 1.1 WTO반덤핑 협정

반덤핑제도는 다른 국가의 제품이 정상가격보다 낮은 가격으로 수입되어 이로 인해 수입국 산업에 실질적인 피해가 발생하거나 위협이 있을 경우 이를 막기 위해 추가적인 관세를 부과하도록 허용한 제도이다. 불공정무역행위를 막기 위해 도입된 제도이지만, 사실상 선진국들이 개도국 수출제품의 수입급증을 막기 위한 무역구제수단으로 많이 이용되고 있다.

WTO반덤핑협정의 공식명칭은 ‘GATT 1994 제6조의 이행에 관한 협정’(Agreement on the Implementation of Article VI of the General Agreement on Tariffs and Trade 1994)이며, GATT 도료라운드에서의 반덤핑규약을 기초로 투명성을 제고시키는 동시에 방법론적·절차적 규칙을 새로이 수립함으로써 덤핑규제의 남발을 억제토록 수정·보완하였다. WTO 반덤핑협정의 주요내용은 대체로 덤핑여부의 결정, 피해여부의 결정, 조사절차, 구제조치범위 및 이행절차 등 크게 4가지로 구분된다.

반덤핑관세조치가 이행되기 위한 요건으로는 실체적 요건과 절차적 요건이 있다. 실체적 요건으로, 반덤핑관세가 부과되기 위해서는 우선 ① 덤핑수입이 이루어져야 하고, ② 덤핑수입으로 인해 국내 산업에 실질적 피해 또는 피해우려가 있어야 하며, ③ 수입과 피해간의 인과관계가 입증되어야 한다.

덤핑이란 덤핑마진이 발생하는 경우, 수출가격이 수출국 국내에서 판매되는 일반적인 정상가격 이한 경우이다. 수출가격은 수출국을 떠나는 시점에서의 가격이며, 수출가격이 존재하지 않거나 관계 당국이 이를 신뢰할 수 없을 때 WTO 반덤핑협정에서는 수입된 물품이 독립된 구매자에게 최초로 재 판매되는 가격을 기초로 추정한다고 규정하였다. 정상가격이란 수출국에서 통상적인 상거래에서 이루어지는 판매가격이며, 정상가격이 존재하지 않을 경우 WTO 반덤핑협정에서는 수출자가 제3국에 부과하는 대표적 가격 또는 생산비용에 합리적인 판매비용과 이윤을 가산한 추정가격을 사용하도록 규정하고 있다.

실질적 피해 또는 피해우려에 대해 WTO 반덤핑협정에서는 피해의 판정에 있어서 우선 ‘가격에 대한 영향’으로서 덤핑수입으로 인하여 수입국 내 동종 상품의 국내가격이 현저하게 하락되었거나 또는 예상된 가격상승이 현저하게 억제되었는지를 조사하여야 하고, ‘경제적 피해’에 대해서도 모든 적절한 경제적 요소와 지표상의 변화를 고려하여야 한다고 규정하였다.

덤핑수입과 국내산업의 피해간의 인과관계에 대해서 WTO 반덤핑협정에서는 조사당국에 제공된 모든 객관적 증거에 의하여 판정되어야 하며, 또한 ‘실질적 피해위험’에 대하여 이러한 피해위험의 결정은 사실에 근거하여야 하고 추측이나 막연한 가능성에 근거해서는 안 되며 그러한 위험상황은 ‘명백하게 예측되고 임박한’ 피해위험이어야 한다고 규정하였다.

WTO 반덤핑협정은 절차적 요건에 대해서 다양한 규정을 마련하였다. 수입국정부에 반덤핑의 청원을 낼 수 있는 자격은 ‘피해대상이 되는 물품의 전체 국내생산자(국내산업) 또는 당해물품의 국내총생산량의 상당부분을 점하여 전체 국내생산자(국내산업)를 대표하는 생산자집단’으로 규정하였다. 이러한 생산자집단과 관련하여서는, 덤핑조사의 개시는 국내생산량의 25%를 넘는 경우 가능하며 덤핑제소는 국내생산량의 50%를 넘는 생산자의 지지가 있을 경우로 규정하였다. 국내생산량의 상당부분을 점하는 생산자의 대표자뿐만 아니라 피고용인(근로자) 또는 노동조합의 청원자격을 인정하였다. 조사가 개시되면 모든 이해관계 당사자에게 증거를 서면으로 제출할 충분한 기회를 부여하고 또한 질의서에 대한 충분한 답변기간(30일)을 부여하여 자신의 이익을 방어할 충분한 기회를 부여야 한다. 특별경우를 제외하고 조사는 조사개시 후 1년 이내에 종결되어야 하며 특별한 경우에라도 18개월을 초과해서는 안 된다. 조사 후 덤핑의 존재 및 피해가 존재하더라도 ① 덤핑마진율이 수출가격의 2%미만이거나, ② 수입국 내 시장점유율이 3% 미만인 경우와 같이 매우 경미하여 무시할만한 수준에 그칠 수밖에 없는 경우 조사당국이 조사를 기각하도록 최소기준설정을 하였다.(노택환, 국제통상정책론)

## 1.2 WTO와 중국·미국의 반덤핑 법적체계 비교

WTO체제하에서 반덤핑관세부과가 인정되는 이유는, 무엇보다 공정무역의 실현이라는 측면이 강하다. 즉 WTO는 경쟁기업에 피해를 주기 위한 기업의 전략적 행동이며, 일종의 불공정무역 또는 약탈적

행위로 간주하기 때문이다. 덤핑수출과 같은 인위적인 조치가 국가간 무역을 왜곡시킬 경우, 이는 마땅히 규제를 받아야 하며, 이 경우 반덤핑관세의 부과는 정당한 것이다. 그러나 반덤핑관세제도는 그 적용이 비교적 용이할 뿐 아니라 WTO 반덤핑협정상의 규정이 모호한 점이 많기 때문에 세계 각국은 반덤핑제도의 운용절차를 각국에 유리하도록 규정하고 있을 뿐만 아니라 덤핑의 규제보다는 조사당국의 편의와 보호무역의 수단으로서 반덤핑제도를 이용하고 있다.(안재진, 2012)

개별국가의 반덤핑조치의 예로, 중국과 미국의 반덤핑실체법과 WTO반덤핑협정을 비교하여 보면 아래와 같다.

WTO 반덤핑협정과 중국과 미국의 반덤핑실체법 비교

		WTO 반덤핑 협정	중국	미국
정상 가격	통상 거래 가격	-국내 판매량이 수출한 물량의 5% 이상 -합리적 기간동안 국내판매물량의 20%이상 원가미만 판매가격 없는 경우	-WTO조건에 대한 언급 없음 -문제: 자의적으로 통상거래가격을 선정할 여지존재.	-미국으로 수입되는 물품 가격은 그 물품의 가격 조건과는 관계없는 당해 수입품과 유사한 미국국내 판매가격을 기준으로 산정하는 방식.
	제3국 수출 가격 및 구성 가격	-정상적인 국내가격이 존재하지 않을 경우 구성가격과 비교하여 덤핑 결정.	-대체로 한국과 동일. -문제: 구성가격산정에 구체적인 언급 없음.	-미국산 제품을 제3국으로 수출하려고 하는 경우, 모두 사전에 미상무로부터 BIS허가를 받도록 규정.
덤핑마진		-동일한 거래단계, 통상 공장도수준으로 비교하며 가능한 동일시기에 대하여 비교되어야 하고 WTO반덤핑협정에서 정하는 구체적인 기준에 따라 적절한 조정이 이루어져야 함. 문제: Zeroing문제	-대체로 동일. -문제: 고려되어야 하는 상황(판매조건, 조세, 거래단계 등)에 대한 언급이 없어 모호함.	-미국 상무부는 덤핑마진을 산정할 때 긴급수입제한조치관세나 상계관세를 공제하지 않기로 최종 결정.
피해 결정	피해	1.국내 산업에 대한 실질적 피해 2.실질적 피해의 위협 3.관련 국내산업 설립의 장애		
	피해 고려 요소/ 피해 조건 고려 요소	1.덤핑수입물량이 국내생산 또는 소비에 비해 절대적 또는 상대적으로 뚜렷하게 증가되었는지 여부. 2.덤핑수입의 가격이 국내동종상품의 가격인하 초래 및 가격상승 억제 여부 3.덤핑상품의 수입가격이 덤핑수출 국내 정상가격과 비교하여 뚜렷하게 하락하였는지 여부. 4.국내산업의 생산량.가동률.재고.판매량.시장점유율.가격.이윤.생산성.투자수익.현금수지.고용.임금.성장.	1.2. 요소동일 3.국내산업의 관련 경제요소 및 지표에 영향을 미치는지 여부 4.덤핑수입상품의 수출국, 원산지국의 생산 및 조사대상상품의 재고상황 5.기타요소 문제:기타요소에 대한 구체적인 언급이 없어 자의적으로 결정할 여지 존재.	1.수입물량고려요소: ITC의 피해판정에서 중요한 검토대상이며 일반적으로 수입물량요건과 밀접하게 관련 있는 요인은, 조사대상상품에 대한 수입업자 각각의 '시장점유율'. 2.가격고려요소:국내생산자의 가격보다 훨씬 싼 가격으로 수입된 상품의 판매에 대하여 ITC는



	자본조달.투자능력.기술개발 등에 미치는 영향 검토.	되도록 긍정피해판정을 내리려고 함. 3.국내산업영향 고려요소: ①국내생산자의 이윤율 ②국내고용③덤핑마진④ 설비가동률⑤기타요소
	1.덤핑차액이 2%미만 2.피제조국의 수입량이 수입국내 동종 상품 총수입량의 3%미만이고, 3%미만수입 국가들로부터의 수입량합계가 동종상품 총수입량의 7%를 초과하지 않는 경우 조사종결. 문제:최소덤핑마진 2%가 충분한가에 대한 논쟁	

자료: 열철용, WTO체제하 한국과 중국의 반덤핑법 비교연구, 2011

위의 비교에서 알 수 있듯이, WTO반덤핑협정이 있음에도 불구하고 반덤핑제도는 수입국의 입장에서 수입국의 이익을 가능한 최대로 보호하기 위한 비관세장벽으로서 동일 상황에 대하여 개별국가별로 취하는 조치가 다양하기에 분쟁이 발생할 소지가 다분하며, 반덤핑제도와 같은 반대 및 보복행위를 불러일으킬 수 있다.

## 2. 반덤핑관세부와 결정요인에 관한 선행연구

반덤핑관세부과에 영향을 미치는 결정요인에 대한 기존 연구들을 살펴보면 다음과 같다.

Takacs(1981)의 연구에서는 실질 GNP수준이 높을수록 세이프가드는 적게 발동되며, 무역적자가 클수록, 수입침투도(the degree of import penetration, 수입의 소비에 대한 비율)가 높을수록 보호무역에 대한 압력(pressure for protectionism)과 보호무역조치가 커진다고 제시하였다.

Finger, Hall and Nelson(1982)의 연구에서는 자본저량의 규모, 산업집중도와 무역상대국으로의 미국의 수출, 노동자들의 평균임금수준 등 변수들이 산업피해 긍정판정비율에 영향을 미친다고 제시하였다.

Leidy(1997)의 연구에서는 미국의 거시경제상황이 악화될 때 반덤핑 상계관세를 통한 미국내 자국 산업 보호압력이 커지며, 거시경제상황이 호전될 경우에는 보호압력이 약화된다는 상관관계를 제시하였다.

마재신(2000)의 연구에서는 미국의 실질 GDP증가율이 저하될수록, 對한국 미국의 무역수지가 악화될수록 한국의 대미수출상품에 대한 보호무역압력이 커진다는 결과를 도출하였다.

심윤수(2006)의 연구에서는 실업률과 무역수지증가율, 무역특화지수와 같은 거시경제변수들이 한국 수출품목에 대한 중국의 반덤핑제도에 영향을 미친다는 결과를 제시하였다.

이서영(2010)의 연구에서는 미국의 지속적인 경기불황과 높은 실업률, 대중국 무역수지적자가 반덤핑 및 상계관세부과조사에 영향을 미친다는 결과를 제시하였다.

이서영(2011)의 연구에서는 실질 GDP증가율과 실업률은 반덤핑관세부와 조사건수에 영향을 미치며, 반덤핑관세부와 조사건수는 양국간의 무역수지변화를 야기하는 결과가 있음을 제시하였다.

최창환(2011)의 연구에서는 중국의 실질GDP가 성장함에도 불구하고 한국산 제품에 대한 반덤핑규제는 강화되고 있으며, 실업률이 높을수록 반덤핑 규제를 강화하며, 한국과의 무역수지가 악화될수록 한국산 제품에 대한 반덤핑 규제를 강화한다는 것을 확인하였다.

종합적으로 보면, 수입국의 실제 GDP증가율이 낮을수록, 실업률이 높을수록, 무역수지적자폭이 클수록, 수입침투도가 클수록, 보호무역압력이 커지고, 반덤핑규제가 강화되며, 반덤핑상계관세부과조사가 늘어남을 알 수 있다.

## III 세계반덤핑 동향 및 중미관계

### 1. 세계반덤핑동향

WTO(1995.1.1-2012.12.31)의 반덤핑 조사 및 조치통계에 따르면, 국가별로 중국이 반덤핑조사건수 916건, 조치건수 664건으로 1위, 한국이 반덤핑 조사건수 306건, 조치건수 181건으로 2위, 미국이 반덤핑 조사건수 244건, 조치건수 145건으로 3위를 차지한다.

WTO(1995.1.1-2012.12.31)의 對중국 반덤핑 조사 및 조치통계에 따르면, 인도가 반덤핑 조사건수 154건, 조치건수 126건으로 1위, 미국이 반덤핑조사건수 112건, 조치건수 93건으로 2위를 차지한다.

중국개혁개방 30년(1979-2008)동안 세계 각국의 對중국 무역구제조치는 1,157건이었으며, 구체적으로 반덤핑 957건(82.7%), 반보조금 24건(2.1%), 세이프가드 100건(8.6%), 특별세이프가드 76건(6.6%)이었다. 동 기간의 반덤핑 957건 중에서 미국이 138건의 반덤핑규제를 실시하여 가장 많이 실시한 국가로 분석되었다. 미국의 對중국 반덤핑 및 상계관세 조사 개시 건수는 2008년 15건에서 2009년 22건으로 늘어나 2000년 이후 최고치를 기록하였으며, 2009년 미국의 전체 반덤핑 및 상계관세 조사 총 34건의 65%를 차지하였다.(이서영, 2010)

중국개혁개방이후 경제규모 및 교역량의 급속한 성장은 세계 교역의 성장에 기여하였을 뿐만 아니라 저렴한 중국산 수출상품들은 수입상대국의 GDP성장률, 실업률, 무역적자 등 경제변수와의 관계 속에서 반덤핑 및 상계관세조치의 끊임없는 증가를 기록하였다.

### 2. 중미관계

미 상무부의 통계에 따르면, 2011년 미국의 수출입총액은 36,874.8억 달러로서 전년 대비 15.5% 증가하였다. 그 중, 수출액은 14,805.5억 달러로 15.8% 증가, 수입액은 22,069.3억 달러로 15.4% 증가하였다. 무역적자는 7,263.8억 달러로 14.4% 증가하였다. 미국의 4대 적자근원지로는 차례로 중국, 멕시코, 일본과 독일이며, 적자액은 차례로 2,954.6억 달러, 655.6억 달러, 626.4억 달러와 492.7억 달러이

다. 멕시코는 1.3% 감소한 반면, 중국, 일본과 독일은 각각 8.2%, 4.3%, 43.8% 적자폭을 키웠다. 미국의 무역수지흑자 근원지는 중국홍콩과 네덜란드이며, 흑자액은 각각 322.2억 달러와 193.6억 달러로 각각 44.6%와 21.9% 증가하였다.

미국의 해외무역 및 對중 무역 변화 추이

(단위: 십억 달러, %)

년도	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
총 수출	729	693	724	818	905	1036	1162	1300	1056	1277	1480
대중 수출	19 (2.6)	22 (3.2)	28 (3.9)	35 (4.2)	41 (4.6)	55 (5.3)	65 (5.6)	71 (5.5)	69 (6.6)	91 (7.2)	103 (7.0)
순위	9	7	6	5	4	4	3	3	3	3	3
총 수입	1140	1161	1257	1469	1673	1853	1956	2100	1557	1912	2206
대중 수입	102 (8.9)	125 (10.7)	152 (12.1)	197 (13.4)	243 (14.6)	287 (15.5)	321 (16.4)	337 (16.1)	296 (19.0)	364 (19.1)	399 (18.1)
순위	4	3	2	2	2	2	1	1	1	1	1

주: ( )안은 총 수출입에서 대중 수출입이 차지하는 비중임.

자료: 중국 상무부 통계자료 정리

2001년부터 미국의 수출입변화 추이를 보면, 2009년을 제외하고 수출과 수입 모두 상승세를 유지하고 있다. 2011년을 제외하고, 전체 수출입에서 對중국 수출입이 차지하는 비중도 지속적으로 상승하여 2007년부터 변함없는 수출3위, 수입1위를 지키고 있다. 2009년은 총수출입 규모는 전년 대비 줄었지만, 대중국 수출입의 규모와 비중은 오히려 상승하였다.

미국의 해외 무역은 지속적인 수입초과현상을 나타내고 있으며, 2001년 400억 달러를 웃돌던 무역적자는 2006년에는 거의 배 이상 증가하였다. 2011년 미국과 중국의 총 교역액은 5032.1억 달러로서 전년대비 10% 증가하였다. 그 중 미국의 對중국 수출액은 1038.8억 달러로 13.1% 증가하였고, 중국으로부터의 수입액은 3,993.4억 달러로 9.4% 증가하였다. 對중국무역에서 미국의 무역적자는 2,954.6억 달러로 8.2% 증가하였다. 2007년부터 중국은 미국의 제3수출대상국이자 제1수입대상국으로 부상하여 최근 5년간 부동의 지위를 유지하고 있다. 2001년 80억을 웃돌던 對중국적자는 2007년부터 3배 이상으로 늘어나고 있다. 1980~1990년대의 일본, 독일에서 2000년대 이후에는 중국이 제1적자대상국으로 전환되었다.

장기적인 對중국무역적자는 중국산 제품에 대한 미국국내의 수입규제강화와 중미 무역마찰 증가를 초래하고 있다. 2000년대 들어 중국이 미국의 무역수지 제1근원지로 되면서 미국의 중국수출상품에 대한 반덤핑규제조치가 급증하고 있으며, 더욱이 미국에서 실시하고 있는 무역구제조치의 65%가 중국에 집중되고 있다. 미국의 무역구제조치에 대한 중국의 강력한 반발과 보복대응으로 맞서면서 미국의 추가적인 대응조치를 불러일으키고 있고, 분쟁으로 격화되고 있다. 양국은 여러 품목(철강, 자동차, 화학제품, 제지)에 걸쳐 첨예한 무역구제분쟁을 경험하고 있다.

미국은 자국의 무역수지적자를 외부적 요인에 의하더라도 줄이려고 끊임없이 중국의 위안화평가 절상압력과 중국산 제품에 대한 반덤핑·반보조금 제소 등 구제조치를 이어오고 있다.

## IV 중국태양광제품에 대한 미국의 반덤핑·반보조금판정 사례연구

### 1. 반덤핑·반보조금판정

2011년부터 중미 양국 간 이익문제로 태양광산업에서 분쟁이 반발하기 시작하였다. 미국의 태양광 산업은 불황과 함께 규모·원가기술우위를 확보한 중국기업과의 경쟁에서 열세에 처하게 되었다. 2011년 미국정부가 추진한 녹색제조업 시범프로젝트 대상기업인 Solyndra를 포함한 3개의 태양광업체가 도산하였다. 미국의 태양광 업체들은 정부에 중국의 태양광업체를 견제하고 자국 산업과 기업을 보호해 줄 것을 호소하였다. 2011년 10월 미 Westinghouse Solar가 미 국제무역위원회에 중국태양광업체인 Canadian Solar(阿特斯陽光電力)의 특허침해 조사를 의뢰하는 등 중국제품에 대해 적극 대응하였다. 금융위기이후 미국정부도 청정에너지 기술과 산업을 경기진작의 핵심으로 간주하고 관련 기업보호에 적극 나서기 시작했다.

2011년 10월 19일 독일 태양에너지회사인 Solar World 미국지사 외 6개 미국계 태양에너지회사가 연합하여 중국산 태양광제품에 대한 반덤핑·반보조금조사를 미 상무부에 제소하였다. 2011년 12월 미 국제무역위원회가 중국산 태양광제품이 미국의 관련업계에 피해를 준다고 판단했고, 이후 미 상무부가 조사결과 발표를 3차례 연기하였다.

업계에서는 Suntech(無錫尚德), Trina Solar(天合光能) 및 기타 중국 태양에너지 업체로부터 수입하는 제품에 각각 2.90%, 4.73%와 3.59%의 상계관세를 부과할 것으로 전망하였다.

Solar World와 기타 6개 미 태양광기업은 중국에서 수입한 태양광제품에 대해 100%의 관세를 징수할 것을 건의했고, 최소 10~15%의 관세가 부과될 것으로 기대하였다.(孫曉菲, 2012)

2012년 3월 20일 미 상무부는 중국산 태양광제품에 대한 반보조금조사 예비판정결과를 발표하며 중국기업이 정부로부터 2.90~4.73%의 수출보조금을 지급받았다고 판정하였다. 예상과 달리 우호적인 판정이었다.

그러나 2012년 5월 18일 미 상무부는 중국의 태양광전지판과 전지제조업체에 덤핑이 존재한다고 예비판정하고, 31.14%~249.94%의 임시관세 및 반덤핑관세를 부과하였다. 관련 폴리실리콘시장은 동결상태에 이르렀다.

### 2. 판정의 영향

중국전기기계제품수출입상회에 따르면, 2011년 중국 태양광제품의 수출액은 총 358억 위안으로 그 중 아시아·미국·유럽에 대한 수출이 각각 21%, 15%, 57%를 차지한다. 유럽수출시장 중에서 독일의 비

중이 가장 크며, 독일 내 태양광전지판중에서 70~80%는 중국산이다. 중국은 태양광제품의 90%를 해외로 수출하고 국내수요는 10%이다. 해외시장 위축과 달리, 2010~2011년 상반기 중국기업은 폴리실리콘에서 전지판에 이르는 모든 제품의 생산능력을 확대하였다. 이는 중국 태양광제품의 공급과잉을 야기하였고, 2011년부터 태양광산업 상부에 속하는 폴리실리콘, 전지 셀가격이 지속적으로 하락하면서 폴리실리콘 업체 43개사 중 8개사만이 정상적인 생산을 유지하고 있다.

이러한 상황에서 미국의 반덤핑·반보조금 예비판정결과는 중국 업계에 충격을 주고 있으며, 2012년 3월 말부터 EU의 27개 회원국에서 중국 태양광제품에 대한 덤핑제조를 준비 중에 있는 독일태양광산업협회에 선례를 만들어주었다.

미국의 반보조금 예비판정 직후 중국상무부는 EU·미국·일본에 대한 인화지 덤핑판매를 판정하고, 2012년 3월 23일부터 5년간 반덤핑관세를 부과하기로 하였다.

중국 태양광 제품에 대한 반덤핑·반보조금 예비판정결과는 궁극적으로 양국 모두에게 손실을 가져다 줄 것이다. 무역제재로 인한 중국기업의 이익 축소뿐 만 아니라 미국태양광산업의 이익도 축소될 것으로 전망된다. 미국, 유럽은 신에너지 제품의 주요 수입국으로 중국 제조업체를 제재할 경우 본국 내 태양광에너지 원가가 상승하며 산업하부기업의 이익이 위축될 것이다. 중국기업은 미국, 유럽에 완제품을 수출하는 동시에 원자재와 설비는 수입하기 때문에 중국기업의 위축은 미국기업의 위축으로 이어진다. 25개 태양광 업체들로 구성된 美 CASE(Coalition for Affordable Solar Energy)는 중국기업에 대한 제재가 미국 태양광산업 하부기업의 이익에 악영향을 주는 동시에 일자리창출에도 부정적인 영향을 줄 것이라고 주장한다. 업계 전문가들은 녹색에너지산업에 대한 중국정부의 지원규모는 미국과 유럽 각국에 비해 미미한 수준이며, 중국제품의 對美 수출이 증가하는 주요 원인은 시장경쟁우위에 기인했다고 주장한다.(孫曉菲, 2012)

중국상무부는 2014년 1월 21일, 미국에서 수입되는 태양전지급 폴리실리콘 제품에 대해 53.3~57%, 한국산 제품에는 2.4~48.7%의 반덤핑관세를 향후 5년간 부과한다고 발표하였다. 이는 미국이 2012년 중국산 태양광패널에 최고 250%의 반덤핑관세를 부과한데 대한 대응차원에서 내려진 반덤핑 조치이다.

### 3. 중국 태양광산업분석

미래 유망산업으로 각광받고 있는 중국의 태양광산업은 최근 10년간 무려 35배 성장하였다. 2007년 일본을 제치고 세계 최대 태양전지 생산국으로 자리 잡았고, 2008년에는 태양전지 생산량이 1.78GW로 세계의 26%를 차지했다. 그러나 이와는 대조적으로 중국국내의 태양광발전은 아직 태동단계에 머물고 있다. 2007년 기준 발전 설비총량은 세계의 1.2%로 극히 미미한 수준이다. 국내시장이 아직 제대로 형성되지 않은 상황에서 중국 제조업체들은 생산한 태양전지의 98% 이상을 해외시장으로 수출하고 있다.

## 중국 태양광 산업의 SWOT분석

Strength	Weakness
<ul style="list-style-type: none"> <li>* 높은 태양전지 가격경쟁력 및 생산규모</li> <li>* 높은 해외시장점유율</li> <li>* 결정질 전지 분야 높은 제조기술</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 폴리실리콘 부문 투자 과열</li> <li>* 높은 수출의존도, 산업구조 불균형</li> <li>* 국내 시장 미형성</li> <li>* Upstream 부문 기술력 취약</li> </ul>
Opportunity	Threat
<ul style="list-style-type: none"> <li>* 풍부한 태양에너지 자원</li> <li>* 발전분야에 대해 정부 적극 지원</li> <li>* 건물일체형(BIPV)발전예 주력</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 전력구매가격의 불확실성</li> <li>* 해외 주요 시장 수요의 둔화</li> </ul>

자료: 썬자, LGERI리포트 “중국 신에너지 산업의 꿈과 현실”, p25.

수출에 전적으로 의존하는 구조 때문에 해외수요변화 등 외부충격에 취약할 수밖에 없다. 2008년 말 글로벌금융위기가 선진국들의 시장위축으로 이어지면서 무려 350개 중국 태양광 제조업체가 도산의 운명을 맞게 되었고, 미국, 유럽을 비롯한 일부 국가의 반덤핑 등 보호무역주의의 타깃이 되었다.

중국태양광산업의 내부적 환경도 상당히 취약한 상태이다. ① ‘삼두재외(三頭在外)’. 즉, 시장도 해외에 있고, 원자재도 해외에서 조달하고, 핵심기술도 해외에서 도입한다. 노동집약적산업인 태양전지부문은 저렴한 노동원가에 의한 가격경쟁력 확보를 통해 성장해왔다. 그러나 국제시장이 점차 포화되고 경쟁이 치열해지면 수익성도 줄어들 수 있다. ② 불균형 산업구조. 즉, 중국 로컬 업체들이 거의 모듈과 전지 생산 등 중간 부문에 집중되어 있는 반면, 생산원가의 70%가량을 차지하는 핵심원료인 폴리실리콘 부문에서 경쟁력을 갖추지 못하여 위로 갈수록 업체수가 적어지는 ‘피라미드’식 구조를 형성하고 있다. ③ 첨단기술미확보. 고부가가치 폴리실리콘을 추출하는 첨단기술을 확보하지 못했기 때문에 생산된 제품의 순도가 낮고 생산원가가 높다. 독자적인 지적재산권을 보유한 핵심기술과 혁신능력의 부족으로 산업의 표준제정도 난항을 겪고 있다. ④ 중복건설 등 산업 과열을 우려한 기대에 못 미치는 정부의 지원, 전국적으로 확정된 전력망 접속가격(上網電價) 및 관련 보조금 제도의 미비. 설치 보조금은 물론 생산 전력 매입 등 강력한 인센티브를 제공하고 있는 일본, 독일 등 선진국에 비해 중국정부가 풀어야 할 과제가 아직 많이 남아있다. (썬자, LGERI리포트 “중국 신에너지 산업의 꿈과 현실”, pp23-26).

#### 4. 시사점

2000년대 들어 미국의 중국수출상품에 대한 반덤핑규제 조치가 급증하고 있으며, 미국에서 실시하고 있는 무역구제조치의 65%가 중국에 집중되고 있다. 선진국을 포함하여 최근에는 인도, 멕시코 등 개발도상국 국가의 對중국 반덤핑·반보조금 제소도 늘어나고 있다. 중국에 대한 제소 수치, 제소의 성공률도 비교적 높게 나타나고 있다. 이에 대한 중국 내재적 주요 원인을 분석하여 보면, 첫째, 중국의 수출규모가 신속하게 확대되었고, 무역흑자도 지속적으로 증가하고 있다. 둘째, 중국의 비시장경제지위이다. 셋째, 중국수출제품의 낮은 가격 때문이다.

따라서 중국태양광제품에 대한 미국의 반덤핑·반보조금판정을 통하여 미래의 도약을 위한 혁신이 절실하다.

- ① 기업의 경쟁력강화 측면에서, 중장기적으로 중국의 태양광 기업들의 경쟁력 제고와 함께 혹독한 구조조정이 필요하다. 이에 공업정보화부는 폴리실리콘산업의 통합에 박차를 가하며 “태양광산업 12차 5개년(12·5)규획”에서 중견기업 육성을 적극 지원할 계획이다. 태양광전지 등 단순노동 집약재 가공에서 벗어나 가치사슬의 핵심이 되는 부품 및 소재의 경쟁력을 강화하여 원가통제 및 해외무역의 리스크를 사전에 예방하여야 한다. 이를 위해 Canadian Solar(阿特斯陽光電力)는 전체 매출액 중 프로젝트 매출액 비중을 2011년 10%에서 2012년 25%, 2013년 40%로 제고하기 위해 토탈솔루션과 프로젝트개발에 집중 투자할 계획이다. 해외특허권을 확대하고 경쟁사와 특허상호실시(Cross License)를 추진할 필요가 있다.
- ② 생산 및 해외시장의 다원화 측면에서, 수출 및 프로젝트지역에 대한 다변화가 절실하다. 반덤핑·반보조금 조사기간동안 일부 기업들은 미국 내 태양광 프로젝트에 대한 투자와 건설을 중지시켰다. 예를 들면, CECEP Solar Energy Technology(中節能太陽能科技)는 미국 다수의 주에 건설하기로 한 태양광발전소 투자계획(투자규모 36억 위안)을 중지시켰다. 반대로 일본시장에서의 적극적인 투자가 개척되었다. 일본경제신문에 따르면, 중국 Hareon Solar(中國海潤光伏)은 홍콩자회사를 통하여 후쿠오카에 자본금 9800만 엔을 투자한 현지법인을 설립하여 일본경내에서 중국산 태양광전지판매와 함께 태양광 발전 프로젝트에 참여하며, 규슈를 중심으로 일본 전 지역으로 확대해나갈 계획이다. Sky Solar(中國天華陽光)도 일본자회사를 통하여 구마모토현에 6억 엔을 투자하여 대형 태양광발전소를 건설한다.
- ③ 시장의 안정성 측면에서, 규모를 갖춘 중국내수시장 확보가 필요하다. 2011년 8월 국가발전개혁위원회가 “태양광발전 송배전가격정책 관련통지”를 발표하고 송배전기준가격을 중국 태양광발전소의 발전원가에 근접하게 책정함에 따라 프로젝트 및 태양광 주문이 증가할 것으로 기대된다. “재생에너지발전 12·5규획”에서는 2015년 중국 태양광발전 설비용량 목표치를 기존 5GW에서 10GW로 인상했다가 다시 15GW로 상향 조정함에 따라 2012~2015년 태양광발전 신규 설비용량은 연평균 3.5GW에 달할 전망이다.(孫曉菲, 2012)
- ④ 위기대비 기업관리 측면에서, 국제법규·재무회계분야의 유능한 인재확보가 절실하다. 국제법규에 능통한 인재를 발굴하여 반덤핑조사 등에 사전 대비토록 할 필요가 있으며, 재무회계시스템을 건설하고 회계장부 등 문서관리를 철저히 하여야 한다.

국가적인 차원에서는 ① 시장경제지위확보, ② 산업발전을 위한 장기플랜 수립, ③ 국제분쟁소송 전문인력 양성, ④업계연대형성 및 정보교류 등에서 지도와 지원을 하여야 한다.

- ① 시장경제지위 확보 측면에서 미국, 유럽 등 국가에 대한 외교적 노력을 멈추지 말고 많은 국가로부터 중국의 시장경제지위를 인정받아야 한다. 2012년까지 중국은 이미 150여개의 국가로부터 시장경제지위를 인정받았고, 156개의 WTO회원국 중에서 97개국으로부터 시장경제지위를 인정받았다. 미인정국가로는 미국, 유럽, 일본, 인도 등 국가인데, 이런 국가들이 중국제품에 대한 반덤핑조사가 제일 창궐한 국가들이다. 시장경제지위를 인정받지 못한 국가는 자국의 국내가격이

아닌 시장경제지위를 가진 제3국의 가격과 비용을 기준으로 반덤핑조사가 이루어지기 때문에 패소율이 높음은 물론, 고율의 반덤핑관세를 부과받게 된다.

- ② 태양광산업은 국가발전에 필요한 동력을 제공하는 특수산업으로서 국가적인 차원에서의 장기적인 플랜을 수립하고 실행해나가야 한다.
- ③ 정부차원의 무역분쟁전담부서(處)가 2곳 있지만, 진정성 있는 WTO에 대한 연구, 기업과 정부를 위한 가치 있는 건의나 조언 등이 부족하며, WTO분쟁소송을 국외변호사에 의존하는 상태이기에 양질의 인적자원양성을 위한 지원이 절실히 필요하다.
- ④ 업계연대 형성 및 정보교류를 지원하여야 한다. 미국의 반덤핑조사에 맞서 Yingli Solar(英利綠色能源), Suntech(無錫尚德), Trina Solar(天合光能) 등 중국 태양광업체 14개사가 연합하여 증거를 제출하는 등 적극 대응을 취한 것은 아주 바람직한 현상이다.

## V 결론

글로벌경기불황은 실질GDP 증가율 감소, 실업률 증가, 무역적자폭 증가 등 경제변수들의 부정적 변화를 가져오고, 각국은 자국의 이익을 최대화하기 위해 다양한 조치들을 취하는 등 보호무역주의가 서서히 대두되고 있다. 주요 교역상대국의 시장경제지위 인정을 차일피일 미루며 상대국의 수출품을 덤핑으로 간주하여 자국의 입장에서 해석한 반덤핑조사를 공공연히 진행하기도 한다. 과거 30여 년간의 통계자료에 의하면 미국은 세계 최대의 반덤핑 조치국으로 기록되었으며, 중국은 최대 반덤핑 피소국으로 나타났다.

개혁개방 30여 년간 중국은 경제발전의 후발주자로서 경제성장 일변도를 목표로 정책을 추진하여 왔으며, 짧은 기간 동안 수출규모의 신속한 확대와 무역흑자의 지속적인 증가로 외화보유고 세계1위를 이루었다. 그러나 이러한 성장은 저렴한 인건비에 의한 가공무역에 바탕을 두고 있으며, 고부가가치를 창출하는 가치사슬의 핵심 분야에서의 개발이 미흡한 상태이다. 따라서 중국은 외국의 반덤핑·반보조금조사에 대해, 상계관세 제소에 관련된 중국기업의 대응력이 선진국 기업에 비해 떨어질 수밖에 없다고 판단하여 주요국과 상계관세로 인한 분쟁에 가급적 휘말리지 않으며 신중하게 접근하는 기본 입장을 취하여 왔다. 즉, 상대가 중국에 대해 과도한 상계관세 조치를 먼저 취하지 않는 한, 중국 역시 상계관세 조치를 활용한 대응을 자제하겠다는 의도이다. 그러나 자국 수출상품에 대한 상대국의 과도하고 불공정한 상계관세 조치가 중국의 이해를 크게 저해할 경우에는 상계관세 조치 맞대응, WTO제소 등을 통한 적극 대응의지도 마다하지 않는다. 태양광제품에 대한 반보조금 예비판정 직후 중국 상무부는 EU·미국·일본에 대한 인화지 덤핑판매를 판정하고, 2012년 3월 23일부터 5년간 반덤핑관세를 부과하기로 발표하였다.

미국 등 국가의 보호주의는 자국기업의 육성·지원보다는 일단 중국기업의 물량공세를 막겠다는 소극적 대응이 강하다. 보호주의의 영향으로 중국기업이 단기적으로 어려움을 겪을 가능성은 있으나, 내수



시장의 정책적 지원확대를 통한 안정적인 시장이 뒷받침되면 중국기업의 경쟁력을 더욱 공고히 할 수 있을 것으로 판단된다.

본 사례결과는 한중FTA협상에 있어서도 참고할만한 가치가 있다. WTO반덤핑제도에 따라 WTO도 반덤핑에 대해 상황별로 인정해주고 있고, 자국이익을 위해 반덤핑규제를 모호하게 규정하거나 자의적으로 남발할 수 있는 가능성도 있기 때문에, 양국관계의 지속적인 발전을 위해 자의적인 반덤핑조치 남발과 무차별적인 보복조치를 금지하도록 하는 조항을 정하거나 상설무역구제위원회 등 기관설립도 고려할 수 있다.

‘반덤핑은 또 다른 반덤핑을 부른다’. 교역상대국 상호간의 보호무역조치는 서로에게 失을 안겨주게 된다. 각국은 무역구제조치를 통한 일시적이고 소극적인 위기방어자세보다는 자국 기업의 육성 및 경쟁력강화에 필요한 지원을 더 기울여야 할 것이다.

## 참고문헌

- 김지연, “對중국 통상환경변화와 한국기업의 대응전략”, 유통경영학회지(2011), Vol.14, No.1, pp.165-183
- 노택환, 『국제통상정책론』, 박영사
- 대외경제정책연구원, “중국 WTO 소송 10년: 사안별 배경, 경과와 판결”, Vol.14 No.4
- 대외경제정책연구원, “대중국 무역구제 조사 추이와 중국의 반응”, Vol.13 No.11
- 안재진, “WTO반덤핑관세제도 개정협상의 쟁점 및 대응방안”, 한국관세학회, 2012
- 열철용, “WTO체제하 한국과 중국의 반덤핑법 비교연구”, 2011
- 이서영, “미국의 대중국 반덤핑관세 부과조사에 관한 연구”, 관세학회지(2011) 제12권 1호, pp.143-162
- 이서영, “중국수출상품에 대한 미국의 반덤핑 및 상계관세 부과조사에 관한 실증적 연구”, 무역연구(2010) 제6권 제4호, pp.483-498
- 정림강, “외국의 대중국 반덤핑제소현황과 중국의 대응방안”, 배재대학교 대학원 석사논문, 2013.6
- 진빈, “미국의 중국산 제품에 대한 반덤핑조치결정에 관한 연구”, 단국대학교 대학원 석사논문, 2013.
- 최창환, “중국의 한국제품에 대한 반덤핑규제의 영향요인 분석”, 국제상학(2011) 제26권 제3호, pp.155-167
- 한국경제신문, 美-中 깊어지는 ‘갈등의 골’...정치대립서 경제보복 확산, 2014.6.5
- 홍석빈, “최근 보호무역주의의 특징과 영향”, LG경제연구원, LGERI리포트 2009. 2. 23
- 썬자, “중국 신에너지 산업의 꿈과 현실”, LG경제연구원, LGERI리포트

孫曉菲, “중국 태양광 제품에 대한 반덤핑, 반보조금 조사”, SERI, China Business Focus

2012.4.20

宋利芳, “中國的反傾銷摩擦及其對策研究”, 戰略與決策(2011)

馬章良, “試論反傾銷及我國政府的對策”, 當代經濟(2009)

王亦明, “對應反傾銷指控:政府,企業及行業協會”, 商場現代化(2006)

中國貿易救濟信息網

中國反傾銷同盟網

## **An effective actions of the China against a remedies of the United States for chinese products**

YIN ZHENJI

### **Abstract**

This study tries to find an effective actions of the chinese government and chinese companies coping with anti-dumping conflicts, analyzing factors and distinguishing features for anti-dumping of chinese products, concentrating upon anti-dumping investigations and cases of The United States for chinese solar-powered products.

# 논문발표 Session 5

**Session 5: Global Session(English Session) (2nd Floor, Anding3;安定3号厅)**

**Chairperson: Kim, Jin Suk(NamSeoul University)**

■ **1. Comparison Analysis of Conventional index funds and Exchange-Traded Funds**

- Presenter: Park, Young Kyu; Jung, Hyun Ju;  
Choi, Hae Song(SungKyunKwan University)
- Discussant: Lee, Woong Hee(HanYang University)

■ **2. A study to compare Konex with Chinext market**

- Presenter: Lee, Keon Hee; Kim, Kyoung Ae(KookMin University);  
Jung, Sang jin(Hyupsung University)
- Discussant: Shin, Hyung Deok(HongIk University)

■ **3. Korean vs. Chinese Consumers towards Japanese Brands**

- Presenter: Han, Choong Min; Gao Lei(HanYang University)
- Discussant: Moon, Byeong Joon(KyungHee University)

■ **4. Directions and outcomes in international strategic alliances**

- Presenter: Shin, Geon Cheol(KyungHee University)
- Discussant: Chang, Young Bong(SungKyunKwan University)



# Comparison Analysis of Conventional index funds and Exchange-Traded Funds

Young Kyu. Park<sup>1</sup>, Hyun Ju. Jung, Hae Song. Choi

Sungkyunkwan University

**Abstract.** This research investigates the substitutability and reasons of coexistence of two similar investment vehicles, conventional index funds and exchange-traded funds (ETFs) in the Korean market. Major findings of this study are as follows. First, ETFs and conventional index funds generally track their underlying indexes closely and the mean of tracking errors are not statistically different between the two. Second, cash flows to one type of fund do not affect the cash flows of the other, indicating that conventional index funds and ETFs are not substitutes for each other. Third, tax clientele effect of IRP index fund and Long Term Housing/Equity index fund does not influence the cash flow between ETFs and index funds. Fourth, the coexistence of ETFs and index funds can be explained by the behavior of fund investors who prefer different characteristics of these funds - we found that while the cash flow of ETFs is influenced by fund performance, fund family performance, and fund expense, the cash flow of index funds is influenced by fund size, fund age, and the existence of big vendors.

**Keywords:** index funds, ETFs, Tracking Error, Substitution effect, Clientele effect, Fund Cash Flow, Investor Behavior

## 1. Introduction

Stock investors in Korea find that direct investment become more difficult because not only the Korea market has become more efficient, but also stock market volatility is ever increasing due to the frequent international financial shocks coming from abroad. They also find that hiring active fund managers do not reward them as active funds on average underperform the market index when the management fee is subtracted.

As a consequence, passive fund such as index fund and ETFs(Exchange-traded funds) have attracted many investors and have become the fastest-growing segment of

the Korean capital market It is an efficient way to minimize risk of stock portfolio with relatively low cost. As of June 2012, there are 121 ETFs and 238 index funds available in the Korea market with their assets totaling approximately KRW 1.72 billion.<sup>2</sup> These passive investment vehicles have increased their size about 30 folds from 2004 to June 2012. This is a remarkable growth considering that the total fund market size has increased only 1.63 folds during this period (from 19.01 billion won to 30.99 billion won.) ETFs have become the fastest-growing segment of fund market recording an increase of 63.5% per year during this period. The growth of the index funds is relatively slow when it is compared to ETFs, but their size are currently similar, KRW1.11 billion won for ETF and KRW0.97 billion won for index funds.

ETFs and index funds in this study are defined as a publicly traded mutual fund whose operational goals are to track a market benchmark passively in order to generate daily returns matching a market index(eg. KOSPI200). Unlike the general funds that actively search the information about stocks to include in their portfolio, ETFs and index funds have advantage on its simple structure, costs, and natural diversification. For these reasons, ETFs and index funds are perceived as good investment vehicles especially for the long-term investments. However, some argue that ETFs are better investment tool than index funds. They argue that the liquidity of ETFs is higher as it is traded like stock while majority of index fund is only purchased and sold at the branch of financial institutions and require at least two days in order to settle the transactions. In addition, average fee rate of ETFs, which is about 0.23%-0.66% per year, is significantly lower than the fee rate of index fund which is about 1.24% per year.

Thus the research question for this study is raised. Why do ETFs and index funds co-exist in the market at similar size in spite of their almost same service feature? In economic theory, if two products are substitutes, an increase in demand for one product should results in a decrease in similar product. Intuitively, ETFs looks like more efficient vehicle than index funds since ETFs has higher liquidity and lower costs than index funds. Therefore, ETFs should dominate the passive fund investment and conventional index funds should gradually disappear or lose significant market share to ETFs. However, these two vehicles have been coexisted and both products are exponentially growing up together in the Korean fund market. Therefore it is our interest to find out the reasons why the seemingly same two investment vehicles coexist.

Using Korean fund market data, this study first examines whether there is any difference between ETFs and index funds as a passive investment vehicles by measuring their tracking errors and information ratio. Then, we also examine whether these funds are substitute goods for each other by checking the relationship between their cash flows. If these two fund types are good substitutes, they will negatively affect each other's cash flows. Third, we check the tax related regulation changes and tax clientele effect of index fund influence the cash flow of ETFs. For this, we hire dummy variable for the period and product that give tax benefit to index funds. Lastly, we use various factors that can influence the fund investor behavior to find whether there are different reasons to choose ETFs and index funds.

---

<sup>2</sup> Korea Financial Investment Association  
<http://freesis.kofia.or.kr/>

The remainder of the paper is as follows. Section 2 summarizes the literature review. Section 3 describe the data and the research methods. We report our test results and findings in Section 4 and Section 5 concludes the paper.



## 2. Literature review

While a great deal of studies examine performance, investment style, and structure of mutual funds, limited number of literatures are available on the subject of ETFs and index funds due to the limited data given their short history. With the respect to the performance of ETFs and index funds, Elton et al. (2002) show that ETFs have inferior performance than index funds. They examine the characteristics and performance of SPDR (ETF following S&P index) and find that the ETF underperform the S&P index by 10 basis points per year because of the requirement to hold cash dividends received from underlying shares. In contrast, index funds can reinvest dividends as soon as they are received by the fund. Gastineau (2004) also finds that underperformance of ETFs results from non-reinvestment of dividends. He finds that index funds outperform their benchmarks and ETFs by eschewing the exact replication strategy.

Other studies examine which one is more efficient investment instrument by comparing the structure of the two investment vehicles. Guedj and Huang (2003) argue that ETFs is more efficient investment vehicle by comparing liquidity of ETFs with that of index funds. Poterba and Shoven (2002) also regard ETFs as tax-efficient alternatives of index fund by comparing the differences in the before and after-tax returns on ETF (SPDR) and index fund (Vanguard 500 index). They show that the returns of the two funds are very similar but investors have several after-tax advantages when they invest in ETF. Agapova (2011) suggests that conventional index funds and ETFs are substitutes, but not perfect substitutes. He suggests that the coexistence of both vehicles can be explained by a tax clientele effect and institutional clientele effect by comparing their cash flows.

There are several papers about ETFs and index funds in the Korean market. Choi et al. (2012) examine the changes in the investment strategy of index funds after the introduction of ETFs in Korean market. They note that the sensitivity of index fund returns to the KOSPI200 returns is significantly increased after the introduction of ETF. They interpret that the index fund managers adjust their investment strategy to attract passive investors as new competitor (ETFs) appears in the market. Lee et al. (2004) explore the Korean ETF markets with respect to arbitrage opportunities between ETF and its corresponding net asset value. They also examine the distribution of the degree of mispricing for KODEX200 in an attempt to compare with the case of SPDRs in the U.S. They conclude that about 98% ETFs observed are fairly priced and arbitrage opportunities last only a couple minutes on average although there exist a continuous under-pricing of ETFs and the arbitrage opportunities. Chung (2012) analyzes tracking errors of ETFs that track KOSPI200 passively using daily data. He also observes that ETFs tend to be under-priced relative to NAV. Han et al. (2009) investigate the information transmission among the KOSPI200 futures, index funds, and ETFs. They show that there is a granger causality between KOPI200 future and ETFs. They find that KOSPI200 futures have high endogenous explanatory power and both index funds and ETFs are well explained by the KOSPI200 futures.

Although there are some prior research related to ETFs and index funds, no study has yet tested substitutability and co-existence of these two vehicles in the Korean market. Therefore this study has its contribution as we examine the substitutability of the two investment vehicles and try to explain why the seemingly indifferent investment vehicles co-exist and grow together in the Korean market.

### 3. Methodology

#### 3.1. Performance Measures

The risk-adjusted return calculated from the conventional one factor CAPM model or the three-factor model (Fama and French, 1993) is normally used to measure the fund performance. However, with respect to index funds and ETFs, Tracking Error is more important performance measure since the purpose of two instruments is to track their benchmark closely. Therefore, this study uses excess return over benchmark and Tracking Error to measure the performance of ETFs and index funds. These measures are also used to run the regression of the performance on the fund characteristics.

##### 3.1.1. Tracking Error

Tracking Error is defined as the difference between return of a fund and index. While there exist several methods to measure tracking error in the literatures, this study uses the measures in Agapova (2011) and calculates Tracking Error as below.

$$TE_{i,t} = |Ret_{i,t} - TargetRet_{i,t} + \frac{1}{252} Exp_i| . \quad (1)$$

Here,  $Ret_{i,t}$  and  $TargetRet_{i,t}$  indicate the rate of return of fund  $i$  at time  $t$  and the rate return of benchmark index of fund  $i$  at time  $t$ , respectively.  $Exp_i$  represents the gross expense rate of fund  $i$ .

##### 3.1.2. Information ratio

Information ratio is defined as portfolio returns above the returns of a benchmark (Jensen' alpha of portfolio) for a unit of diversified risk. The information ratio is often used to gauge the skill of managers of mutual funds, hedge funds, and etc, since it measures the excess return of the manager's portfolio divided by the amount of risk the manager takes relative to the benchmark. In this paper, the Information ratio is defined as the difference between return of fund and return of the benchmark divided by the standard deviation of tracking errors.

$$IR(InformationRatio) = \frac{Ret_{i,t} - TargetRet_{i,t}}{\sigma(TE_i)} \quad (2)$$

Here,  $Ret_{i,t}$  and  $TargetRet_{i,t}$  again indicate the rate of return of fund  $i$  at time  $t$  and the rate return of benchmark index of fund  $i$  at time  $t$ .  $\sigma(TE_i)$  is the standard deviation of Tracking Error. We expect that ETFs and index funds have different information ratio because of the rebalancing period. While the portfolio of ETFs are regularly managed and recomposed, assets in index funds are more frequently rebalanced. Most index funds in Korea pursue 2-3% of excess returns and therefore they are rather actively managed. Thus, we may hypothesize that  $IR$  of index funds is higher than that of ETFs.

### 3.2. Substitution effect

#### 3.2.1. Substitution effect over the study period

In this study, Substitution effect is examined by comparing fund cash flow effect of index funds and ETFs (Agapova, 2011) toward each other. We run a regression where the cash flow of index fund  $i$  (or ETF  $i$ ) at time  $t$  is the dependent variable and the cash flows of ETF  $i$  (or index fund  $i$ ) at time  $t$  is the independent variable as shown in equation (3):

$$\begin{aligned} FlowIF(ETF)_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 FlowETF(IF)_{i,t} + \beta_2 FlowIF_{i,t-1} + \beta_3 FlowETF_{i,t-1} \\ & + \beta_4 FlowIndustry_{i,t} + \beta_5 TargetRet_{i,t-1} + \beta_6 IF(ETF)Ret_{i,t} + \beta_7 IF(ETF)Ret_{i,t-1} \\ & + \beta_8 Expenses_{i,t} + \beta_9 LogNAV_{i,t} + \beta_{10} IR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (3)$$

$$Flow_{i,t} = \frac{NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1} \times (1 + R_{i,t})}{NAV_{i,t-1}} \quad (4)$$

Equation (4) is used to calculate cash flows using the conventional methodology in Sirri and Tufano (1998). In equation (3), the cash flow of ETF(or IF)  $i$  at time  $t$ ,  $FlowETF(IF)_{i,t}$ , is main explanatory variable and  $FlowIF_{i,t-1}$  and  $FlowETF_{i,t-1}$  are control variables because of the persistency of cash flows(Cashman et al., 2007).  $FlowIndustry_{i,t}$  is the cash flows of the fund market as a whole, which can represent the level of fund investments and investor' confidence about the fund investment at time  $t$ . Since cash flows to individual fund increase when cash flows to fund industry increase, we use this variable to control the fund market sentiments.  $TargetRet_{i,t-1}$  is the return of benchmark in the previous period which shows the recent performance of benchmark index.  $IF(ETF)Ret_{i,t}$  and  $IF(ETF)Ret_{i,t-1}$  indicate the rate of return (=performance) of index fund(ETF)  $i$  at time  $t$  and  $t-1$ , which shall directly

influence the dependent variable.  $Expenses_{i,t}$  is the total expenses of fund  $i$  and  $LogNAV_{i,t}$  is the logarithm of the total net asset value, which is used to control fund' size effect. Lastly, we add Information ratio ( $IR_{i,t}$ ) as an additional control variable for the risk adjusted fund performance.

If both  $\beta_1$  coefficients are significantly positive, the hypothesis that conventional index funds and ETFs are not substitutes cannot be rejected. However, if either of  $\beta_1$  coefficients is significantly negative, the hypothesis can be rejected and we can conclude that conventional index funds and ETFs are substitutes.

### 3.2.2. Substitution effect after the end of securities transaction tax act

Since 2010, securities transaction tax exemption of mutual fund is finished and 0.3% of stock sales tax is implemented for the fund. Therefore, the expense of mutual funds is increased and it affects the return of mutual fund. For example, if turnover ratio of fund is 100% for year, after-tax return rate is lower by 0.3% compared to before-tax return rate. Therefore, the end of securities transaction tax exemption for mutual fund is expected to reduce the return of index fund significantly because index fund incur more frequent transactions compared to ETFs..

This study is to examine whether the increase in the tax expense of index funds affect the flow between ETFs and index funds with equation (5). Explanatory and dependent variable is same as the equation (3). Then, we employ a dummy variable, which is 1 if it is the cash flows of index funds after January 1st, 2010.  $\beta_2$  is expected to be negative if the substitution effect strengthen after January 2010.

$$\begin{aligned} FlowIF(ETF)_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 FlowETF(IF)_{i,t} + \beta_2 After * FlowETF(IF)_{i,t} + \\ & \beta_3 FlowIF_{i,t-1} + \beta_4 FlowETF_{i,t-1} + \beta_5 FlowIndust ry_{i,t} + \beta_6 TargetRet_{i,t-1} \\ & + \beta_7 IF(ETF)Ret_{i,t} + \beta_8 IF(ETF)Ret_{i,t-1} + \beta_9 Expenses_{i,t} + \beta_{10} LogNAV_{i,t} \\ & + \beta_{11} IR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (5)$$

### 3.3 Clientele effect

While ETFs are generally expected to be more efficient to trade, only index fund is available for tax-exempt or tax-deferred retirement accounts. As such, there may be a tax clientele effect: index funds is preferred by investors who want to receive tax exempt or tax-deferred benefit of retirement accounts.

Thus, this study tries to examine whether the coexistence of index funds and ETFs can be explained by tax clientele effect. We hypothesize that index funds are preferred by investors who want to take tax-exempt or tax-deferred incentives whereas ETFs are preferred by investors without tax concerns if they are substitutes. index funds in Individual Retirement Pension Fund(IRP), Long-term House-

purchasing Fund, and Long-term Equity Fund are used to analyze the substitutability between these tax related index funds and ETFs.

### 3.3.1. Individual Retirement Pension (IRP)

IRP is the system which let employees receive the pension after age 55 when they invest in fund through IRP account. This instrument provides a deferred tax benefits as investors pay their income tax on the account when they receive retirement pension. The longer the investment period, the greater the deferred tax benefit since investors can reinvest their deferred tax for the longer period. index fund is available for IRP plan, but not ETFs. Therefore, we hypothesize that cash flow to IRP index fund negatively influence the cash flow to ETFs if there exist tax clientele effect and substitutability between two investment products.

Explanatory and dependent variable in the regression equation (6) are same as that in the regression equation (3), but we include a variable,  $IRPFlow_{i,t}$  which is the cash flow to IRP index fund  $i$  at time  $t$ . If the deferred tax benefits cause the cash flow of IRF-index fund to increase and the cash flow of ETFs to decrease because of tax clientele effect and substitutability,  $\beta_2$  is expected to be statistically negative.

$$\begin{aligned}
 FlowETF_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 FlowIF_{i,t} + \beta_2 IRPFlow_{i,t} + \beta_3 FlowIF_{i,t-1} \\
 & + \beta_4 FlowETF_{i,t-1} + \beta_5 FlowIndustry_{i,t} + \beta_6 TargetRet_{i,t-1} \\
 & + \beta_7 ETFRet_{i,t} + \beta_8 ETFRet_{i,t-1} + \beta_9 Expenses_{i,t} \\
 & + \beta_{10} LogNAV_{i,t} + \beta_{11} IR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}.
 \end{aligned} \tag{6}$$

### 3.3.2. Long-term House-purchasing Fund, Long-term Equity Fund of index funds

Long-term Housing Fund(LTHF) is the fund which gives tax-exempt benefit about capital gain for the fund investors who do not own their house and decide to invest their money in this fund more than 3 years. Investors could subscribe this fund plan only from July 2008 to December 2009. Long-term Equity Fund(LTEF) also gives investors tax-exempt benefit (Interests for 3 years from the date of subscription, dividends income and so on) for the income generated by the fund. In addition, taxable income deduction is allowed for three years. The taxable income deduction rates are 20% at first year, 10% at second year and 6% at third year as long as the amount is less than 3 million won per quarter.

Because of tax exemption and taxable income deductions, many investors choose LTHF and LTEF and index funds are available for LTHF and LTEF while ETF is not the subject of the special plan. Therefore, if there exists the substitutability between ETFs and index funds, cash flow of ETFs is to decrease as the cash flow of LTHF and LTEF index fund increases. The substitution effect should be stronger from July 2008 to December 2009 since the tax benefit is only valid in this period. Therefore,

we employ a dummy variable, *HomeIF* which is 1 if the cash flows is to LTHF and LTEF index fund made from July 2008 to December 2009.

If the tax benefit of LTHF and LTEF cause the cash flow to LTHF and LTEF index funds to increase and the cash flow to ETFs to decrease because of the tax clientele effect and substitutability between instruments,  $\beta_2$  is expected to be negative in the equation (7).

$$\begin{aligned} FlowETF_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 FlowIF_{i,t} + \beta_2 Home * FlowIF_{i,t} + \beta_3 FlowIF_{i,t-1} \\ & + \beta_4 FlowETF_{i,t-1} + \beta_5 FlowIndust ry_{i,t} + \beta_6 TargetRet_{i,t-1} + \beta_7 ETFRet_{i,t} \\ & + \beta_8 EFFRet_{i,t-1} + \beta_9 Expenses_{i,t} + \beta_{10} LogNAV_{i,t} + \beta_{11} IR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (7)$$

### 3.4. The behavior of ETFs and index fund investors

We also try to explain the coexistence of ETFs and index funds by observing the behavior of fund investors. We expect that there may be different determinants for ETFs and index funds from the investor's perspective. First, we run the regression (8) to examine the relation between the cash flow of ETF and fund characteristics which can influence ETF investment decisions. Fund characteristics variable include fund performance( *fundPerf<sub>i,t-1</sub>* ), fund size( *fundTNA<sub>i,t-1</sub>* ), fund family size( *FamTNA<sub>i,t-1</sub>* ), fund ages( *fundage* ), fund expense( *expense<sub>i,t-1</sub>* ) and the new ETF(*First*):

$$\begin{aligned} FlowETF_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 flow_{i,t-1} + \beta_2 fundPerf_{i,t-1} + \beta_3 fundTNA_{i,t-1} \\ & + \beta_4 FamTNA_{i,t-1} + \beta_5 fundage + \beta_6 expense_{i,t-1} \\ & + \beta_7 First + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (8)$$

The cash flow of ETF *i* at time *t* - 1 (*flow<sub>i,t-1</sub>*) is used as a control variable because of the persistency of cash flows. (Cashman et al, 2007) We use the risk-adjusted return calculated from the three-factor model (Fama and French, 1993) as a measure of fund performance. Equation (9) is used to calculate three-factor risk-adjusted returns:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + s_i SMB_t + h_i HML_t + \varepsilon_{i,t}. \quad (9)$$

Here, *r<sub>i,t</sub>* and *r<sub>m,t</sub>*, indicate the rate of return of fund *i* and the market return above the risk-free rate at time *t* respectively. *SMB<sub>t</sub>* represents the size factor and *HML<sub>t</sub>* represents the growth factor. *fundTNA<sub>i,t-1</sub>* and *FamTNA<sub>i,t-1</sub>* are the logarithm of the lagged total net asset value of the fund and the fund family which manage the

fund  $i$ .  $fundage$  is the number of years since the fund launch date.  $expense_{i,t-1}$  is the lagged total expenses.  $First$  is dummy variable which is 1 if ETF is the first launched product among the ETFs that track the same benchmark. The first launched ETF usually take advantage because of the first occupation effect.

In regard to the cash flow of index funds, we run the regression (9):<sup>4</sup>

$$\begin{aligned} FlowIF_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 flow_{i,t-1} + \beta_2 fundPerf_{i,t-1} + \beta_3 fundTNA_{i,t-1} \\ & + \beta_4 FamTNA_{i,t-1} + \beta_5 fundage + \beta_6 expense_{i,t-1} \\ & + \beta_7 bigvendor + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (9)$$

Here, we use *bigvendor* as a new independent variable instead of *First* variable in equation (8). *bigvendor* represents the dummy variable which is 1 if the fund is sold by the financial institution whose TNA is over 0.8 billion. We expect that channel of distribution is important determinant since the cash flow of index funds may depends on the distribution power of vendor.

## 4. Empirical Analysis

### 4.1 Data and Summary Statistics

This study uses matching sample of ETFs and index funds which track same benchmarks. The benchmarks in this research are total 6 benchmarks, which are KOSPI200, KRX100, MKF Mid Value, MKF Blue chip30, MKF Green Index, and Socially Responsible Index. Majority of ETFs and index funds in our sample follow KOSPI200 as their benchmark (16 ETFs and 399 index funds) and their names are listed in Appendix 1. Besides KOSPI200, other indexes are followed by small number of ETFs and index funds. ETFs and index funds for derivatives, bonds, foreign stocks, commodities, or currency are excluded due to their different characteristics and a very limited number and size. Our study period spans from January 2006 to December 2011. We collect the fund return, net asset value, expenses, and benchmark data from KRX and Zerin.

Table 1 shows summary statistics for ETFs and index funds grouped by their index. In case of KOSPI200, TNA (Total Net Asset value) of index funds (over KRW1.04bn) is almost twice as much as that of ETFs. (over KRW0.4bn) However, in case of MKFMidValue, MKFBlueChip30, and SRI Socially Responsible Index, TNA of ETFs is more than that of index funds. The expenses of ETFs are lower than those of index funds in every benchmark group. The cash flow of ETFs and index funds which track KOSPI200 has increased sharply in this period. On the other hands, cash

<sup>4</sup> Since the residuals may be correlated across firms or across time, and OLS standard errors can be biased, we run regressions with clustered standard errors throughout this study.

flows of several ETFs and index funds, MKFMidValue, MKFBlueChip30, and MKFGreenIndex show negative growths.

**Table 1.** Summary statistics for ETFs and index funds grouped by Index

The table reports summary statistics for ETFs and index funds in period January 2006 to December 2011. N is the number of fund in this period and TNA is the total net asset value (NAV) of benchmark (in million won) in 29th December 2011. Exp is the average total expense ratio of funds (%) and Flow is simple cash flow of total asset value in this period (in million won)

Index	ETF				index fund			
	N	TNA	Exp	Flow	N	TNA	Exp	Flow
KOSPI200	8	4,191,279	0.25	3,845,193	371	10,423,935	0.89	8,694,279
KRX100	2	45,376	0.23	630,268	16	659,852	0.64	542,841
MKFMidValue	1	12,892	0.46	-10,277	1	786	0.8	13,894
MKFBlueChip30	1	9,412	0.4	-7,780	1	6,365	0.51	-5,830
MKFGreenIndex	2	10,153	0.43	-8,741	5	155,260	0.96	133,684
SRI Socially Responsible Index	2	17,888	0.41	-24,136	5	342	1.36	19,903
Total	16	4,287,000	0.33	4,424,527	399	11,278,197	0.86	9,398,771

## 4.2. Tracking Error and Information Ratio

### 4.2.1 Tracking Error

We examine Tracking Error and Information ratio of ETFs and index funds to identify how closely these instruments track their benchmark. Table 2 provides Tracking Error of ETFs and index funds in this study. The statistical significance is provided by t-test. The benchmark group which show the largest Tracking Error is MKFBlueChip30 (2.12% for index funds and 2.11% for ETFs) and the benchmark group which show the smallest Tracking Error is KOSPI200 (0.30% for ETFs and 0.43% for index funds). Overall, average Tracking Error is 0.78% for ETFs and 1.01% for index funds.



All the tracking error is positively significant at 1% level for every index fund and ETF groups, meaning that index funds and ETFs on average outperform their benchmarks. The tracking error difference between ETFs and index fund is also significant and usually the ETFs outperform index funds except the KOSPI200 benchmark group where index funds outperform ETFs.

#### **4.2.2 Information Ratio (IR)**

Table 3 shows information ratio of index funds and ETFs. The funds which show the largest IR are ETFs for KOSPI200 (0.01775) and the funds which show the smallest IR are index funds for MKFGreenIndex (-0.05567). On average, ETFs (0.00177) outperformed index funds (-0.02700) although this difference is rather trivial. The IR difference between ETF and index fund is not significant in every group except the KOSPI200 group where ETFs outperform index funds. Overall, it is difficult to distinguish the performance of ETFs manager and index fund manager based on IR.

**Table 2.** Tracking Error of index funds versus ETFs

This table presents Tracking Error of index funds and ETFs. We calculate Tracking Error by using  $TE_{i,t} = |Ret_{i,t} - TargetRet_{i,t} + (1/252)Exp_i|$ .  $Ret_{i,t}$  indicates the rate of return of fund  $i$  at time  $t$  and  $TargetRet_{i,t}$  indicates the rate of return of benchmark index of fund  $i$  at time  $t$ .  $Exp_i$  represents the gross expense rate of funds. The means and standard deviation of these variables are calculated across the funds that track one of the 6 indices. The difference in means and standard deviation is tested for statistical significance. \*\*\* indicate statistical significance at less than 1% levels.

Index		N	Mean	Standard deviation	t-value
KOSPI200	index fund	276017	0.00434	0.01044	218.22 ***
	ETF	5298	0.00296	0.00666	32.32 ***
	Difference		0.00138	0.00378	14.72 ***
KRX100	index fund	16402	0.00331	0.00953	44.45 ***
	ETF	2348	0.00477	0.00674	34.32 ***
	Difference		-0.00146	0.00279	-9.28 ***
MKFGreenIndex	index fund	1135	0.00516	0.01871	9.30 ***
	ETF	454	0.00890	0.00935	20.28 ***
	Difference		-0.00374	0.00936	-5.28 ***
MKFBlueChip30	index fund	179	0.02118	0.01573	18.09 ***
	ETF	179	0.02106	0.01558	18.08 ***
	Difference		0.00012	0.00015	-3.24 ***
MKFMidValue	index fund	361	0.00231	0.00185	23.72 ***
	ETF	361	0.00778	0.00828	17.86 ***
	Difference		-0.00547	-0.00643	-12.25 ***
SRI Socially Responsible Index	index fund	2460	0.00546	0.00770	35.19 ***
	ETF	540	0.00620	0.01151	12.52 ***
	Difference		-0.00074	-0.00381	-1.42
mean			0.007786	0.010174	

### 4.3. Substitution effect

#### 4.3.1. Substitution effect over the study period

While ETFs and index funds have same operational goal to track the market benchmark, there exists the differences between two fund types such as liquidity and taxation. Therefore, it is our interest to find out that whether investors consider these two investment vehicle as similar products or different products. The most effective way to test for the substitution effect between index funds and ETFs is to estimate cash flows between ETFs and index funds. We run the regression wherein the cash flow of index funds (ETFs) is the dependent variable and the cash flows of ETFs(index funds) is the independent variable. In this regression,  $\beta_1$  represents how much cash flows of ETFs and index funds are influenced by the other.

**Table 3.** Information ratio of index funds and ETFs

This table shows information ratio of index funds and ETFs. In this paper, the Information ratio is defined as the difference between return of fund and return of the benchmark on fund divided by standard deviation of tracking errors. The difference in means and standard deviation is tested for statistical significance. The symbols \*, \*\* and \*\*\* indicates statistical significance at less than the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

Benchmark		N	Average IR	Standard deviation	t- value
KOSPI200	index fund	276016	- 0.03108	1.03728	- 15.74 ***
	ETF	5298	0.01775	1.16753	1.11
	Difference		- 0.04883	- 0.13025	- -3.02 ***
KRX100	index fund	16402	- 0.02525	1.03624	- -3.12 ***
	ETF	2348	0.01296	1.22066	0.51
	Difference		- 0.03821	- 0.18441	- -1.44
MKFGreenIndex	index fund	1135	- 0.06312	0.99956	- -2.13
	ETF	454	- 0.05567	1.36247	- -0.87
	Difference		- 0.00745	- 0.36291	- -0.11
MKFBlueChip30	index fund	180	0.00429	1.23077	0.05
	ETF	180	0.01684	1.45100	0.16
	Difference		- 0.01255	- 0.22023	- -0.09
MKFMidValue	index fund	361	- 0.00853	1.19988	- -0.14
	ETF	361	0.00828	1.35674	0.12

Difference			$\bar{0.01680}$	$\bar{0.15686}$	$\bar{-0.18}$
SRI Socially Responsible Index	index fund	2460	$\bar{0.03830}$	$\bar{1.05240}$	$\bar{-1.80}$
	ETF	540	$\bar{0.01045}$	$\bar{1.15970}$	$\bar{0.21}$
	Difference		$\bar{0.04875}$	$\bar{0.10730}$	$\bar{-0.90}$
Means	index fund		$\bar{0.02700}$	$\bar{1.09269}$	
	ETF		$\bar{0.00177}$	$\bar{1.28635}$	
	Total means		$\bar{0.01262}$	$\bar{1.18952}$	

Table 4 reports results for the substitution effect on the net flows to funds over the study period. To control for the endogeneity problem, as flows to index funds and ETFs enter both equations as dependent and explanatory variables, SUR (Seemingly Unrelated Regression) approach is used to test the substitution effect. Although coefficients  $\beta_1$  on index funds and ETFs are negative in both equations, they are not statistically significant, implying that there is no significant substitution effect. It is not consistent with the previous study of Agapova (2011). Therefore, unlike U.S. market, we suggest that index funds and ETFs are not substitutes in Korean fund market. This result can be explained with different organizational structure and characteristics between ETFs and index funds in the Korean market. In Korea ETFs are often conceived as short term investment instrument. On the other hand, index funds in Korea are used as middle or long term investment vehicles since fund redeemed in the short term is subject to penalty. Therefore, there seems exist different investor groups with different appetites for two very similar investment vehicles and they do not seem to consider ETFs and index funds as substitutes for each other.

**Table 4.** Substitution effect over the study period

This table examines substitution effect over the study period comparing cash flows of index funds and ETFs (Agapova, 2011). we run a regression wherein the cash flow of index fund  $i$  at time  $t$  (ETF  $i$  at time  $t$ ) is the dependent variable as shown in equation:

$$\begin{aligned} FlowIF(ETF)_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 FlowETF(IF)_{i,t} + \beta_2 FlowIF_{i,t-1} + \beta_3 FlowETF_{i,t-1} + \beta_4 FlowIndust ry_{i,t} \\ & + \beta_5 TargetRet_{i,t-1} + \beta_6 IF(ETF)Ret_{i,t} + \beta_7 IF(ETF)Ret_{i,t-1} + \beta_8 Expenses_{i,t} + \beta_9 LogNAV_{i,t} + \beta_{10} \\ & IR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned}$$

We calculate cash flows using the methodology in Sirri and Tufano(1998)  $Flow_{i,t} = (NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1} \times (1 + R_{i,t})) / NAV_{i,t-1}$  The cash flow of ETF  $i$  at time  $t-1$  ( $FlowIF_{i,t-1}$  and  $FlowETF_{i,t-1}$ , respectively) is an control variable (Cashman et al, 2007)  $FlowIndust ry_{i,t}$  is cash flows of the total funds.  $TargetRet_{i,t-1}$  refers to return of benchmark.  $IFRET_{i,t}$  and  $ETFRET_{i,t}$  indicate the rate of return of index fund  $i$  and ETFs  $i$  at time  $t$ .

$Expenses_{i,t}$  represents the total expenses of fund  $i$  and  $LogNAV_{i,t}$  is the logarithm of the total net asset value, which is used for controlling fund's size effect. Also, we add Information ratio ( $IR_{i,t}$ ) as explanatory variable. The symbols \*, \*\* and \*\*\* indicates statistical significance at less than the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

	<i>FlowIF</i>		<i>FlowETF</i>	
	OLS	SUR	OLS	SUR
Intercept	10731 (0.09)	0	-0.01618** (-2.37)	0.002584*** (5.58)
<i>FlowETF</i>	-2123 (0.00)	-11712.2 (-0.03)		
<i>FlowIF</i>			-0.0000000013 (-0.10)	-0.0000 (-0.03)
<i>FlowETF</i> <sub><math>t-1</math></sub>	246454 (0.61)	264136 (0.62)	0.01687* (1.65)	0.071723*** (42.25)
<i>FlowIF</i> <sub><math>t-1</math></sub>	0.00469 (0.05)	0.004773 (0.05)	-0.00005008 (-1.36)	0.00000001808*** (4.72)
<i>FlowIndustry</i>	-1.77847 (-1.22)	-1.84147 (-1.23)	0.0000000707 (1.02)	0.0000001511*** (25.1)
<i>TargetRet</i> <sub><math>i,t-1</math></sub>	291735 (0.09)	253830.3 (0.07)	-0.47976** (-2.07)	-1.04532** (-76.26)
<i>Ret</i>	-775885 (-0.25)	-767004 (-0.24)	-0.49559** (-2.17)	0.019933 (1.54)
<i>Ret</i> <sub><math>t-1</math></sub>	190752 (0.19)	216501.7 (0.21)	0.92189*** (20.64)	0.814946*** (211.73)
<i>Expense</i>	-4259552 (-0.50)	-4438926 (-0.52)	-0.58146 (-0.26)	-0.01375 (-0.39)
<i>LogNAV</i>	967.18505 (0.17)	1535.523 (0.95)	0.00169*** (3.34)	0.000051 (2.41)
<i>IR</i>	17455 (0.56)	17635.4 (0.55)	0.00033 (0.21)	-0.00046*** (-3.57)
<i>Adj.R</i> <sup>2</sup>	-0.00003		0.0919	
<i>Sys.w.R</i> <sup>2</sup>		0.005823		0.005823

#### 4.3.2. Substitution effect after the end of securities transaction tax law

Since 2010, the special exemption of securities transaction tax for the public fund is finished. Therefore, 0.3% securities transaction tax is added as the expenses of mutual fund. This change increases the index funds expenses more than ETFs since index fund trade stocks more actively than ETFs. We employ a dummy variable,

*After* which is 1 if the period is after 1st January, 2010 to examines whether this policy change has effect on the cash flow between ETFs and index funds. SUR (Seemingly Unrelated Regression) approach is used to control for the endogeneity problem. As we can see in the table 5, both dummy variable (*After\* ETF* and *After\* IF*) are not significant indicating that cash flows between ETFs and index fund is not affected by the change in securities transactions tax law.

**Table 5.** Substitution effect after the end of securities transaction tax act

This table examines substitution effect over the study period comparing cash flows of index funds and ETFs (Agapova, 2011) after the end of securities transaction tax law. we run a regression wherein the cash flow of index fund  $i$  at time  $t$  ( $ETF\ i$  at time  $t$ ) is the dependent variable as shown in equation:

$$FlowIF(ETF)_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 FlowETF(IF)_{i,t} + \beta_2 After * FlowETF(IF)_{i,t} + \beta_3 FlowIF_{i,t-1} + \beta_4 FlowETF_{i,t-1} + \beta_5 FlowIndust\ ry_{i,t} + \beta_6 TargetRet_{i,t-1} + \beta_7 IF(ETF)Ret_{i,t} + \beta_8 IF(ETF)Ret_{i,t-1} + \beta_9 Expenses_{i,t} + \beta_{10} LogNAV_{i,t} + \beta_{11} IR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}.$$

we calculate cash flows using the methodology in Sirri and Tufano(1998)  $Flow_{i,t} = (NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1} \times (1 + R_{i,t})) / NAV_{i,t-1}$  The cash flow of  $ETF\ i$  at time  $t-1$  ( $FlowIF_{i,t-1}$  and  $FlowETF_{i,t-1}$ , respectively) is an control variable (Cashman et al, 2007).  $FlowIndust\ ry_{i,t}$  is cash flows of the total funds.  $TargetRet_{i,t-1}$  refers to return of benchmark.  $IFRet_{i,t}$  and  $ETFRet_{i,t}$  indicate the rate of return of index fund  $i$  and ETFs  $i$  at time  $t$ .  $Expense_{i,t}$  represents the total expenses of fund  $i$  and  $LogNAV_{i,t}$  is the logarithm of the total net asset value, which is used for controlling fund' size effect. Also, we add Information ratio ( $IR_{i,t}$ ) as explanatory variable. we employ a dummy variable, *After* which is 1 if it is the cash flows of ETF or index fund after January 1st, 2010. The symbols \*, \*\* and \*\*\* indicates statistical significance at less than the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

Benchmark	<i>FlowIF</i>		<i>FlowETF</i>	
	OLS	SUR	OLS	SUR
Intercept	10200 (0.08)	0	-0.01618** (-2.37)	0.002581*** (5.57)
<i>FlowETF</i>	-80032 (-0.17)	-94179.7 (-0.19)		
<i>FlowIF</i>			-0.0000000013 (-0.10)	0.0000 (1.64)
<i>After * ETF</i>	383306 (0.43)	407055.8 (0.43)		
<i>After * IF</i>			0	-0.0000 (-1.64)
<i>FlowIF</i> <sub><math>t-1</math></sub>	0.00457 (0.05)	0.004631 (0.05)	-0.0000500800 (-1.36)	0.0000000383*** (4.72)
<i>FlowETF</i> <sub><math>t-1</math></sub>	244601 (0.60)	262746.6 (0.62)	0.01687* (1.65)	0.071728*** (42.26)

<i>FlowIndustry</i>	-1.78319 (-1.23)	-1.84739 (-1.23)	0.0000000707 (1.02)	0.0000006023*** (25.1)
<i>TargetRet<sub>t-1</sub></i>	334873 (0.10)	299350.4 (0.09)	-0.47976** (-2.07)	-1.04532*** (-76.26)
<i>Ret</i>	-766054 (-0.24)	-755951 (-0.23)	-0.49559** (-2.17)	0.019925 (1.54)
<i>Ret<sub>t-1</sub></i>	155414 (0.16)	177540.6 (0.17)	0.92189*** (20.64)	0.814991*** (211.73)
<i>Expense</i>	-4241859 (-0.50)	-4426056 (-0.52)	-0.58146 (-0.26)	-0.01371 (-0.39)
<i>LogNAV<sub>i,t</sub></i>	975 (0.17)	1518.912 (0.94)	0.00169*** (3.34)	0.000051** (2.41)
<i>IR</i>	17352 (0.55)	17528.5 (0.55)	0.00033 (0.21)	-0.00046*** (-3.57)
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>	-0.00003		0.26835	
<i>Sys.w.R<sup>2</sup></i>		0.154989		0.154989

#### 4.5. Clientele effect

Based on previous results, ETFs and index funds generally track their benchmark very well, but the substitutability of these investment vehicles is not statistically significant. Then, how can we explain the coexistence of index funds and ETFs? In this section, we take a couple of index fund products which gives tax advantage to investors whether the tax clientele effect can be the reason for the coexistence of seemingly same investment vehicles.

##### 4.5.1. Individual Retirement Pension (IRP) Clientele effect

To test the existence of this clientele effect, we run the regression with equation (6), where “cash flow of ETF” is the dependent variable and “the cash flow to index fund IRP” is the principal explanatory variable. The test results are summarized in Table 6. Contrary to what we expected, the coefficients of *flowIRP* is not significant although it is negative. This means that the cash flow of IRP index funds does not influence the cash flow of ETF. This is consistent with our previous conclusion that ETF and index funds are not substitute for each other and the tax clientele effect of IRP index fund effect do not influence the cash flow of ETFs either.

##### 4.5.2. Long-term House-purchasing Fund, Long-term Equity Fund of index funds Clientele effect

We also examine the tax clientele effect of Long-term House purchasing fund and Long-term Equity fund has influence the cash flow between ETFs and index fund since LTHF and LTEF index funds receive tax-exemption for capital gain and taxable income reduction benefit. We employ a dummy variable that *Home \* IF* is 1 if it is the cash flows to index fund for LTHF and LTEF during the subscription period. (from July 2008 to December 2009). The coefficients on *Home \* IF* is negative but statistically insignificant. Thus, we conclude that the tax clientele effect of LTHF and LTEF do not affect the cash flow between ETFs and index funds as investors regard index funds and ETFs as different investment products and do not consider them as substitutes.

**Table 6.** Individual Retirement Pension(IRP) Clientele effect

This table examines individual retirement pension(IRP) clientele effect. we run a regression wherein the cash flow of ETF *i* at time *t* is the dependent variable and the cash flows of index fund *i* at time *t* (*FlowIF*), the cash flow of index fund which IRP members only join(IRP) (*FlowIRP*) are the independent variables as shown in equation:

$$FlowETF_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 FlowIF_{i,t} + \beta_2 IRPFlow_{i,t} + \beta_3 FlowIF_{i,t-1} + \beta_4 FlowETF_{i,t-1} + \beta_5 FlowIndustry_{i,t} + \beta_6 TargetRet_{i,t-1} + \beta_7 ETFRet_{i,t} + \beta_8 ETFRet_{i,t-1} + \beta_9 Expenses_{i,t} + \beta_{10} LogNAV_{i,t} + \beta_{11} IR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}.$$

The cash flow of ETF and the cash flow of index fund *i* at time *t-1* *FlowIF*<sub>*i,t-1*</sub> and



$FlowETF_{i,t-1}$ , respectively) is an control variable (Cashman et al, 2007)  $FlowIndustry_{i,t}$  is cash flows of the total funds.  $TargetRet_{i,t-1}$  refers to return of benchmark.  $Expenses_{i,t}$  represents the total expenses of fund  $i$  and  $LogNAV_{i,t}$  is the logarithm of the total net asset value, which is used for controlling fund' size effect.  $IR_{i,t}$  is information ratio. The symbols \*, \*\*, and \*\*\* indicates statistical significance at less than the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

	<i>FlowETF</i>	
	coefficients	t-value
Intercept	-0.01646	-1.63
<i>flowIRP</i>	-0.00109	-0.05
<i>FlowIF</i>	-0.0000	-0.08
<i>FlowIF<sub>t-1</sub></i>	-0.0000	-1.25
<i>FlowETF<sub>t-1</sub></i>	0.02678	2.23**
<i>FlowIndustry</i>	0.0000	1.20
<i>TargetRet<sub>t-1</sub></i>	-0.50928	-2.00**
<i>Ret</i>	-0.47213	-1.89*
<i>Ret<sub>t-1</sub></i>	0.96462	17.65***
<i>Expense</i>	-0.24318	-0.09
<i>LogNAV<sub>i,t</sub></i>	0.00165	2.40**
<i>IR</i>	0.000514	0.29
<i>Obs.</i>	305736	
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>	0.0876	

**Table 7.** Long-term House Purchasing Fund, Long-term Equity Fund of index funds Clientele effect

This table examines Long-term Housing Purchasing Fund, Long-term Equity Fund of index funds Clientele effect. We run a regression wherein the cash flow of ETF  $i$  at time  $t$  is the dependent variable and the cash flows of index fund  $i$  at time  $t$  ( $FlowIF$ ), the cash flows of index fund from July 2008 to December 2009 ( $Home * IF$ ) are the independent variables as

$$FlowETF_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 FlowIF_{i,t} + \beta_2 Home * FlowIF_{i,t} + \beta_3 FlowIF_{i,t-1} + \beta_4 FlowETF_{i,t-1} + \beta_5 FlowIndustry_{i,t} + \beta_6 TargetRet_{i,t-1} + \beta_7 ETFRet_{i,t} + \beta_8 EFFRet_{i,t-1} + \beta_9 Expenses_{i,t} + \beta_{10} LogNAV_{i,t} + \beta_{11} IR_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

shown in equation:  $Home$  is a dummy variable, which is 1 if it is the cash flows of index fund from July 2008 to December 2009 to measure the tax clientele effect.. The cash flow of ETF and the cash flow of index fund  $i$  at time  $t-1$   $FlowIF_{i,t-1}$  and  $FlowETF_{i,t-1}$ , respectively) is an control variable (Cashman et al., 2007)  $FlowIndustry_{i,t}$  is cash flows of the total funds.

$TargetRet_{i,t-1}$  refers to return of benchmark.  $Expenses_{i,t}$  represents the total expenses of fund  $i$  and  $LogNAV_{i,t}$  is the logarithm of the total net asset value, which is used for controlling fund' size effect.  $IR_{i,t}$  is information ratio. The symbols \*, \*\* and \*\*\* indicates statistical significance at less than the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

	<i>FlowETF</i>	
	Coefficients	t-value
Intercept	-0.01648	-1.63
<i>Home * IF</i>	-0.00794	-0.07
<i>FlowIF</i>	-0.0000	-0.08
<i>FlowIF<sub>t-1</sub></i>	-0.0000	-1.25
<i>FlowETF<sub>t-1</sub></i>	0.02677	2.23**
<i>FlowIndust ry</i>	0.0000	1.19
<i>TargetRet<sub>t-1</sub></i>	-0.50891	-2.00**
<i>Ret</i>	-0.4722	-1.89*
<i>Ret<sub>t-1</sub></i>	0.96478	17.64***
<i>Expense</i>	-0.25186	-0.09
<i>LogNAV<sub>i,t</sub></i>	0.00165	2.40**
<i>IR</i>	0.000515	0.29
<i>Obs.</i>	305736	
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>	0.0876	

#### 4.6. The Behavior of ETFs and index fund Investors

In this section, we turn our attention to individual investors' behavior to explain the coexistence of two funds. The regression results of fund cash flows on a number of fund characteristics are presented in Table 8. For the cash flow of ETFs, the coefficient of  $flow_{i,t-1}$  is positive and statistically significant. This indicates that the cash flow of ETFs is influenced by past flow of ETF itself. Also, the coefficients of  $fundPerf_{i,t-1}$  is statistically significant at 1% level. This supports the hypothesis that the past fund performance of ETFs and the cash flow to the ETFs are positively related. This is in line with the previous studies of Sirri and Tufano(1998) and Ippolito(1992). The coefficient for  $FamTNA_{i,t-1}$  is also statistically positive. (Chen et al., 2004) meaning that the ETFs investors take the past fund excess return and family size into consideration when they choose ETF. Surprisingly, the coefficient for

$expense_{i,t-1}$  is positive. This result might be due to a characteristic of the Korea ETF market, where management fees are not very distinct across ETFs.

Meanwhile, as shown in the second columns, the cash flow of index funds are positively related with  $fundTNA_{i,t-1}$ ,  $fundage$ , and  $bigvendor$ . This result can be understood in line with the previous study of Goetzmann et al.(1997), which find that the cognitive dissonance of mutual fund investors. Many fund investors choose index fund recommended by bank or brokers and therefore cash flow of index fund ( $FlowIF$ ) is positively related with the vendors. Also, vendors usually recommend the index fund which has bigger size and has reasonably long track record. Overall, we find that the determinants for the ETF investment and index fund is different and this make two investment vehicle coexist separately as each product is sold to different group of investors and through different course of distribution

**Table 8.** The Behavior of ETFs and index fund Investors

This table examines the behavior of ETFs and index fund Investors using the following equations:

$$FlowETF(IF)_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 flow_{i,t-1} + \beta_2 fundPerf_{i,t-1} + \beta_3 fundTNA_{i,t-1} + \beta_4 FamTNA_{i,t-1} + \beta_5 fundage + \beta_6 expense_{i,t-1} + \beta_7 First(bigvendor) + \varepsilon_{i,t}.$$

The cash flow of ETF  $i$  at time  $t-1$  ( $flow_{i,t-1}$ ) is an control variable because of the persistency of cash flows(Cashman et al, 2007) This study uses the risk-adjusted return calculated from the three-factor model(Fama and French, 1993) as a measure of fund performance.  $fundTNA_{i,t-1}$  and  $FamTNA_{i,t-1}$  are the logarithm of the lagged total net asset value of the fund and the families which manage the fund.  $fundage$  is the number of years since the fund launch date.  $expense_{i,t-1}$  is the lagged total expenses.  $First$  is dummy variable which is 1 if ETF is the first launched product among the other ETFs which track same benchmark. In case of index funds, we employ the dummy variable  $bigvendor$  which is 1 if the fund is sold by the large sales company whose TNA is over 0.8 billion. We run regressions with clustered standard errors. The symbols \*, \*\* and \*\*\* indicates statistical significance at less than the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

	$FlowETF_t$	$FlowIF_t$
Intercept	-0.012831* (-1.85)	367082 (0.77)
$flow_{i,t-1}$	0.0669598* 1.79	-0.00361 (-0.04)
$fundPerf_{i,t-1}$	0.2032584*** 4.88	1613.12 (0.03)
$fundTNA_{i,t-1}$	0.0000266 0.17	124024*** (8.47)
$FamTNA_{i,t-1}$	0.0008546* 1.80	57285.54 (1.53)

<i>fundage</i>	-0.0000003 -0.95	53.54212** (2.57)
<i>expense</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	1.346955* 1.90	-4902530 (-0.57)
<i>First</i>	-0.0002931 -0.62	
<i>bigvendor</i>		79695.47** (2.00)
<i>Obs.</i>	9182	292319
<i>adj.R</i> <sup>2</sup>	0.00436	0.0023

## 5. Conclusion

This paper analyzes the substitutability and coexistence of two similar investment vehicles that are conventional index funds and exchange-traded funds (ETFs) in Korean market. The two vehicles track same market indexes, but have different organizational structures and characteristics. It could be considered intuitively that ETFs are more efficient for its lower cost and higher liquidity compared to index funds. However the choice between two instruments seems to depend on different investment appetite and different course of distribution for the two products.

Although previous studies have examined conventional index funds and exchange-traded funds (ETFs), they have focused on tracking errors and price efficiency of ETFs, or the effect of ETF introduction on the index funds in Korean market. This study tries to find empirical explanations of the substitutability and coexistence of two investment vehicles. 399 index funds and 16 ETFs following 6 benchmark indexes have been used for the period from January, 2006 to December, 2011. Our major findings are as follows.

First, the mean tracking error is 0.007786 on average that indicates ETFs and conventional index funds generally track their underlying indexes closely. Mean of tracking errors are not statistically different between the fund types, but ETFs have smaller tracking errors on average. Second, we find that conventional index funds and ETFs are not substitutes, and flows to one fund type do not affect the flow to the other. Third, tax related clientele effects do not seem to influence the cash flow between ETFs and index funds as investors do not consider them as substitutes. Fourth, the coexistence can be explained by the behavior of fund investors who prefer different characteristics of these funds - we found that while the cash flow of ETFs is influenced by fund performance, fund family performance, and fund expense, the cash flow of index funds is influenced by fund size, fund age, and the existence of big vendors. This paper contributes to the literature by empirically investigating the

substitutability between ETFs and index fund and provided plausible explanation of the coexistence of seeming indifferent investment vehicles.

## Appendix:

### List of ETFs and index funds grouped by Index

Benchmark	ETF	index fund
KOSPI200	KODEX200	Samsung Index Plus Securities Investment Trust 1
	KOSEF200	IBK KOSPI200IndexSecurities Investment Trust
	TIGER200	Mirae Asset KOSPI200 Index Securities Investment Trust
	KINDEX200	Shinhan BNPP BEST Index Plus Alpha Securities Investment Trust 1
	TREX200	Kyobo Axa Power Index Derivatives Investment Trust 1
	KStar200	Tongyang Moadream Index Securities Investment Trust 1
	Arirang200	ING Index Premium Securities Investment Trust 1
	PowerK200	KB star Korea Index Securities Investment Trust and so on. Total 371
KRX100	TIGERKRX100	Mirae Asset KRX100IndexSecurities Investment Trust 1
	KOSEFKRX100	WooRiKRX100IndexSecurities Investment Trust 1 and so on. Total 16
MKFMidValue	TIGERMidCap	Samsung KODEX Midcap-value
MKFBBlueChip30	TIGERBlueChip30	Mirae Asset Bluechip30IndexSecurities Investment Trust
MKFGreen Index	TIGERGreen	Mirae Asset Green Index Securities Master-feeder Securities Investment Trust and so on.
	GREATGreen	Total 5
SRI Socially Responsible Index	GREATSRI	Yuri Dow Jones Socially Responsible Index Securities Investment Trust and so on.
	PIONEERSRI	Total 5

## References

1. Agapova, A.: Conventional Mutual index funds versus Exchange Traded Funds. *Journal of Financial Markets*. 14, 323—343 (2011)
2. Cashman, G. D., Deli D. N., Nardari, F., Villupuram, S. V.: Investor Behavior in the Mutual Fund Industry: Evidence from Gross Flows. Working paper. (2007)
3. Chen, J., Hong, H., Huang, M., Kubik, J. Does fund size erode performance? Liquidity, Organizational Diseconomies, and Active Money Management. *American Economic Review* 94, 1276--1302(2004)
4. Cheung, W.: The Black–Litterman model explained. *Journal of Asset Management*. 11, 229—243 (2010)
5. Choi, H. S., Lee W. Y.: The Effect of ETF after Introduction on the index funds. *The Korean Journal of Corporation Management*. 19(3), 93—110 (2012)
6. Chung, J. M.: Tracking Errors of ETFs that track KOSPI200. *The Korean Journal of Financial Management*. 29(2), 91—124 (2012)
7. Elton, E. J., Gruber, M. J., George, C., Li, K.: Spiders : Where are the bugs?. *Journal of Business*. 75, 453—472 (2002)
8. Frino, A. Gallagher, D. R.: Tracking S&P 500 index funds. *Journal of Portfolio Management* 28, 44—55 (2001)
9. Gastineau, G. L.: *The Exchange Traded Funds Manual*. John Wiley & Sons, New Jersey(2002)
10. Gastineau, G. L.: The benchmark index ETF performance problem. *Journal of Portfolio Management* 30, 96—103 (2004)
11. Goetzmann, W. N., Peles, N.: Cognitive dissonance and mutual fund investors. Working paper (1997)
12. Guedj, I., Huang J. C.: Are ETFs replacing index mutual funds? Working Paper(2009)
13. Han, D. H., Han, S. Y.: Information Transmission among the KOSPI200 futures, the index fund, and the ETF. *Korea Industrial Economics Association*. 22(6), 2863—2881 (2009)
14. Hur, C. S., Kang, H. C., Eom K. S.: Price Efficiency of Exchange-Traded Funds in Korea. *Journal of Money and Finance*. 26(1), 39—73 (2012)
15. Ippolito, R.: Consumer reaction to measures of poor quality: evidence from the mutual fund industry. *Journal of Law and Economics* 35, 45—70(1992)
16. Ivkovic, Z., Weisbenner, S.: Individual investor mutual fund flows. *Journal of Financial Economics* 92, 223--237(2009)
17. Ko, K., Ha, Y. J.: Equity Fund Performance and Cash Flows: Structural Changes, and Start-up and Survivorship Biases. *Asian Review of Financial Research*. 23, 437—468 (2010a)
18. Kostovetsky, L.: Index mutual funds and exchange traded funds. *Journal of Portfolio Management* 29, 80--92 (2003)
19. Lee, C. M., Kang H. G.: The History of Passive Funds in Korean Market and Perspectives. *The Review of Business History*. 26(2), 75—93 (2011)

20. Lee, J. H., Hong J. P.: Arbitrage in the Korean ETF Markets: ETF versus NAV. Korean Journal of Financial Studies. 33(3), 49—93 (2004)
21. Min, S. K., Cha, M. H.: Empirical Analysis on the Active Funds and the index funds in Korea. Daehan Journal of Business. 21(2), 527—543 (2008)
22. Park, Y. K.: A Study on the Behavior Of Fund Investors and Fund Managers. The Korean journal of finance 18(1), 31—67(2005)
23. Poterba, J. M., Shoven, J. B.: Exchange Traded Funds: A new Investment Option for Taxable Investors. American Economic Review. 92, 422--427 (2002)
24. Shin, S., Soydemir, G.: Exchange-traded funds, Persistence in Tracking Errors and Information Dissemination. Journal of Multinational Financial Management. 20, 214--234 (2010)
25. Sirri, E., Tufano, P.: Costly Search and Mutual Funds Flows. Journal of Finance 43(5), 1589—1622 (1998)





## **A Comparative study on the Konex and Chinext**

**Keonhee Lee**

professor, Kookmin University,

khlee365@kookmin.ac.kr

**KyoungAe Kim**

assistant professor, Kookmin University,

Kima0103@kookmin.ac.kr

**Sangjin Jung**

professor, Hyupsung University,

jungsj@uhs.ac.kr

## Abstract

This study is to investigate the structure of Konex and Chinext, a newly-established growth enterprise board in Korea and China. The opening of the Konex, a new stock exchange will help form a funding a new 21 companies, 2013 as Chinext. We suggest that clear and transparent financial information are very important to the development of SMEs stock market. The Korean government has to encourage angel investments and crowdfunding for start-ups after listing on the Konex market. The most important advantage of Konex listing is easier access to external equity financing, transfer to the Kosdaq. But after about 1 year Konex is slow and not active only with 51 listed companies. To see the reasons and future development, this study selected Chinext as an example, very active stock market for SMEs in Shenzhen. By comparing with Chinext we suggest some measures to activate the Konex market. First, Konex Index should be establish to see overall changes easily and make new products. Second, the limitation on the individual investor should be lifted. Third, due diligence should be about 1 year to lessen information asymmetry and SMEs informaton should be more open and transparent. Fourth, Konex market should be a exit to angel investors and Konex-listed firms should not to be underpriced due to their sizes. Therefore, we can get some conclusions about Konex companies and market. This paper compares institutions, principles, structure of Konex and Chinext concerning stock market system and IPOs. This paper contributes to the basic idea how to make Konex more active, to proceed advanced IPOs, and to invest to the promising SMEs stock by individual and institutional investors.

▶ Keywords : Konex market, SMEs, Chinext, IPO

## I. Introduction

The stock market and start-up SMEs is not well connected to each other. But in Korea Konex, which is stock market for SMEs IPO, has started on the first, July 2013. In China Chinext is the same market as Konex, has started early than Konex. Shenzhen is located in southern area near Hong Kong, which is the wealthiest city of China in terms of nominal GDP per capita, estimated about 20,000 US dollars. Seoul and Shenzhen have almost the same population, with Shenzhen having 10.46 million and

Seoul 10.58 million of people. However, Shenzhen is bigger in area which obviously underestimates the actual level of development of more central Shenzhen of the same size.

Under the almost same economic situation, this study is to discover the reasons why ChinNext is so active while the Konex is slow after the opening on July, 2013. Korea's regional disparity is so low that Seoul's Nominal GDP per capita( US\$ 25,000) is only slightly higher than the national level of US\$ 19,500 in Shenzhen. Shenzhen is catching up with Seoul and is going to overtake it by 2017 unless Seoul takes off again. Shenzhen's economic model has to some extent become synonymous with China as a whole. Merchandise included watches, furniture, jewelry, textiles, machinery, and toys. Shenzhen was fundamentally a low-cost and high-flexibility production zone, much like Singapore had been in the 1970s. In stock market, Korea and Shenzhen run 3 tiers market system as follows :

〈 Table 1 〉 3 Tiers stock market system (BI US\$)

KOREA/ CHINA (Shenzhen Stock Exchange)		Kospi/ Main Board	Kosdaq/ SME Board	Konex/ Chinext
items	established at	1956 / Dec. 12	July 1996/ May, 2004.	July, 2013/ Oct. 2009
	Companies	blue chips	high-quality, innovative SME.	start-ups and new technology companies.
	no. of listed companies(market capitalization)	770 (1135 billion) /721	990 (128)/ 646	51(1.1)/ 379

## II. Comparing two markets in the institutional perspective

### 2. 1. The Overview of Konex Market

In Korea 3 Tier system in the stock market, KOSPI, Kosdaq, Konex(Korea New Exchange) Market operate according to the size of Company. Konex is a market launched on July 2013, as a market that facilitates the direct financing for small- and medium-sized start-up companies. It is expected to play an important role in creating an environment necessary for innovative and creative economic development. This is due to the inadequacy of KOSDAQ Market in supporting start-up SMEs. It is generally known that the start-up SMEs are not able to meet the listed requirements (e.g., for sales

amount and total capital) of KOSDAQ Market. Also, the time required for a start-up company to become eligible for a place the KOSDAQ Market is too long (13.3 years in 2011).

#### 2.1.1. Restriction of market participants

Professional investors, venture capital, retail investors who have deposited the basic deposit of more than US\$ 263,273, Venture capitals and angel investors that have the expertise in investment in SMEs

#### 2.1.2. Minimum listing and delisting requirements

Listing requirements are to meet any one of the size, financial or earning requirements. To select any one three requirements (i.e., the equity capital of no less than US\$ 490,000; sale amount of at least US\$ 980,000 or net profit of no less than US\$ 290,000). The 97.6% of the companies subject to the audit by external auditor meets this requirement according to the financial statement of 2010.

Delisting Requirements are as follows; Immediate delisting in cases of occurrence of such events as the bankruptcy, dissolution, adverse opinion of auditor; having committed activities undermining the soundness of market such as embezzlement, malpractice, unfaithful disclosure; and having terminated the agreement for appointment of nominated advisor, etc.

#### 2.1.3. Introduction of nominated advisor system

To eliminate the information asymmetry about listed SMEs and to support the listing maintenance. Qualification requirements and appointment are to make a selection among the securities companies with underwriting experience. Their Functions are to facilitate the speedy listing and provide the information about SMEs' listing. The procedure are as follows : 1) Identification of SMEs eligible for listing 2) Review the listing eligibility; and 3) To recommend to the professional investors to trade the stocks of concerned SME.

To promote the establishment of cooperative system with venture capitals that have an expertise in identification of viable SMEs and appraisal of company. Reinforcement of linkage between Markets (listing requirements are made more lenient when transferring Konex listing to KOSDAQ Market) but Shenzhen Exchange accept the transferring as difficult procedures. The reason is why for the Chinext larger companies and good firms also exist on the SMEs board. In so case many SMEs want to enlist the Chinext as a peer group. Konex had better to follow the method. Quantitative listing requirements are eased by taking into account such factors as the listing period, market value, trading volume and record of public offering while listed in the Konex Market. Qualitative requirements are as follows;

many factors such as the investment duration/ratio of venture capital, disclosure system and record, and management performance are broadly taken into consideration when reviewing the listing eligibility.

## 2. 2. The overview of Chinext Market

Shenzhen Stock Exchange (SZSE) is controlled under CSRC and also has a framework of 3-tiered capital market comprising the Main Board, SME Board, and the Chinext market. 1) The SME Board was launched in May 2004. 2) The ChiNext market was inaugurated in October 2009. Chinext IPOs raised \$15.1 billion in the board's first year of operation.

An index of 100 companies that trade on Shenzhen-based ChiNext. When examining the one-year post-listing performance of 153 IPOs listed between October 2009 and December 2010, the average cumulative abnormal return (CAR) is -41.2% and buy-and-hold abnormal return (BHAR) is -45.7%. The Chinext long-run performance is significantly worse when compared to both the Main and SME Boards (Ritter, 1995). Why do Chinext board firms accept private equity shortly before IPO? It is for dealing profit by selling.

Yuji Honjo, Nobuyuki Harada (2006) investigated the effects of public policy and financial structure on the growth of small and medium enterprises (SMEs) in the Japanese manufacturing industry. They found that SME Creative Business Promotion Law (CBPL) and financial structure affect firm growth of younger SMEs and increase assets. Our findings indicate that public policy and capital markets exert an influence on firm growth, particularly of younger SMEs. It is expected that the improvement of environment for younger SMEs creates innovative start-ups and entrepreneurs that stimulate economic growth.

By using the data from annual reports of SMEs listed on Shenzhen Stock Exchange the study indicates that there is a significantly positive relationship between the ownership concentration and their operation performance after IPOs during the sample period. Moreover, the companies with higher ownership decreasing encounter more severe operation performance decline, which suggests that the listed companies intend to package their book profits before IPOs for the sake of increasing their issuing prices and enlarging their financing scales. The declining of operation performance, during the initial period after IPO, is mainly affected by two factors. One factor is that financial packaging is used to improve performance and the other factor is that ownership and management are separated gradually. The corporate governance structure is the main systematic cause of the decision, while ownership structure is by property basis. Moreover, it is reflected by ownership concentration, which is its own determinant, and affect operation performance. Most shares in Chinext companies are held by venture capital firms and individual shareholders who got in at relatively low costs, indicating high incentives to sell.

### 2.2.1. Funding Avenue

Some 59 percent of companies listed on Chinext are backed by venture capital or private equity firms, compared with 35 percent of stocks traded on China's six-year-old board for small and medium-sized businesses.

### 2.2.2. Listing on the Chinext

Under Chinext listing rules, controlling shareholders are banned from selling stock within three years of the IPO. Other pre-IPO investors face a 12-month lockup. Executives typically pledge not to sell stock within six months of resigning, according to company filings. A company seeking IPO and listing on the Chinext shall meet the following specific requirements: (1) It must have been profitable in the most recent two consecutive years, with accumulated profits no less than RMB 10 million and in continued growth; or the issuer must have been profitable in the most recent year with net profits of no less than RMB 5 million and revenues of no less than RMB 50 million, and its revenue growth rate for either of the most recent two years must have been no less than 30%. Net profits shall be calculated based on the amount before or after deducting non-recurring profits and losses, whichever is smaller; (2) It must have net assets of no less than RMB 20 million at the end of the most recent reporting period with no uncovered losses; (3) It must have a total share capital of no less than RMB 30 million after the IPO; (4) The issuer shall have sustainable profitability. It may not fall under any of the circumstances that would have a significant adverse impact on its sustainable profitability. The specific requirements in this regard are similar to that for the Main Board listing candidates; The Exchange adopts a listing sponsorship system for the listing of shares and convertible bonds. It must have been profitable in the most recent two consecutive years, with accumulated profits no less than RMB 10 million and in continued growth; or the issuer must have been profitable in the most recent year with net profits of no less than RMB 5 million and revenues of no less than RMB 50 million, and its revenue growth rate for either of the most recent two years must have been no less than 30%. Net profits shall be calculated based on the amount before or after deducting non-recurring profits and losses, whichever is smaller; (2) It must have net assets of no less than RMB 20 million at the end of the most recent reporting period with no uncovered losses; It must have a total share capital of no less than RMB 30 million after the IPO.

### III. The Development of Two market

#### 3.1. low trading volumes

Konex's stocks are tradable as small amount, but Chinext's stocks are traded by many investors who held shares in the companies before their initial public offerings. About \$5 billion of Chinext shares become tradable equal to a quarter of the total outstanding stock on the board.

#### 3.2 tiers in stock market in Korea and Shenzhen

active index (AI) in stock market is

$AI = f(\text{securities companies, innovation environment, economic situation, investors group})$

#### 3.3 Both Konex and Chinext are Market specialized for SMEs

Securities eligible for listing: The stock certificates issued by start-up SMEs pursuant to the Framework Act on Small and Medium Enterprises. The diversified listing methods and minimum listing requirements to assist the listing of start-up SMEs. To promote the private offering of KONEX-listed company, the targets of private offering has been broadened.

(Table 2) Konex and Chinext

	Konex	Chinext
launched at	July, 2013	October, 2009
listed companies as of 30th April, 2014	51	379
participation	<ul style="list-style-type: none"> <li>- retail investors (with US\$ 294,000)</li> <li>- professional investors</li> <li>- venture capitals.</li> <li>- angel investors.</li> </ul>	no limitation

\* as of 8th, May 2014. 1,023Won/US\$ 6.2 CNY/US\$

#### 3.4 Support for virtuous cycle of risk capitals such as venture capitals

Although the participation in the Konex Market will be limited, such as to professional investors, the



virtuous cycle of risk capitals will be promoted by allowing the participation of venture capitals and angel investors.

### 3.5 comparing the IPO underpricing and long-run performance of Chinext and Konex.

Hamish D. Anderson, Jing Chi, Qing Wang (2013) studied the IPO underpricing and long-run performance of Chinext. Using a sample of 281 Chinext IPOs between October 2009 and December 2011, the initial average market adjusted abnormal return (MAAR) to 33.5% and the average 12-month buy-and-hold abnormal return (BHAR) to -45.7%. Although the average MAARs of Chinext is significantly higher than that of Main Board IPOs, it is not significantly different from SME Board IPOs during the sample period. However, the Korea average BHARs is significantly higher than those on both the SME and Main Boards. The underperformance of Chinext IPOs is consistent with the significant decrease of their operating performance after listing. By comparing the the average 12-month buy-and-hold abnormal return, Korea's BHAR amounts to higher result. Securities firms have been playing an increasingly important role in market operations. So investors shall depend on their brokers and their own judgment to make investment decisions and be responsible for associated risk. It helps emphasize market participants' due responsibilities.

〈 Table 3〉 some limitations of the two markets

Minimum listing requirements	anyone of three requirements 1) equity capital of no less than US\$490,000 2) sale amount of at least (US\$978,000) 3) net profit of no less than (US\$290,000) 4) 3-year profit	Both (1) profitable 2 years, profits no less than (US\$1,610,000) (2) net assets of no less than (US\$3,220,000) (3) total share capital of no less than US\$4,830,000 after the IPO; (4) performance results shall not be heavily reliant on tax benefits
nominated advisor system	1. nominated advisor 2. review by authorities	1. Due diligence by (securities companies), accounting firms, law firms etc. 2. review by CSRC CSRC will grant approval to the company for IPO 3. sponsor
merits	easy transferring KONEX listing to KOSDAQ Market	no limitation on forms of ownership
listing period	6 months	one year. ( six months - 3 restructuring, - 3 due diligence, - 6 CSRC review

The IPO process in Konex is to the SMEs very simple than Chinext listing as a requirement conditions. but why is it not active in Konex ? The main reason is information asymmetry to the listing companies. Due diligence in Chinext takes 6 months, longer than Konex and all the Process takes one year comparing to the about 6 months in Konex. Chinext is very reliable in terms of investors by the reasons as follows: 1) many investors are from outside of China. 2) the surge in IPO activity in China during the first half of 2010 coincided with the dismal performance in overall of shares traded on the Shanghai and Shenzhen stock exchanges. 3) The IPO process in China, both on Shanghai and Shenzhen markets, is very tightly controlled by China's securities regulator, the CSRC. Therefore information asymmetry is not serious. It's the CSRC that decides the number and timing of IPOs in China, not market demand. One factor the CSRC gives significant weight to is the overall performance of China's stock market. They want to control the supply of new shares, by limiting IPO transactions, to avoid additional downward pressure on share prices overall. 4) So why is it that Chinext and Chinese stock exchanges in general are not attractive venues of exit for foreign firms? It is because of Red tape, red lines. difference in the transfer among 3 Tier market system. 5) start-up fund is focus on the Chinext, so we follow this process and merits.

At any time, there is a long queue of firms waiting to go public in China. around 200 of which were waiting for the CSRC's approval to go public on Chinext. Entrepreneurial Chinese firms struggled to go public in China due to strict listing requirements imposed by the main boards of Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges. This has hindered the development of the venture capital industry as well, since firms who make initial investments struggle to sell out through a public listing in China. The launch of the Small and Medium Enterprise Board of Shenzhen Stock Exchange in 2004 was a step in the right direction, but the board did not fully meet the needs of the venture capital industry. Success for Chinext should depend on several factors including growth potential, investment environment. In the 12 months after Chinext opened, on Oct. 30, 2009, 134 companies raised almost \$15 billion through initial public offerings. Regulators hope that Chinext will spur investment from private equity and venture capital firms, because it makes it easier for the companies they back to go public. 59 percent of companies listed on Chinext were backed by venture capital or private equity firms. The 90% of Chinext is manufacturing firms. Chinext, the Chinese stock market for fast-growth companies, has cause to celebrate its first year of operations, with the number of stocks listed on the board growing nearly fourfold and total capitalization surging by a similar amount in the past 12 months. Chinext has grown to 134 companies from the original 28 since starting operations in Shenzhen on October 30 last year to allow businesses to raise capital with fewer listing requirements than the city's main board for small to medium-sized companies. Total capitalization is up to about US\$91.5 billion.

## IV. Conclusions

The financial system for SMEs or start-up companies in Korea is not active and is not attractive to the bank or investors because of an information asymmetry. Therefore, some investors are not satisfied with low-return but want to pursue high-return products with increasing risk situation, which is similar to the case of Chinext.

Many sectors related to development of innovative technologies are in urgent demand of capital. However, in comparison with Chinext, Konex attracts small participants because of the two great boards in Korea stock markets. In this environment, CSRC has been going ahead with reforms in capital market. However, in Korea, the government and investors are scared of some loss or uncertainty by individuals investor. Therefore, a participant who is willing to invest more than 294,000 US\$ can trade with Konex. However, there is no limitation for Chinext. This is why the Konex market is not active and only get small trading volume.

Comparing two situations, Korea and China SMEs IPO markets, we can see the some differences. Two countries want to develop the underlying market and IPO markets of SMEs. Chinese capital market led by the government follows a top-down approach and compulsory services, unlike mature markets that evolved from private placement to public issuance, from bonds to equity stocks and from narrow-based to broad-based investing population. In the beginning, Chinese capital market exchanges tended to admit large companies from mature industries to reduce risk exposure by the investing public. However, coverage of capital market was limited to asset-intensive manufacturing companies as emerging companies from sectors related to domestic demand and innovation had difficult meeting listing criteria. On the other hand, market participants are lacking in the sense of accountability and responsibility and underdeveloped in professional abilities, weakening the market's power of restraint.

The CSRC has accelerated pace in Private equity and Venture capital firms are playing a more active role in the Chinext. Then, regulators are not involved in value judgment and endorsement. First, Investors have to be responsible for their own decisions and judgment to foster a market-oriented risk mechanism. In private placement market, it is up to securities firms to select issuers and investors and choose timing for issuance.

Second, we must improve market mechanism. As capital markets allocate capital by price signals, an appropriate price formation mechanism is critically important. Unlike price of commodities, prices in capital market reflect future profits a holder of financial product can expect. Therefore, the price of financial product depends on the underlying asset's profitability and expected returns, which are, in turn, subject to influence by complex factors. Retail investors dominate Chinese capital market. There are over 100 million retail investors in China, who make 90% of trading value. Speculation of newly-issued shares, low-quality shares and small-cap shares are examples of such high return

trading. Irrational price formation mechanism not only reduces efficiency of capital allocation, but also distorts the level investment returns from the market.

Since last year, CSRC has taken a host of measures to expedite IPO reform, emphasizing information disclosure as the core of supervision and curbing over-speculation. A stricter delisting mechanism was put into effect, correcting speculative expectation on low-quality companies and eliminating the basis of speculative psychology. Price formation mechanisms have been improved by supervisory measures for IPO and delisting. To mention that the recent financial statement inspection program for IPO candidates is in fact an extension of IPO reform focused on information disclosure. Its purpose is to induce pre-IPO companies to improve the quality of information disclosure, thus facilitating price formation based on true and accurate information. At this crucial phase of curbing over-speculation over stocks of low-quality companies, newly-listed companies and small-cap companies, it is very timely to take this action to further optimize the price-formation mechanism on the secondary market.

Third, we must develop market participants. Innovation in capital markets is designed to give full play to the market's role on a larger scale and in greater depths. However, a pool of high-level professional institutions is indispensable for improving market efficiency. Due to historical reasons, securities firms' business scope is limited to categorized business licensing, and 70% of their income comes from brokerage businesses. Without distinctive advantages in professional competence and client management, securities firms still have a long way to go before becoming intermediary agencies in trading, capital and risk management in the truest sense. Such underdevelopment hinders market innovation.

## **V. Some suggestions for the Konex more activation**

### **5.1. To create an index of Konex**

Comparing Chinext, Konex don't have index so far, indicate the situations of stock market. So they can not make index products and situation of konex market. To increase investment fund volume the government make money to cooect to big player. To create Konex Index is very straight method to see the situation of market Thefore the financial products of this kind can be sell to the public to be active. Bourse operator to launch index for Konex in July.

## 5.2 Individual investor is unlimited.

In Chinext there is no limitation to Investors comparing Konex, in which the individual investors should have 290 US\$ when market players. For The Konex and Chinext to be the active markets, SMEs information should be open and transparent. It is the main reason of unbalanced prices in the market and very poor trading volume. In the view of government and Konex market special analysts and investor are needed. The companies also be careful to go up to the Kosdaq and reputation.

## 5.3. Venture Fund to invest Konex must be bigger

It is needed to activate the the Konex market tax beneficiaries should be given to the IPO companies. Also loan to the companies during IPOs should be made with low interest. 1) Success for Chinext should depend on several factors big-picture including growth potential, investment environment, big industrial complex around shenzhen. In the 12 months after Chinext opened, on Oct. 30, 2009, 134 companies raised almost \$15 billion through initial public offerings. Regulators hope that Chinext will spur investment from private equity and venture capital firms, because it makes it easier for the companies they back to go public. Already, 59 percent of companies listed on Chinext as of October were backed by venture capital or private equity firms. The 90% of listed companies are manufacturing firms. 2) One risk for Chinext is that its explosive takeoff has driven company valuations to 66 times earnings—about three times the average for Chinese stocks. The Korea Exchange (KRX) plans to launch an index for the venture-focused bourse in July, paving the way for the newly established market to draw more attention from investors and develop related financial products. To provide a market for business start-ups and venture firms, where they can seek easier ways to raise funds via stock sales instead of having to borrow from banks. Like the country's benchmark KOSPI and Kosdaq indexes, the Konex index will be calculated based on market capitalization, according to the officials. The Konex market has stabilized, and it's time to consider introducing a representative index for the market as more firms are traded on the KRX market. Currently, a total of 51 firms are traded on the venture-driven bourse, up from 21 players at the time of launch, with their market capitalization doubling to some 1 trillion won (US\$979 million) from 469 billion won over the cited period. The daily turnover on the Konex market amounted to 34,000 shares worth 220 million won since the market's opening. Only institutional investors or an individual with a deposit of more than 300 million won are allowed to participate in the KONEX market. The minimum amount of a transaction is 100 shares.

The new market came as creativity emerged as another crucial factor for corporate growth. The Konex will support companies' growth based on their potential by government's strong will. The KRX

said while it takes 14.3 years on average for a firm to be listed on the secondary tech-heavy KOSDAQ market since its establishment, the Konex aims to embrace companies which are 10 years or younger. The bourse operator added its eventual goal is to have firms listed on the new market to attract investments and be relisted on the secondary market within three to four years.

The KRX said the opening also comes in line with the government's creative economy vision, which aims to foster the growth of start-up ventures and small firms in the country where conglomerates dominate the economy. The Korea Exchange selected 21 firms to be listed on the Konex market after reviewing a list of candidates handed in by 10 brokerage houses, which were earlier selected as authorized supervisors by the KRX. The securities firms are responsible for evaluating and supervising companies to be listed on the new market. All companies listed on the Konex market must be accompanied by an authorized supervisor.

The new market is also anticipated to add to the KRX's business portfolio, which currently operates the benchmark Korea Composite Stock Price Index (KOSPI) and the tech-heavy KOSDAQ market. Only institutional investors or an individual with an deposit above 300 million won (US\$263,273) will be allowed to participate in the Konex market. The minimum amount of a transaction is 100 shares. The KRX, however, added it will not announce the index of the new market for the time being, as it takes time to compile enough data to compute a reliable number that reflects the market.

## REFERENCES

- Bruton, G. D. and D. Prasad(1997), "Strategy and IPO Market Selection: Implications for the Entrepreneurial Firm", *Journal of Small Business Management* 35, 1–10.
- Hadiye Aslan and Praveen Kumar(2011), "Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46, No. 2, pp. 489–526.
- Hamish D. Anderson, Jing Chi, Qing (Sophie) Wang(2013), "Initial Public Offerings (IPOs) on ChiNext: Good Investment or Not?", February 14, 2013
- Jill L. Sawers, Pretorius, Oerlemans(2008), "Safeguarding SMEs dynamic capabilities in technology innovative SME-large company partnerships in South Africa", *Technovation*, 28, pp. 171–182
- Li Jiming, Sun Xing(2012), "An Empirical Analysis of the Corporate Ownership Concentration on the Operation Performance after IPOs of Chinese listed SMEs", *Physics Procedia* 24, 1192 – 1198
- Qian Liu(2013), " Analysis on financing efficiency of Listed Small and Medium

Business”, Journal of Theoretical and Applied Information Technology, Vol. 48 No.1

Shima Amini(2012), “The amount of raised capital by small IPOs Spatial effect on the UK Alternative Investment Market”.Small Business Economics (2006) 27: 289-300.

Ufuk Gucbilmez(2014), “China’s Nasdaq fails to get off the ground as venture capitalists look to the US”, *The Conversation*, 13.

Ulf Nielsson(2013), “Do less regulated markets attract lower quality firms? Evidence from the London AIM market”, Journal of Financial Intermediation, Volume 22, Issue 3, Pages 335-352.

Zuguang Wu & Difang Wan(2014), “Does Underwriter Reputation Promote Fair Pricing Behavior In The IPO Process? -Evidence From ChiNext-Listed Firms“, *The Journal of Applied Business Research - March/April* 2014 Volume 30, Number 2.

Hamish D. Anderson, Jing Chi, Qing Wang (2013), “Initial Public Offerings (IPOs) on ChiNext: Good Investment or Not?”

## **Korean vs. Chinese Consumers towards Japanese Brands**

C. Min Han and Gao Lei

(Hanyang University)



## INTRODUCTION

It is quite well known that Chinese and Korean consumers are in a love–hate relationship with Japan (Johansson 2009). On the one hand, they appreciate Japanese technology, workmanship, and designs. Cosmopolitan consumers, in particular, tend to show favorable attitudes and purchase intentions toward Japanese brands as suggested by past studies on consumer cosmopolitanism (CET) (Cleveland, Laroche, and Papadopoulos 2009; Sharma 2011). But, on the other hand, Chinese and Korean consumers hold animosity toward Japan due to their long history of conflicts and wars. Research has shown that consumer ethnocentrism (CET) and animosity influence consumer attitudes towards Japanese brands in China (Klein 1998) as well as in Korea (Han, Kim, Hwang, and Won 2012). Put differently, COS and CET are expected to have contradictory influences on consumers' buying behavior for Japanese brands in China and Korea. This leads to the challenging academic question, which factor will play a bigger role for Japanese brands? This issue has not been rigorously investigated in the past.

An added challenge is that Chinese and Korean consumers have adopted more Western and individualistic values, thus becoming perhaps more cosmopolitan and / or less ethnocentric. Rising individualism among young Asians and changes in consumer values have been well documented (Neuliep 2012, Chapter 2). Thus one would expect that COS may play an increasing role, while CET may have a decreasing influence in Chinese and Korean consumers towards Japanese brands. Furthermore, the average Korean consumer is considered more individualistic (Neuliep 2012) and generally more greatly exposed to foreign cultures and goods than the Chinese counterparts. Then, are Korean consumers more cosmopolitan and less ethnocentric than the Chinese are?

Our study is designed to empirically investigate the levels of CET and COS in Chinese and Korean consumers and the effects of these factors on their evaluations of Japanese brands. More importantly, we will also compare the levels and the effects of CET and COS between Chinese and Korean consumers. We hypothesize that Chinese consumers are more ethnocentric and less cosmopolitan than the Koreans counterparts. Additionally, we hypothesize that CET and COS will have greater effects on Chinese consumers' evaluations of Japanese brands than on Korean evaluations of Japanese brands since purchasing foreign brands in China is not as prevalent as it is in Korea.

Our findings are expected to contribute to research on CET and COS by showing how CET and COS influence consumer evaluations of Japanese brands in China and Korea in the contexts of Japan–oriented societal animosity and increasing globalization and individualism in China and Korea. In addition, we may be able to picture how future Chinese consumers may behave towards foreign as well as Japanese brands as they become increasingly westernized and cosmopolitan to the level of today's Koreans. Moreover, as for its possible implications to international marketers, our findings may serve as

a strategic guideline in determining the level of global standardization and local adaptation in East Asia. Finally, we may be able to suggest the need to understand changes in consumer values and the resulting roles of COS and CET for designing brand positioning and communications strategies in East Asia.

## THEORETICAL BACKGROUND AND HYPOTHESES

CET and COS are concepts that have long been studied in the field of international marketing. Research has shown that cosmopolitan consumers tend to show favorable attitudes and purchase intentions for foreign goods and brands, whereas ethnocentric consumers prefer domestic products (Cleveland et al 2009; Sharma 2011). In spite of the large body of literature concerning the buying behavior of cosmopolitan and ethnocentric consumers, relatively few studies have investigated the levels and the effects of these factors across countries as Cleveland, Erdogan, Arikan, and Poyraz (2011) have indicated.

Ethnocentrism is a concept drawn from the field of sociology. Sumner (1906, p. 13) provides the original formulation of ethnocentrism, defining it as a “view of things in which one’s own group is the center of everything, and all others are scaled and rated with reference to it.” Social identity theory suggests that individuals define themselves in terms of their group membership. Their desire to maintain a positive social identity leads to an “in-group bias,” a tendency to evaluate their own groups more positively in relation to other groups (Tajfel 1982) and show hostility towards out-group members (Cargile and Bolkan 2013).

CET represents the beliefs held by consumers on the appropriateness and morality of purchasing foreign products (Shimp and Sharma 1987). It is generally known that ethnocentric consumers are more inclined to choose domestic products against foreign-made products (Netemeyer, Durvasula, and Lichtenstein, 1991). Other studies also report similar findings (Verlegh 2007; Josiassen, Assaf, and Karpen 2011).

Cosmopolitanism – defined as a personal tendency to orient oneself beyond the boundaries of the community one belongs to (Merton 1957) – is also a concept widely studied in the fields of anthropology and sociology. Cosmopolitan individuals are, then, often more willing to engage with others and remain open-minded toward divergent cultural experiences (Hannerz 1992; Riefler, Diamantopoulos, and Siguaw 2012). Likewise, consumers with cosmopolitan values prefer globally popular products and brands and show less ethnocentrism in their brand choices (Cleveland et al 2009; Nijssen and Douglas 2008).

Ethnocentrism is intuitively expected to negatively correlate to cosmopolitanism. Ethnocentrism may

weaken motivation to interact with other cultures and influence intercultural interactions and communications (Arasaratnam and Banerjee 2007). A wide range of psychological studies has demonstrated the negative relationship between ethnocentrism and intercultural interactions (Cargile and Bolkan 2013). Likewise, one can negatively correlate CET with COS as Sharma, Shimp, and Shin (1995) have suggested. However, empirical support continues to remain weak. Cleveland et al (2009) reported relatively weak correlations between the two constructs for the seven countries they examined.

## Levels of CET and COS across Countries

CET and COS may differ across countries and cultures. They may be closely related to consumers' personal values, especially to the cultural spectrum of individualism – collectivism. Individualism is concerned with the relative importance of the group in society. In a collective culture that values the maintenance of and respect for local traditions and norms, priority is given to in-group goals over personal ones (Hofstede 1991). Thus, collective cultures are likely to exhibit strong ethnocentric sentiments as suggested by Gurnhan–Canli and Maheswaran (2000), who examined the extent to which cultural orientation influences consumer behavior in Japan and the United States. On the other hand, individualistic cultures endorse self-enhancement goals over social obligations, thus leaving cultural members freer to make their own choices and to explore other perspectives and identities (Cleveland et al 2011). Therefore, COS tends to be more pronounced within individualistic cultures.

The levels of CET and COS within a country may also be related to its level of economic development. Cultural scholars have suggested that individualism is more prevalent in industrialized Western societies than in more traditional societies in developing countries (Oyserman, Coon, and Kemmelmeier 2002). In addition, literature on psychic distance suggests that more developed countries tend to be more open and possess far more readily available sources of information on other countries and cultures (Johanson and Wiedersheim–Paul 1975; Brewer 2007). The higher the level of a country's development, the closer its psychic distance to other countries. Thus, one would expect that consumers in developed countries tend to show a high level of individualism and cosmopolitanism. Concurrently, consumers in developed countries may be less susceptible to in-group bias, and so may show low levels of ethnocentrism. In addition, from a purely economic perspective, wealthier consumers tend to be more cosmopolitan as suggested by Cleveland et al (2009). Affluent individuals may avail themselves of diverse cultural and consumption choices afforded by globalization.

In addition, a country's cultural values may change as its economy becomes more developed and more open to the rest of the world. Social scientists view cultures as dynamic and fluid, rather than static

entities. A culture that was once collectivistic may now be considered individualistic. Especially, rising individualism among young Asians has been well noted in the literature (Neuliep 2012, Chapter 2). A good example of this may be Japan, strongly influenced by Western cultures since the 1950s. Many Japanese studies have indicated that the young Japanese, while still considered collectivistic, have become far more individualistic than older Japanese (Takano and Osaka 1999; Oyserman et al. 2002).

Similarly, Korea has become increasingly Westernized and individualized as affluence and social mobility have increased (Park and Kim 2006). China is no exception. China has seen a dramatic change in its cultural values since the implementation of its economic reform and one-child policy in the late 1970s (Neuliep 2012). As for the levels of individualism in East Asia, past culture studies tend to suggest that the Chinese exhibit the highest levels of collectivism and the lowest levels of individualism, whereas Japanese are highest in individualism and lowest in collectivism (Neuliep 2012; Oyserman et al. 2002). South Koreans are considered in between Chinese and Japanese on these values.

Since China on the whole is economically less developed and less westernized compared to South Korea, one would expect that Chinese consumers are less informed about foreign cultures and products, less individualistic, and less affordable for diverse cultural consumption, and therefore more ethnocentric and less cosmopolitan than are the Koreans. Thus, one may propose the following hypotheses on the levels of CET and COS between Chinese and Korean consumers.

*H1: The Chinese consumers are more ethnocentric than the Koreans are.*

*H2: The Korean consumers are more cosmopolitan than the Chinese are.*

## **The Effects of CET and COS across Countries**

The effects of CET on consumer buying behavior toward foreign brands have been well documented in the literature (Cleveland et al 2009; Sharma 2011). Similar concepts, consumer patriotism and animosity, for example, were also found to affect consumer choice in favor of domestic vis-à-vis foreign products (Han 1988; Klein 1998). These effects may be stronger in collective cultures. As discussed earlier, a consumers' "in-group bias" to maintain a positive social identity more likely present itself within collective cultures (Tajfel 1982; Cargile and Bolkan 2013). In addition, as we discussed previously, CET may play a greater role in a lesser-developed economy. As John and Brady (2011) suggested, consumers in developing countries may be more likely to be influenced by patriotic motives originating from socio-economic pressures for protection and development of local industries.

Similar logics may be applied to Chinese versus Korean consumers in relations to Japanese brands. As discussed above, Chinese consumers may be less westernized, individualized, and affluent and, above all, less exposed to Japanese brands compared to the Koreans. Past studies have shown that Chinese consumers tend to show a strong animosity to Japanese products (Klein 1998). However, a recent study by Parker, Haytko, and Hermans (2011) also reported a contradictory result where Chinese college students held a rather positive view of, and little animosity toward, the U.S. and U.S. products. Nevertheless, CET is generally expected to play a large role in Chinese consumers towards Japanese brands. As for Korean consumers, CET may also have an influence in their evaluations of Japanese brands, but its influence is not expected to be as pronounced as it is to the Chinese. Thus we propose the following hypothesis.

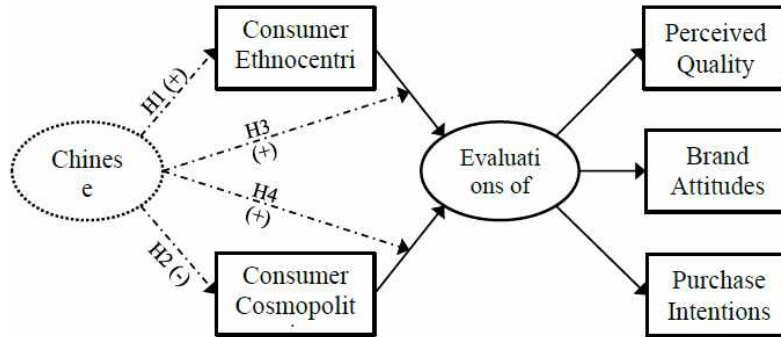
*H3: The effect of consumer ethnocentrism on evaluations of Japanese brands will be greater in China than in Korea.*

As for cross-country differences in the effects of COS, past studies tend to indicate that consumers in developing countries may have greater preferences for foreign and global products and brands (Batra, Ramaswamy, Alden, Steenkamp, and Ramachander 2000; Cannon and Yaprak 2002). As Batra et al. (2000) suggested, status preference for foreign products and brands may be stronger in developing countries. One may attribute this to a lack of consumer confidence in the quality of local products and the novelty of foreign products in developing countries (Good and Huddleston 1995; Durvasula, Andrews, and Netemeyer 1997). Additionally, COS research shows that consumers in developed countries tend to perceive domestic products as being of higher quality than imported products, whereas the reverse is true for consumers in developing countries (Sharma 2011). Similarly, Chinese consumers may be more likely to perceive foreign brands as a status symbol and show greater preferences for foreign products – including Japanese products – than the Koreans. Thus, our final hypothesis is proposed as follows.

*H4: The effect of consumer cosmopolitanism on evaluations of Japanese brands will be greater in China than in Korea.*

The relationships posited in the hypotheses are depicted as below.

〈Figure〉 Structural Model for Analysis



## REFERENCES

- 충Arasaratnam, L. A. and S. C. Banerjee (2007), "Ethnocentrism and Sensation Seeking as Variables that Influence Intercultural Contact-Seeking Behavior: A Path Analysis," *Communication Research Reports*, 24 (4), 303-310.
- Bagozzi, R. P. (1980), *Casual Models in Marketing*. New York: Wiley.
- Batra, R., V. Ramaswamy, D. L. Alden, Jan-Benedict Steenkamp, and S. Ramachander (2000), "Effects of Brand Local and Non-Local Origin on Consumer Attitudes in Developing Countries," *Journal of Consumer Psychology*, 9 (2), 83-95.
- Bian, Q. and S. Forsythe (2012), "Purchase Intention for Luxury Brands: A Cross Cultural Comparison," *Journal of Business Research*, 65(1): 1443-1451.
- Brewer, P. A. (2007), "Operationalizing Psychic Distance: A Revised Approach," *Journal of International Marketing*, 15 (1), 44-66.
- Byrne, B. M. (2001), *Structural Equation Modeling with AMOS: Basic Concepts, Applications, and Programming*, Psychology Press.
- Cargile, A. C. and S. Bolkan (2013), "Mitigating Inter- and Intra-Group Ethnocentrism: Comparing the Effects of Culture Knowledge, Exposure, and Uncertainty Intolerance," *International Journal of Intercultural Relations*, 37, 345-353.
- Carmines, E. and J. McIver (1981) "Analyzing Models with Unobserved Variables: Analysis of Covariance Structures," In Bohrnstedt, G. W and E. F. Borgatta (Eds.), *Social Measurement: Current Issues* (65-115), Beverly Hills: Sage Publications, Inc
- Cannon, H. M. and A. Yaprak (2002), "Will the Real World Citizen Please Stand Up! - The Many

- Faces of Cosmopolitan Consumer Behavior,” *Journal of International Marketing*, 10, 30–52.
- Cleveland, M. and M. Laroche, and N. Papadopoulos (2009), “Cosmopolitanism, Consumer Ethnocentrism, and Materialism: An Eight–Country Study of Antecedents and Outcomes,” *Journal of International Marketing*, 17, 116–146.
- \_\_\_\_\_, S. Erdogan, G. Arıkan, and T. Poyraz (2011), “Cosmopolitanism, Individual–Level Values and Cultural–Level Values: A Cross–Cultural Study,” *Journal of Business Research*, 64, 934–943.
- Dodds, W. B., K. B. Monroe, and D. Grewal (1991), “Effects of Price, Brand, and Store Information on Buyers’ Product Evaluations,” *Journal of Marketing Research*, 28 (8), 307–319.
- Durvasula, S., J. C. Andrews, and R. G. Netemeyer (1997), “A Cross–Cultural Comparison of Consumer Ethnocentrism in the United States and Russia,” *Journal of International Consumer Marketing*, 9 (4), 73–93.
- Fornell, C. and D. F. Larcker (1981), “Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error,” *Journal of Marketing Research* 18 (1), 39–50.
- Good, L.K. and P. Huddleston (1995), “Ethnocentrism of Polish and Russian Consumers: Are Feelings and Intentions Related?” *International Marketing Review*, 12 (5), 35–48.
- Gurhan–Canlı, Z. and D. Maheswaran (2000), “Determinant of Country–of–Origin Evaluations,” *Journal of Consumer Research*, 27, 96–108.
- Han, C. Min (1988), “The Role of Consumer Patriotism in the Choice of Domestic versus Foreign Products,” *Journal of Advertising Research*, 28 (3), 25–32.
- \_\_\_\_\_, S. M. Kim, J. E. Hwang, and S. B. Won (2012), “An Empirical Study on Early Adopters’ Brand Choice of Domestic vs. Foreign Smart Phones and Their Characteristics,” *Journal of International Trade and Industry Studies*, 17 (3), 167–191.
- Hair, J. F. Jr., W. C. Black, B. J. Babin, R. E. Anderson, and R. L. Tatham (2006), *Multivariate Data Analysis*, (6<sup>th</sup>ed.), Prentice–Hall International.
- Hannerz, U. (1992), *Cultural Complexity: Studies in the Social Organization of Meaning*. NewYork: Columbia University Press.
- Hofstede, G. (1991), *Cultures and Organizations: Software of the Mind*. London, UK: McGraw–Hill.
- Johanson, J. and F. Wiedersheim–Paul (1975), “The Internationalization of the Firm: Four Swedish Cases,” *Journal of Management Studies*, 12 (3), 305–322.
- Johansson, Johny K. (2009), *Global Marketing: Foreign Entry, Local Marketing, and Global Management*, (5<sup>th</sup>ed.), McGraw–Hill.
- John, A. V. and M. P. Brady (2011), “Consumer Ethnocentrism and Attitudes toward South African Consumer in Mozambique,” *African Journal of Economic and Management Studies*, 2 (1), 72–93.
- Josiassen, A., A. G. Assaf, and I. O. Karpen (2011), “Consumer Ethnocentrism and Willingness to Buy:

- Analyzing the Role of Three Demographic Consumer Characteristics," *International Marketing Review*, 28 (6), 627–646.
- Klein, J. G., R. Ettenson, and M. D. Morris (1998), "The Animosity Model of Foreign Product Purchase: An Empirical Test in the People's Republic of China," *Journal of Marketing*, 62 (1), 89–100.
- Merton, Robert K. (1957), *Patterns of Influence: Local and Cosmopolitan Influentials in Social Theory and Social Structure*. New York: The Free Press, 387–420.
- Netemeyer, R. G., S. Durvasula, and D. R. Lichtenstein (1991), "A Cross-national Assessment of the Reliability and Validity of the CETSCALE," *Journal of Marketing Research*, 28 (3), 320–327.
- Neuliep, W. James (2012), *Intercultural Communication: A Contextual Approach* (5<sup>th</sup>ed.), SagePublications,Inc.
- Nijssen, Edwin J. and Susan P. Douglas (2008), "Consumer World-Mindedness, Social-Mindedness, and Store Image," *Journal of International Marketing*, 16 (3), 84–107.
- Nunnally, J. C. (1978), *Psychometric Theory*, New York: McGraw-Hill.
- Oyserman, Daphna, Heather M. Coon, and Markus Kemmelmeier (2002), "Rethinking Individualism and Collectivism: Evaluation of Theoretical Assumptions and Meta-Analyses," *Psychological Bulletin*, 128 (1), 3–72.
- Park, Y. S. and U. Kim (2006), "Family, Parent-Child Relationship, and Academic Achievement in Korea: Indigenous, Cultural, and Psychological Analysis," In U. Kim, K. S. Yang, and K. K. Hwang (Eds.), *Indigenous and Cultural Psychology: Understanding People in Context* (421–443). New York, NY: Spring Science + Business Media.
- Parker, R. Stephen, Diana L. Haytko, and Charles M. Hermans (2011), "Ethnocentrism and Its Effect on the Chinese Consumer: A Threat to Foreign Goods?" *Journal of Global Marketing*, 24 (1), 4–17.
- Riefler, P., A. Diamantopoulos, and J. A. Siguaw (2012), "Cosmopolitan Consumer as A Target Group for Segmentation," *Journal of International Business Studies*, 43, 285–305.
- Sharma, P. (2011), "Country of Origin Effects in Developed and Emerging Markets: Exploring the Contrasting Roles of Materialism and Value Consciousness," *Journal of International Business Studies*, 42, 285–306.
- Sharma, S., T. A. Shimp, and J. Shin (1995), "Consumer Ethnocentrism: A Test of Antecedents and Moderators," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 23 (1), 26–37.
- Shimp, T. A. and S. Sharma (1987), "Consumer Ethnocentrism: Construction and Validation of the CETSCALE," *Journal of Marketing Research*, 24, 280–289.
- Steenkamp, J-B., B. Rajeev, and D. L. Alden (2003), "How Perceived Brand Globalness Creates Brand Value," *Journal of International Business Studies*, 34, 53–65.
- Sumner, W. G. (1906), *Folkways: A Study of the Sociological Importance of Usages, Manners, Customs,*



*Mores, and Morals.* Boston: Ginn and Company.

Tajfel, H. (1982), "Social Psychology of Intergroup Relations," *Annual Review of Psychology*, 33, 1–39.

Takano, Y. and E. Osaka (1999), "An Unsupported Common View: Comparing Japan and the U.S. Individualism / Collectivism," *Asian Journal of Social Psychology*, 2, 311–341.

Verlegh, W. J. Peeter (2007), "Home Country Bias in Product Evaluation: The Complementary Roles of Economic and Socio–psychological Motives," *Journal of International Business Studies*, 38 (3), 361–373.

## **Directions and outcomes in international strategic alliances**

**Geon-Cheol Shin**

(Kyung Hee University)

## Abstract

Understanding the factors leading to success and failure of strategic alliance becomes highly important for practitioners in firms participating in or considering forming an alliance. Scholars have approached strategic alliance from various perspectives to discover the factors that affect firms' performance in alliance or the development and evolutionary process of alliance over time with which firms can adjust their participation in ongoing alliances. The current study measures the behavioral direction and relational outcomes of strategic alliance based on benefit and risk perception in information technology (IT) companies in China and Korea.

▶ Keywords : strategic alliance, strategy process, alliance outcome

## Introduction

Although existing approaches have provided various perspectives on strategic alliances, we still do not have sufficient understanding on the topic because the scope of strategic alliance is so broad. Specifically, there seems at least two major limitations in previous approaches on strategic alliance. There are not many approaches that provide perspectives that are applicable to strategic alliance in general (cf. Das & Teng, 1996; Park & Ungson, 2001). Because each case of alliance reflects its specific conditions and environments, practitioners may not be confident in applying research findings from one alliance to another when the two alliances have different characteristics.

Therefore, there is a need of a strategic alliance framework that has broad applicability regardless of the specific conditions and environments of each case. If the broadly applicable framework can predict alliance outcomes, from the practitioners, that will have even higher applicability. From the fact that every business transaction contains both benefit and risk to participating individuals or firms (Parkhe, 1993), I put benefit and risk perception at the center of our framework. Also, because benefit and risk perceptions in strategic alliance are partly affected by the partner firm and alliance objects, I consider characteristics of partner firm and alliance objects as antecedents of the benefit and risk perception. In this paper, I provide an alliance outcome prediction framework based on risk and benefit perception and empirically validated with a samples from Korea and China.

## Strategic Alliance

Firms should expect gains from forming a strategic alliance. A resource-based view predicts that firms enter into an alliance if they can gain resources and access that are otherwise unavailable (Saxton, 1997). However, forming strategic alliances also bears risks to the collaborating firms.

In a strategic alliance, benefit and risk perceptions of the participating firms are affected by various external and internal factors. Among them, the subjects and objects of alliance — the characteristics of the participating firms in alliance and the characteristics of shared objects in alliance — are indispensable elements in all alliances that influence subsequent behaviors and relational outcomes in alliance (Silverman & Baum, 2002; Luo, 2008). Among the various partner characteristics, many of them are about the competitiveness of the partner such as partner capabilities, innovativeness, value or reliability of product/service, and so forth (Saxton, 1997). Because one of the reasons for forming a strategic alliance is to have access to resources and to reduce transaction costs (Parkhe, 1993; Saxton, 1997), firms in an alliance with a competitive partner will expect high benefits from the alliance because the partner is likely to possess resources and abilities to outperform others in the market. In contrast, firms collaborating with a less competitive alliance partner will expect moderate to low benefit from the alliance since the partner is not likely to possess resources and abilities for market dominance.

In an alliance with a highly competitive partner sharing non-core assets, firms perceive high benefit from the partner competitiveness and low risk from the characteristics of the shared objects. When engaging in an alliance with highly competitive companies, it will be more likely for firms to expect higher synergistic consequences compared to an alliance with less competitive companies because support from the highly competitive partners will have more influence on performance. Moreover, due to the low-risk involved, partners will feel less burdened by the possible appropriation of the shared alliance objects by the highly competitive partner firms.

In an alliance with a noncompetitive partner sharing non-core assets, firms will probably perceive both low benefit from the partner and low risk from the shared objects. Thus, they are likely to collaborate in a predefined area based on contractual arrangements (Luo, 2008). Although firms in alliances in this case do not expect high benefits from the alliance, they also are less burdened in sharing their non-core assets to partner firms. This makes firms in this type of alliance feel little pressure and relaxed in the partnership, and expecting secured small benefits. Although this relational condition appears less attractive to firms than the high-benefit, low-risk condition, they are still motivated to continue the alliance partnership because it secures low but sure benefits to them. Due to the low risk expected in the alliance, it is likely that firms will continue partnerships in the future with current partners.

Firms engaged in an alliance involving core assets will perceive higher benefits when the partner firm is highly competitive firm because the expectation for making high benefits from the alliance is strong. Because the shared objects in alliance are highly risky for the firms who share it, however, the risk of damage will be high if the partner behaves opportunistically. Therefore, in this situation, firms would likely control the level of technology sharing with a strong alliance partner. When alliance partners perceive both high benefit and high risk, as described in prospect theory (Kahneman & Tversky, 1979), they are more concerned about risks than benefits.

Firms engaged in alliances with partners that are not high competitors are not likely to expect large benefits from alliances compared to when collaborating with very competitive alliance partners. Although firms in alliances generally perceive low benefit perception, the risk perception of participating firms can be high when the alliance objects are assets that are risky to share (Zahra & Covin, 1993). Subsequently, firms in an alliance under this situation are likely to show protective and negative participation. Consequently, the chances are high that alliance partnerships in this situation will lead to dissolution (Hocutt, 1998).

When an alliance results in failure, it is expected and recommended that firms in the alliance dissolve their relationship. Or, even after a successful alliance, firms may terminate the partnership when they expect the risk factors associated with it are not likely to decrease in the future. In contrast, when an alliance partnership between firms is successful and the firms are committed to each other, it is expected that they will continue their partnership. Also, although an alliance may not end up with satisfactory outcomes, firms may continue the partnership if they are able to reduce risk factors and increase benefit factors.

## References

- Brueckner, J. K. (2003). The benefits of codesharing and antitrust immunity for international passengers, with an application to the Star Alliance. *Journal of Air Transport Management*, 9, 83-89
- Chan, S. H., Kensinger, J. W., Keown, A. J., & Martin, J. D. (1997). Do strategic alliances create value? *Journal of Financial Economics*, 46, 199-221.
- Chen, C. J. (2004). The effects of knowledge attribute, alliance characteristics, and absorptive capacity on knowledge transfer performance. *R&D Management*, 34, 311-321.
- Das, T. K. (2006). Strategic alliance temporalities and partner opportunism. *British Journal of Management*, 17, 1-21.

- Das, T. K., & Teng, B. S. (1996). Risk types and inter-firm alliance structures. *Journal of Management Studies*, 33, 827–843.
- Das, T. K., & Teng, B. S. (1998). Resource and risk management in the strategic alliance making process. *Journal of Management*, 24, 21–42.
- Das, T. K., & Teng, B. S. (1999). Managing risks in strategic alliances. *Academy of Management Executive*, 13, 50–62.
- Das, T. K., & Teng, B. S. (2002). The dynamics of alliance conditions in the alliance development process. *Journal of Management Studies*, 39, 725–746.
- Das, T. K., & Teng, B. S. (2003). Partner analysis and alliance performance. *Scandinavian Journal of Management*, 19, 279–308.
- Diestre, L., & Rajagopalan, N. (2012). Are all ‘sharks’ dangerous? New biotechnology ventures and partner selection in R&D alliances. *Strategic Management Journal*, 33, 1115–1134.
- Doz, Y. L. (1996). The evolution of cooperation in strategic alliances: initial conditions or learning processes? *Strategic Management Journal*, 17(S1), 55–83.
- Eisenhardt, K. M., & Schoonhoven, C. B. (1996). Resource-based view of strategic alliance formation: Strategic and social effects in entrepreneurial firms. *Organization Science*, 7, 136–150.
- Gnyawali, D. R., & Park, B. J. R. (2011). Co-opetition between giants: Collaboration with competitors for technological innovation. *Research Policy*, 40, 650–663.
- 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, 189–200.
- Kale, P., Singh, H., & Perlmutter, H. (2000). Learning and protection of proprietary assets in strategic alliances: Building relational capital. *Strategic Management Journal*, 21, 217–237.
- Jiang, X., Li, Y., & Gao, S. (2008). The stability of strategic alliances: Characteristics, factors and stages. *Journal of International Management*, 14, 173–189.
- Judge, W. Q., & Dooley, R. (2006). Strategic alliance outcomes: A transaction-cost economics perspective. *British Journal of Management*, 17, 23–37.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, 263–292.
- Lai, J. H., Chang, S. C., & Chen, S. S. (2010). Is experience valuable in international strategic alliances? *Journal of International Management*, 16, 247–261.
- Lorange, P., & Roos, J. (1991). Why some strategic alliances succeed and others fail. *Journal of Business Strategy*, 12, 25–30.
- Luo, Y. (2008). Structuring interorganizational cooperation: The role of economic integration in strategic alliances. *Strategic Management Journal*, 29, 617–637.

- Murray, J. Y., & Kotabe, M. (2005). Performance implications of strategic fit between alliance attributes and alliance forms. *Journal of Business Research*, 58, 1525–1533.
- Oxley, J. E. (1997). Appropriability hazards and governance in strategic alliances: A transaction cost approach. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 13, 387–409.
- Park, S. H., & Ungson, G. R. (2001). Interfirm rivalry and managerial complexity: A conceptual framework of alliance failure. *Organization Science*, 12, 37–53.
- Parkhe, A. (1993). Strategic alliance structuring: A game theoretic and transaction cost examination of interfirm cooperation. *Academy of Management Journal*, 36, 794–829.
- Saxton, T. (1997). The effects of partner and relationship characteristics on alliance outcomes. *Academy of Management Journal*, 40, 443–461.
- Silverman, B. S., & Baum, J. A. (2002). Alliance-based competitive dynamics. *Academy of Management Journal*, 45, 791–806.
- Stuart, F. I., & McCutcheon, D. (1996). Sustaining strategic supplier alliances: profiling the dynamic requirements for continued development. *International Journal of Operations & Production Management*, 16, 5–22.
- Stuart, T. E. (1998). Network positions and propensities to collaborate: An investigation of strategic alliance. *Administrative Science Quarterly*, 43, 668–698.
- Stuart, T. E. (2000). Interorganizational alliances and the performance of firms: A study of growth and innovation rates in a high-technology industry. *Strategic Management Journal*, 21, 791–811.
- Vyas, N. M., Shelburn, W. L., & Rogers, D. C. (1995). An analysis of strategic alliances: Forms, functions and framework. *Journal of Business & Industrial Marketing*, 10, 47–60.
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: The Free Press.
- Zahra, S. A., & Covin, J. G. (1993). Business strategy, technology policy and firm performance. *Strategic Management Journal*, 14, 451–478.
- Zeng, M., & Chen, X. P. (2003). Achieving cooperation in multiparty alliances: A social dilemma approach to partnership management. *Academy of Management Review*, 28, 587–605.

# 논문발표 Session 6

Session 6: YG Session (2층, 安远3号厅;안원3호청)

좌 장: 정진섭(충북대)

■ 1. Exploring the links between international entrepreneurial orientation and performance of born global firms

- 발표자: 이상엽, 이병희(한양대), 정강옥(한남대)
- 토론자: 이미영(건국대)

■ 2. An emerging market penetration strategy of Korean automobile firms

- 발표자: 정진섭, 이민재(충북대)
- 토론자: 주규희(KOTRA)

■ 3. Research on the relationship between MNE localization and micro institutional change: The case of China and India

- 발표자: 김장훈(충남대)
- 토론자: 박주희(계명대)

■ 4. A study on relationship of Entrepreneurial Orientation, Absorptive Capacity, and Product Development: A focus on Korean Export Enterprises

- 발표자: 김성호(경남과학기술대학교)
- 토론자: 박재찬(한라대)





## **Exploring the Links between International Entrepreneurial Orientation and Performance of Born Global Firms**

**Sang-Youp Rhee**

School of Business

Hanyang University

**Byung Hee Lee**

School of Business

Hanyang University

**Gang Ok Jung**

Department of Business Administration

Hannam University

### Abstract

This study examines mediating effects of network relationships and the utilization of government's export promotion programs (EPPs) on the relationship of international entrepreneurial orientation (EO) and international performance. Results derived from analyses of 278 born global firms in Korea empirically indicate that international EO is an important driver of network relationships, the utilization of EPPs and international performance. Moreover, it is found that the utilization of EPPs can play a pivotal role in establishing network relationships between groups and external parties that assist the born global firms in achieving higher international performance. The results offer some policy implications for supporting born global firms.

▶ Keywords : born global firms, international entrepreneurial orientation, network relationships, export promotion program

## I. INTRODUCTION

In recent years, the emergence of a growing number of firms that have been international since their inception, so called born global firms, is receiving increasing attention from both scholars and practitioners (Hashai, 2011; Oviatt & McDougall, 2005; Knight & Cavusgil, 2004). The widespread prevalence of these born global firms has been influenced by an increasing trend towards globalization and technical development in various industries (Knight & Cavusgil, 1996). These born global firms have lent themselves well in generating innovation (Harmon et al., 1997; Autio, 1994) and supporting employment and economic growth in national economy (Cavusgil et al., 2014; Moen, 2002; Knight, 2001). Consequently, this emergence of born global firms presents a significant challenge to both managers and public policy makers in developing proper measures in support of firm's early internationalization.

In general, international business has been almost completely dominated by large MNEs such as Wal-Mart, Siemens and Toyota. However, the emergence of born global firms has produced a revolutionary effect on traditional perspectives in entrepreneurship and international business (Cavusgil & Knight, 2009). In light of this change, the born global phenomenon has given impetus to a new

academic field that focuses on international entrepreneurship (e.g., Ellis, 2011; Fernhaber et al. 2008; Young et al., 2003; Oviatt & McDougall, 2005; Zahra & George, 2002). International entrepreneurship is referred to as a combination of innovative, proactive, and risk-seeking behaviors that crosses national borders and aims to create value in organizations (McDougall & Oviatt, 2000). In this way, international entrepreneurship reflects the firm's propensity to engage in strategic behaviors in order to achieve competitiveness in global markets.

Within this international entrepreneurship paradigm, many studies have examined characteristics that give rise to early internationalization and superior performance of small and medium enterprises (hereafter, SMEs). Previous studies suggest that international entrepreneurial orientation (referred to as EO) is among the most important success factors in international performance and tends to drive various key strategies (Knight & Cavusgil, 2004; Knight, 2001). This international EO represents the firm's basic culture that provides a basis for entrepreneurial decisions and actions (Rauch et al., 2009). It has been acknowledged that born global firms generally tend to have international EO that supports active exploration and opportunities, with management adopting a relatively aggressive posture abroad.

A review of the extant literature shows that international business scholars have sought to understand the relationship of international EO and performance, or in the same term, EO and performance in international markets (Rialp et al., 2005). Interestingly, empirical results based on these streams of research have been inconsistent and inconclusive. Thus, the literature discusses a number of variables that potentially moderate or mediate the relationship of international EO and performance relationship (e.g., Jantunen et al., 2005; Knight & Cavusgil, 2004, 2005). However, there is little consensus on what constitutes suitable mediators and moderators, although both internal variables such as capabilities and various environmental variables have been included in studies of international EO. However, the effect of external institutions on the relationship between a firm's international EO and its performance remains unexplored within the EO research domain.

Given the gap unfilled in the EO field, this study seeks to improve our understanding of the mechanism underlying the international EO–performance relationship of born global firms. Employing an institutional theory framework suggested by Busenitz et al. (2000), we focus on the influence of two institutional constructs, firm's network relationships and the utilization of government's export promotion programs (referred to as EPPs), which may serve as mediating mechanisms that link international EO and performance. The purpose of this study, therefore, is to investigate how international EO, network relationships, and the utilization of EPPs engage, if at all, in affecting international performance using a sample of born global firms in Korea. To this end, we explore whether international EO enhances network relationships and the utilization of EPPs and, if so, how the consequences lead to international performance. The results of our analysis would form the basis for implications and suggestions for practitioners, policy makers and scholars in the field of born global firms and internationalization of SMEs as well.

## II. THEORY AND HYPOTHESES

### 2.1 International entrepreneurial orientation

Previous research has attempted to explain SMEs' performance by investigating a firm's EO especially in the entrepreneurship literatures (e.g., Vora & Polley, 2012; Mostafa et al., 2006; Wiklud & Shepherd, 2003; Knight, 2000). EO is a strategic orientation that embraces specific firm-level entrepreneurial aspects of decision-making styles, methods, and practices (Lumpkin & Dess, 1996). Many researchers have agreed that EO is a combination of the three dimensions such as risk taking, proactivity and innovativeness (e.g., Miller, 1983; Covin & Slevin, 1989; Davis et al., 1991; Wiklund & Shepherd, 2005; Covin et al., 2006). Risk-taking propensity denotes the willingness to make investments in projects entailing significant chances of costly failure. Proactivity refers to the propensity to anticipate future needs and changes in the operating environment and to pioneer new methods and techniques. Lastly, innovativeness refers to the pursuit of creative or novel solutions to confronting challenges confronting the firms.

Expanding the firm's operations into new geographic markets is one of the most important paths for growth and value creation for SMEs (Lu & Beamish, 2001). Firms' internationalization could be considered an act of entrepreneurship. Generally, international EO reflects the firm's overall risk taking, proactivity and innovativeness in pursuit of global markets (McDougall & Oviatt, 2000). Thus, international entrepreneurship is an organization-wide process embedded in the organizational culture of the firm or managerial vision; through which the firm seeks to discover and exploit opportunities in the international marketplace to generate value (Covin & Slevin, 1989; Dimitratos & Plakoyiannaki, 2003). Having an international entrepreneurial orientation implies that these firms make a leap into international markets because of unique entrepreneurial competencies and outlook (e.g., Autio et al., 2000; McDougall et al., 1994). Such unique entrepreneurial competencies allow smaller firms like born global firms to maintain competitiveness with larger firms in the global markets. They also allow born global firms to plan in a flexible way, set realistic goals, and make strategic changes responsively.

Several scholars have empirically examined the independent effect of EO on performance. There are reasons to believe that EO can have positive performance implications. A general tendency in today's business environment is the shortening life cycles of product and business model. Consequently, the future profit streams from existing operations are uncertain and business need to constantly seek out new opportunities. As EO supports opportunity recognition in new markets, it is presumed to have a positive effect on international performance. Interestingly, these streams of research have reported

mixed and inconsistent empirical results. Some studies have found that businesses that adopt a strong EO perform much better than firms that do not have EO (e.g., Covin & Slevin, 1986; Hult et al., 2003; Lee et al., 2001). On the contrary, other studies were even unable to find a significant relationship between EO and performance (e.g., Covin et al., 1994; Slater & Narver, 2000; George et al., 2001).

Several studies point to the lack of systematic empirical evidence that EO actually lead to improved firm performance (Covin & Slevin, 1991; Sexton & Bowman–Upton, 1991; Zahra, 1991). Some research indicates that performance can be improved when key variable are correctly aligned (e.g., Naman & Slevin, 1993). This is the basic premise of contingency theory, which suggests that fit among key variables such as industry conditions and organizational processes is critical for achieving optimal performance. The literature discusses a number of variables that potentially moderate the EO–performance relationship (Lumpkin & Dess, 1996; Zahra & Covin, 1995; Zahra & Garvis, 2000). Previous empirical studies on the EO–performance relationship with mediating or moderating variables are shown in Table 1. There is little consensus on what constitutes suitable mediator or moderators, however, and both internal variables such as resources (Wiklund & Shepherd, 2005), competencies (Knight & Cavusgil, 2004) strategies (Knight & Cavusgil, 2005) and various environmental variables (Wiklund & Shepherd, 2005; Zahra and Garvis, 2000; Lumpkin & Dess, 1996) have been included in studies of EO.

Table 1. Empirical research on EO–performance relationship with mediating or moderating variables

market for research	researchers	independent variable	moderating or mediating variables	dependent variable	results
domestic	Wiklund & Shepherd (2005)	EO	- environmental dynamism - financial resources	performance	moderating effects
international	Knight & Cavusgil (2005)	international EO	generic strategies - differentiation, focus, cost leadership	international performance	differentiation and focus strategies have mediating effects
international	Knight & Cavusgil (2004)	international EO	- global technical competence - unique products development - quality focus - leverage foreign distributor competencies	International performance	mediating effects except leverage foreign distributor competencies
domestic	Wiklund & Shepherd (2003)	knowledge based-resources	EO	performance	EO has moderating effects
international	Knight (2001)	International EO	- international preparation - strategic competence - technology acquisition	International Performance	mediating effects except technology acquisition

international	Zahra and Garvis (2000)	International corporate entrepreneurship	- environmental hostility	International performance	moderating effects
domestic	Lumpkin & Dess (1996)	EO	- environmental factors - organizational factors	performance	moderating effects
domestic	Zahra & Covin (1995)	Corporate entrepreneurship	- environmental hostility	performance	moderating effects

Although there is a vast body of empirical research on international performance and diverse variables have been identified as determinants of success in international market, there are gaps to be filled. For instance, very little consideration has given to the impact of international EO and institutions on firm's international performance, which would be extremely meaningful to be explored. There is a need for a systematic way to analyze how contextual variables vary in emerging markets and to what extent they affect entrepreneurial goals, behaviors, and effectiveness of actions. Institutional theory has been recognized for its ability to provide insight to emerging markets and thus, there is a strong need to better understand the impact of institutions on entrepreneurs and entrepreneurship in emerging markets.

## 2.2 Network Relationships

Network relationships have been widely recognized as an important resource that can be leveraged to generate competitive advantage and performance (Chen, 2003; Ellis, 2000; Johanson & Vahlne, 2003; Li & Zhang, 2007; Peng & Luo, 2000). The need to understand born global firms in the context of network theory has been highlighted by many scholars (e.g., Arenius, 2002; Andersson & Wictor, 2003; Coviello, 2006; Oviatt & McDougall, 2005). One of the most important considerations in research on born global firms is to understand how born global firms acquire network relationships.

International EO can be a driving force that positively affects born global firms' network relationships (Davidsson & Honig, 2003; Hoang & Antoncic, 2003). Based on network theory and the resource-based view, Coviello and Cox (2006) investigated whether born global firms tend to be proactive in acquiring resources through their networks, and demonstrate a willingness to explore foreign markets, particularly in their early stage of development. Born global firms were found to leverage their networks to generate organizational skills and competencies, including technical capabilities. The premise of network is that firms' entrepreneurial action stimulates resourceful network relations for born global firms to have appropriate and beneficial resources needed for enhancing performance. It can be generally expected that born global firms that proactive in seeking networks

often have a better chance of selecting reliable foreign partners, nurturing their relationships effectively, and acquiring up-to-date knowledge for improving performance (Harris & Wheeler, 2005; Hoang & Antoncic, 2003).

In addition, international EO often stimulates firms to eliminate the kind of traditional authoritarian, hierarchical structures that inhibit collaborative learning (Zahra et al. 1999; Kuratko et al., 2001). Furthermore, the break-down of traditional authoritarian and hierarchical structures also brings about organization-wide communications that facilitate the development of a shared vision. Many previous studies suggested that entrepreneurial firms usually engage in proactive and extensive environmental scanning and constantly face the challenge by new and external information (e.g., Miles & Snow, 1978; Daft & Hambrick). Thus we may anticipate that firms with high international EO tend to have a chance to find potential partners.

***H1a:** In the born-global firm, international entrepreneurial orientation is positively related to network relationships.*

A number of researchers have suggested that networks contribute to the success of born global firms by helping to identify new market opportunities and develop market knowledge (Coviello and Munro, 1995; Chetty and Holm, 2000; Madsen and Servais, 1997). We therefore posit that international EO may be more strongly associated with performance when it is combined with high network capability.

***H1b:** In the born-global firm, network relationships are positively related to international performance.*

## 2.3 Utilization of EPPs

As discussed above, for born global firms, network relationships are powerful tools for pursuing international opportunities. Most born global firms, however, are under resources constraints including special networks to support their activities in foreign markets. Thus, we may anticipate that these born global firms often seek supports from government in the form of export promotion programs (referred to as EPPs) or export promotion assistance. EPPs generally mean export service programs such as trade shows/fairs, trade missions and services offered overseas through foreign trade offices for potential exporters (Spence, 2003; Wilkinson & Brouthers, 2000).

Firms face numerous export barriers and often lack the internal capabilities that they need in order to overcome obstacles to exporting (Yang et al., 1992). These barriers include complex procedures and documentation, unfamiliar foreign business practices, difficulty identifying overseas customers and



financial resources (Leonidou, 2004). Governments of most countries have designed EPPs to help firms overcome these obstacles in foreign markets when the opportunity or the need to expand internationally presents itself. EPPs have received an increasing amount of research attention over the last two decades (e.g., Cavusgil, 1990; Diamantopoulos & Souchon, 1996; Samiee & Walters, 1990).

Firms' favorable stance toward foreign markets tends to consider international expansion to be an attractive path for their growth. Managers' positive perceptions of relative advantages and complexity of overseas markets are important for their marketing strategy (Axinn, 1988). Other studies also revealed that decision makers who have positive perceptions of foreign markets invariably take a more positive view on foreign operations and adhere to more overseas market planning for successful operation (Cavusgil and Zou, 1994; Johanson and Nonaka, 1983). Thus, born global firms with high international EO may tend to seek EPPs constructively in order to develop export market opportunities.

***H2a:** In the born-global firm, international entrepreneurial orientation is positively related to the utilization of EPPs.*

Earlier studies on EPPs provided mixed opinions on the effectiveness of the services offered. Several research argued with empirical evidence that those who use more EPPs from government and private agencies tend to have higher export growth than those who do not use them (e.g., Cavusgil & Jacob, 1987; Wilkinson & Brouthers, 2000; Donthu & Kim, 1993; Katsikeas et al., 1996). For instance, experiential activities, such as trade shows and trade missions, have been found to lead to higher levels of performance because they allow managers to rapidly acquire information about export markets and the process of exporting (Denis & Depelteau, 1985; Reid, 1985). However, other studies show that there is a mismatch between firms' needs and this makes no clear relationship between EPPs and export performance (e.g., Seringhaus & Rosson, 1990; Gronhaug & Lorentzen, 1983). In addition, many firms have little awareness of EPPs and do not use them (Kedia & Chokar, 1986). The reason for these opposite conclusions may be due to difficulties related to measuring and comparing the impact of the EPPs (Freixanet, 2012). We follow the literature that indicates that EPPs can be fruitful because there is resources constrains in born global firms. We hypothesize the following:

***H2b:** In the born-global firm, the utilization of EPPs is positively related to international performance.*

It can be argued that the utilization of EPPs also can play a pivotal role in establishing connections between born global firms and external parties that will assist the firms in achieving their export goals (Welch et al., 1997). Thus, utilization of Epps may help born global firms to extend and strengthen external networks. Obviously, the export promotion agency typically is embedded in extensive domestic

and international networks, and much of its formal activity is promotional networking, creating links with key foreign players, connecting buyers and sellers, and so on. When a particular group or individual member encounters a problem, the agency may active contacts to provide a solution. Export promotion agencies are already playing a substantial networking role in foreign markets. The breadth and richness of these linkages may be revealed as the program evolves. Therefore, we hypothesize that, whether intended or not, a large part of Epps may help born global firms to get networking, for example, making and managing the right connections in foreign markets. This discussion leads to the following hypothesis:

*H3: In the born-global firm, the utilization of EPPs is positively related to network relationships. .*

### III. METHOD

#### 3.1 Sample and data collection

In order to test the above hypotheses, we performed an empirical study using mailed questionnaires. The study involved three main phases. First, in-depth interviews were conducted with senior managers with randomly selected firms. Second, a questionnaire was developed and piloted. Third, a representative-mailed survey was undertaken.

The sampling frame was derived from venture firm database in cooperation with National Council of Venture Group and Daedeok Innopolis Venture Firm Association in Korea. From those associations, we obtained a list of 2,661 venture firms in Korea. For data collection, a copy of the questionnaire was mailed out via the postal service and emailed. To increase the response rate, a representative of each association visited each member firm to pick up the questionnaire and to thank the member for participation in person.

Of those we contacted, a total of 1,445 questionnaires were collected, resulting in a response rate of 54.3%. In this study, we operationalize born global firms as firms that are 3 years old or younger and generate at least 25% of total sales from abroad. This definition is consistent with those used to operationalize other studies on born global firms (e.g., Knight, 1997; McKinsey & Co., 1993; Moen and Servais, 2002; Oviatt & McDougall, 1994; Zahra et al., 2000). In total 278 usable responses to meet the criteria of born global firms were obtained and used for further analyses.

## 3.2 Measurement of variables

Multiple item scales were created to measure each construct. These items were based on previous research and were modified to fit the context of this study better. All items were measured on a seven-point Likert scale (1=strongly disagree, 7=strongly agree).

To measure international entrepreneurial orientation, this study adapted the scale from Knight & Cavusgil (2004). Regarding the notion of EO, Miller (1983) argued that the concept had three basic interrelated characteristics; innovative attitude, willingness to take on controlled risks, and proactiveness. Covin & Slevin (1989) extended Miller's scale and developed nine-item scale. This measure has been utilized in a wide variety of research settings and shown high levels of reliability and numerous studies (Knight, 2001; Ripolles-Melia et al., 2007; Knight & Cavusgil, 2004). In this study, we selected four-item from Knight and Cavusgil (2004) that specifically asked managers to evaluate the extent of their firms' actual international entrepreneurial orientation.

The notion of network relationships can be assessed from process, structure or dynamic perspective (Coviello, 2006). To measure network relationships, this study adapted the scale from the work of Peng & Luo (2000) and Zhou et al. (2010) to assess the extent to which the respondent firm had utilized personal ties, networks and connections with foreign suppliers, distributors or customers in the early stages of international venturing.

For the measurement of the utilization of EPPs, we followed the qualitative measures of Moini (1998) rather than quantitative responses such as the number of EPPs used. Thus the managers were asked to indicate whether they are aware of the programs and, if so, whether they have used these programs. In addition, including respondents who were unaware of these programs, we asked their intention to use them in the future if available. We used an aggregate measure in order to get an overall utilization figure across different programs.

We used multiple perceptual indicators to capture the international performance of the born global firms based on the study of Cavusgil et al. (1993) and Jantunen et al. (2008). Previous research has found that perceptual measures are highly correlated with objective financial data (Geringer & Hebert, 1991). The respondents were asked to rate their degree of satisfaction with their international activities during the previous 3 years on three different dimensions of performance. The dimensions were market share, sales volume and profitability in foreign markets.

Items adopted in the survey are presented in Table 2.

Table 2. Measurement items

Variables	Questionnaire items
1. International EO	(1) Our firm favors a strong emphasis on R&D and innovation of products and technologies for achieving our goals in international markets. (2) During the past five years, our firm has marketed very many products in foreign markets. (3) The prevailing organizational culture at our firm is conducive to active exploration of new business opportunities abroad. (4) In international markets, our top managers have a proclivity for high-risk projects with chances for high returns.
2. Network Relationships	(1) Our firm has established new networks in foreign markets. (2) Our firm has developed cooperative relationships with foreign business partners. (3) Our senior managers have social interactions with foreign clients.
3. Utilization of EPPs	(1) Our firm is aware of any of government sponsored EPPs. (2) Our firm has used any of government sponsored EPPs. (3) Our firm has intention to use any of government sponsored EPPs if available.
4. International performance	In international markets, regarding main export product and relative to prior expectations, how satisfied have you been past three years regarding... (1) market share, (2) sales volume, (3) profitability

### 3.3 Scale Validation

We examined the reliability of the survey items in several ways. One reliability check involved Cronbach's alpha coefficient. To test construct reliability, we calculated an alpha coefficient for each set of surveyed items that comprised the measured variables. Table 3 shows means, standard deviations, correlations, Cronbach's alpha coefficients of constructs. Cronbach's alpha coefficients ranged from 0.752 (Utilization of EPPs) to 0.844 (international performance). All values surpassed the recommended value of 0.7 (Nunnally, 1978). A second reliability check involved confirmatory factor analysis (CFA). Fornell & Larcker (1981) suggested the use of composite construct reliability to examine the internal consistency of the multi-item scales included in the model. As shown in Table 3, the composite construct reliability of each construct exceeding the suggested minimum of 0.70 (Bagozzi, 1980) except IE orientation (0.638). These results show that almost multi-item scales of the measurement model demonstrated adequate internal consistency for further analysis of the structural model.

Table 3. Descriptive statistics and correlation matrix

Variables	Mean	SD	Composite reliability	Average variance extracted	1	2	3	4
1. International EO	5.108	1.142	0.638	0.503	(0.776)			
2. Network Relationships	4.250	0.887	0.713	0.664	0.211	(0.764)		
3. Utilization of EPPs	4.540	0.935	0.702	0.515	0.383	0.239	(0.752)	
4. International Performance	4.600	1.134	0.804	0.694	0.335	0.322	0.314	(0.844)

Note: SD = standard deviation

Cronbach's alpha coefficients are reported in parentheses in the diagonal

Convergent and discriminant validity tests were performed to determine construct validity by using the results of CFA. The standardized loadings and average variance extracted (AVE) in Table 3 were used to measure convergent validity. All factor loadings were statistically significant at the 5% level and exceed 0.5 standard which suggested by Hair et al. (2006). Thus these measures demonstrate adequate convergent validity. In addition, all AVE estimates were above 0.5 as shown in Table 3. To assess discriminant validity, the square root of the AVE in each construct was compared to the correlation coefficients between the two constructs (Fornell & Larcker, 1981). The results indicated that the variables in the measurement model appeared to have acceptable levels of discriminant validity.

## IV. RESULTS

Our hypothesized relationships were tested by using a structural equation model (SEM) with maximum likelihood estimation. First, we examined the goodness of model fit with several indices. In general, the model produced an acceptable fit, with an overall  $\chi^2/d.f.=2.856$  ( $d.f.=60$ ;  $p<0.001$ ); to degrees of freedom ratios in the range 3–1 are indicative of acceptable fit between the hypothetical model and the sample data as suggest by Carmines & McIver (1981). Other indices, including RMR (0.144), GFI (0.914), AGFI (0.870), RMSEA (0.082), suggest a reasonably good model fit (Byrne, 2001).

H1a predicted that international EO would have a positive impact on network capability. The hypothesized effect was found to be 90% statistically significant ( $t=1.806$ ), and positive (0.137) (H1a). H1b posits a positive relationship between network relationships toward international performance. We found that network relationships to international performance was found to be statistically significant ( $t=4.042$ ) and positive (0.267).

H2a predicted that International EO would have a positive impact on utilization of EPP. The

hypothesized effect on utilization of EPP was found to be statistically significant ( $t=4.517$ ) and positive (0.395) (H2a). In H2b, it was predicted that utilization of EPPs would be positively associated with international performance. The hypothesized effect on international performance was found to be statistically significant ( $t=3.473$ ) and positive (0.266) (H2b).

Then, we examined the effect of utilization of EPPs on network relationships. The hypothesized effect was found to be statistically significant ( $t=2.295$ ) and positive (0.195) (H3). These empirical findings are presented in Table 4.

Table 4. Structural model results

Path	Standardized estimates	Unstandardized estimates	t-value	Expected signs	Result
<b>H1a:</b> International EO → Network Relationships	0.155	0.137	1.806	+	Supported
<b>H1b:</b> Network Relationships → International Performance	0.381	0.267	4.042	+	Supported
<b>H2a:</b> International EO → Utilization of EPPs	0.455	0.395	4.517	+	Supported
<b>H2b:</b> Utilization of EPPs → International Performance	0.374	0.266	3.473	+	Supported
<b>H3:</b> Utilization of EPPs → Network Relationships	0.193	0.195	2.295	+	Supported

## V. DISCUSSION AND CONCLUSION

We tested our theoretical arguments in the context of Korea's born global firms. The findings provide supporting evidence for mediating effect of network relationships and the utilization of EPPs on EO–performance relationship in the international marketplace. These findings imply that not only international EO is an important factor of network relationships, the utilization of EPPs and international performance of born global firms, but also investigating only the direct effect of international EO on performance provides an incomplete understanding of born global firms unless a proper consideration of the firms' network relationships and the utilization of government EPPs is taken.

There are several implications extracted from the findings of this investigation. First, it is clear from the results of our study that international EO leads to establishing network relationships of born global firms and thus, managers in born global firms can benefit from being innovative, proactive and pursuing risky new initiatives in global markets. This international EO can stimulate managers to find appropriate

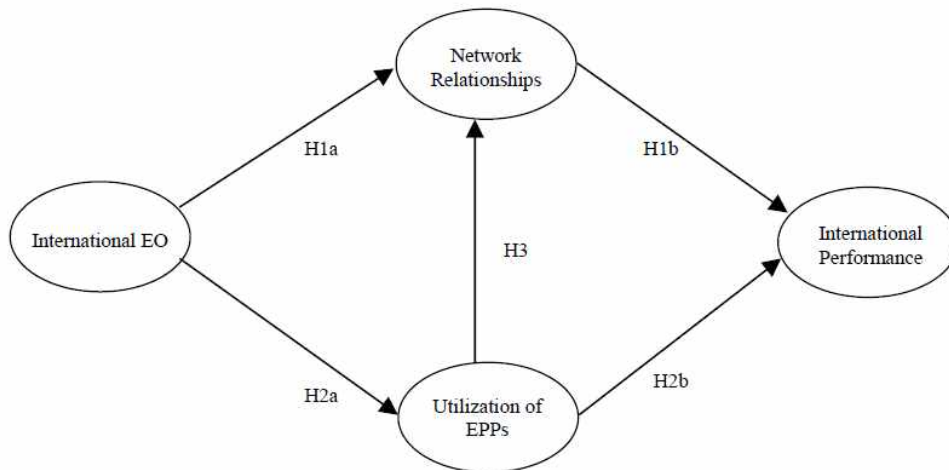
network relationships and ultimately increase firm's performance. This notion is supported by Knight & Cavusgil (2004, 2005) and Coviello & Cox (2006) who found out that international EO and networks were significant indicators of international performance. Therefore, what the managers need to realize is that they should seek to develop an international EO and promote it among people throughout the firm.

Second, the empirical findings of this research provide evidence that international EO play an important role in encouraging the utilization of EPPs and, in turn, in the international performance of the firms. Most born global firms are under constraints of resources such as networks to shore up their activities in foreign markets. Thus, these born global firms seek supports from government in the form of EPPs for complementing their resources and networks constraints. Our results show that high international EO can lead born global firms to utilize EPPs from government proactively. It is especially notable that born global firms in Korea hardly can get as much assistance and mentoring from other external business institutions such as business incubators, accelerators, and venture capitalists as in developed countries. Thus, born global firms expect to access to a larger and more diverse pool of network relationships through government support.

Third, we confirm that the utilization of EPPs also can play a positive role in establishing network relationships between groups and external parties that will assist born global firms in improving its international performance. A wider range of relationships established through various EPPs of government agencies can be of great value. Governmental EPPs such as seminars, overseas training programs on marketing can help to obtain valuable resources and information in entering new foreign markets, overcome many barriers and thus achieve higher performance.

The results also provide insights for public policy makers. As globalization accelerates and the need to expand to international markets rises, it is necessary for policy makers to explore new ways to encourage firms to seek growth opportunities and secure resources from overseas. Our results suggest that policy makers should stimulate internationalization by helping firms develop international EO and making proper EPPs. These EPPs should be geared toward increasing the firm's network relationships because such a network-based support would be more useful for Korean born global firms that experience such institutional voids as underdeveloped business incubators or venture capitalists.

Figure 1 Conceptual model



## REFERENCES

- Andersson, S. & Wictor, I. 2003. Innovative internationalization in new firms: Born globals—the Swedish case. *Journal of International Entrepreneurship*, 1(3): 249–276.
- Arenius, P.M. 2000. *Creation of firm-level social capital, its exploitation and the process of early internationalization*. Helsinki University of Technology, Helsinki Finland.
- Autio, E. 1994. New technology-based firms as agents of R&D and innovation: An empirical study. *Technovation*, 14(4): 259–273.
- Autio, E. 2005. Creative tension: The significance of Ben Oviatt's and Patricia McDougall's article 'toward a theory of international new ventures'. *Journal of International Business Studies*, 36(1): 9–19.
- Autio, E., Sapienza, H. & Almeida, J. 2000. Effects of age at entry, knowledge intensity, and imitability on international growth. *Academy of Management Journal*, 43(5): 909–924.
- Axinn, C. 1988. Export performance: Do managerial perceptions make a difference? *International Marketing Review*, 5(2): 61–71.
- Bagozzi, R. P. 1980. *Casual Models in Marketing*. New York: Wiley.
- Busenitz, L., Gomez, C. & Spencer, J. 2000. Country institutional profiles: Unlocking entrepreneurial phenomena, *Academy of Management Journal*, 43(5): 994–1003.



- Cavusgil, S.T. 1990. Export development effort in United States: Experiences and lessons learned, in *International Perspectives on Trade Promotion and Assistance*, S.T. Cavusgil & Michael R. Czinkota, eds. New York: Quorum Books, 173–183.
- Cavusgil, S.T. & Jacob, N. 1987. Firm and management characteristics as discriminators of export marketing activity. *Journal of Business Research*, 15: 221–235.
- Cavusgil, S.T., Zou, S. & Naidu, G.M. 1993. Product and promotion adaptation in export ventures: An empirical investigation. *Journal of International Business Studies*, 24(3): 479–506.
- Cavusgil, S.T. & Zou, S. 1994. Marketing strategy–performance relationship: An investigation of the empirical link in export market ventures. *Journal of Marketing*, 58(1): 1–21.
- Cavusgil, S.T. & Knight, G.A. 2009. *Born Global Firms: A New International Enterprise*. NY: Business Expert Press.
- Cavusgil, S.T., Knight, G.A. & Riesenberger, J. 2014. *International Business: The New Realities*. 3<sup>rd</sup>edn. England: Pearson Education Limited.
- Chen, T.J. 2003. Network resources for internationalization: The case of Taiwan's electronics firms. *Journal of Management Studies*, 40(5): 1107–1130.
- Chetty, S. & Blankenburg Holm, D. 2000. Internationalization of small to medium–sized manufacturing firms: A network approach. *International Business Review*, 9(1): 77–93.
- Coviello, N. 2006. The network dynamics of international new ventures. *Journal of International Business Studies*, 37(5): 713–731.
- Coviello, N. 2006. The network dynamics of international new ventures. *Journal of International Business Studies*, 37(5): 713–731.
- Coviello, N. & Cox, M. 2006. The resource dynamics of international new venture networks, *Journal of International Entrepreneurship*, 4(2–3): 113–132.
- Coviello, N. & Munro, H. Growing the entrepreneurial firm: Networking for international market development. *European Journal of Marketing*, 29(7): 49–61.
- Covin, J, Green, K. & Slevin, D. 2006. Strategic process effects on the entrepreneurial orientation – sales growth rate relationships. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(1): 57–81.
- Covin, J. & Slevin, D. 1986. The development and testing of an organizational–level entrepreneurship scale. In R. Ronstadt, J. A. Hornaday, R. Peterson, & K. H. Vespar (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellseley, MA: Babson College.
- Covin, J.G. & Slevin, D.P. 1989. Strategic management of small firms in hostile and benign environments. *Strategic Management Journal*, 10(1): 75–87.
- Covin, J.G. & Slevin, D.P. 1991. A conceptual model of entrepreneurship as firm behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 16(1): 7–25.
- Covin, J.G., Slevin, D.P. & Schultz, R.L. 1994. Implementing strategic missions: Effective strategic,

- structural and tactical choices. *Journal of Management Studies*, 31(4): 481–505.
- Davidsson, P. & Honig, B. 2003. The role of social and human capital among nascent entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*, 18(3): 301–331.
- Davis, D., Morris, M. & Allen, J. 1991. Perceived environmental turbulence and its effect on selected entrepreneurship, marketing, and organizational characteristics in industrial firms. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 19(1): 43–51.
- Denis, J.E. & Depelteau, D. 1985. Market knowledge, diversification and export expansion. *Journal of International Business Studies*, 16(3): 77–89.
- Diamantopoulos, A. & Souchon, A. 1996. *Instrumental, conceptual, and symbolic use of export information: An exploratory study of UK firms*, in *Advances in International Marketing*, S.T. Cavusgil, ed. Greenwich, CT: JAI press, 117–144.
- Dimitratos, P. & Plakoyiannaki, E. 2003. Theoretical foundations of an international entrepreneurial culture. *Journal of International Entrepreneurship*, 1(2): 187–214.
- Donthu, N. & Kim, S.H. 1993. Implications of firm controllable factors on export growth. *Journal of Global Marketing*, 7(1): 47–63.
- Ellis, P.D. 2000. Social ties and foreign market entry. *Journal of International Business Studies*, 31(3): 443–469.
- Ellis, P.D. 2011. Social ties and international entrepreneurship: Opportunities and constraints affecting firm internationalization. *Journal of International Business Studies*, 42(1): 99–127.
- Fernhaber, S.A., Gilbert, B.A. and McDougall, P.P. 2008. International entrepreneurship and geographic location: an empirical examination of new venture internationalization. *Journal of International Business Studies*, 39(2): 267–290.
- Fornell, C. & Larcker, D. F. 1981. Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. *Journal of Marketing Research*, 18(1): 39–50.
- George, G, Wood JR, D. & Khan, R. 2001. Networking strategy of boards: Implications for small and medium-sized enterprises. *Entrepreneurship and Regional Development*, 13(3): 269–285.
- Geringer, J.M. & Hebert, L. 1991. Measuring Performance of International Joint Ventures. *Journal of International Business Studies*, 22(2): 249– 263.
- Groenhaug, K. & Lorentzen, T. 1983. Exploring the Impact of Governmental Export Subsidies. *European Journal of Marketing*, 17(2): 5–12.
- Hair, J. F. Jr., Black, W.C. Babin, B. J., Anderson, R. E. & Tatham, R. L. 2006. *Multivariate Data Analysis*, (6th ed.) Prentice–Hall International.
- Harmon, B., Ardishvili, A., Cardozo, R., Elder, T., Leuthold, J., Parshall, J., Raghian, M. & Smith, D. 1997. Mapping the university technology transfer process. *Journal of Business Venturing*, 12(6): 423–434.

- Harris, S. & Wheeler, C. 2005. Entrepreneurs' relationships for internationalization: Function, origins and strategies. *International Business Review*, 14(2): 187–207.
- Hart, S. 1992. An integrative framework for strategy-making processes. *Academy of Management Review*, 17(2): 327–351.
- Hashai, N. 2011. Sequencing the expansion of geographic scope and foreign operations by “born global” firms. *Journal of International Business Studies*, 42(8): 995–1015.
- Hoang, H. & Antoncic, B. 2003. Network-based research in entrepreneurship: A critical review. *Journal of Business Venturing*, 18(2): 165–187.
- Jantunen, A. Puumalainen, K., Saarenketo, S. and Kylaheiko, K. 2005. Entrepreneurial orientation, dynamic capabilities and international performance. *Journal of International Entrepreneurship*, 3: 223–243.
- Jantunen, A. Nummels, N, Puumalainen, K. & Saarenketo, S. 2008. Strategic orientations of born globals—Do they really matter? *Journal of World Business*, 43(2): 158–170.
- Johanson, J. & Vahlne, J.E. 2003. Business relationship learning and commitment in the internationalization process. *Journal of International Entrepreneurship*, 1(1): 83–101.
- Hult, G., Snow, C., & Kandemir, D. 2003. The role of entrepreneurship in building cultural competitiveness in different organizational types. *Journal of Management*, 29(3): 401–426.
- Katsikeas, C.S., Piercy, N.F. & Ioannidis, C. 1996. Determinants of export performance in a European context, *European Journal of Marketing*, 30(6): 6–35.
- Kedia, B. & Chhokar, J.S. 1986. An Empirical Investigation of Export Promotion Programs. *Columbia Journal of World Business*. 21(4): 13–20.
- Knight, G. *Emerging paradigm for international marketing: The born global firm*. Unpublished doctoral dissertation, Michigan State University—East Lansing.
- Knight, G. 2000. Entrepreneurship and marketing strategy: The SME under globalization. *Journal of International Marketing*, 8(2): 12–32.
- Knight, G. 2001. Entrepreneurship and strategy in the international SME. *Journal of International Management*, 7(3): 155–171
- Knight, G. & Cavusgil, S. 2004. Innovation, organizational capabilities, and the born-global firm. *Journal of International Business Studies*, 35(2): 124–141.
- Knight, G. & Cavusgil, S. 1996. The born global firm: A challenge to traditional internationalization theory. In S. Cavusgil and T. Maden (Eds.), *Advances in international marketing & Greenwich*, CT: JAI Press.
- Kuratko, D.F., Goodale, J.C. & Hornsby, J.S. 2001. Quality practices for a competitive advantage in small firms. *Journal of Small Business Management*, 39(4): 293–311.
- Lee, C., Lee, K. & J. Pennings. 2001. Internal capabilities, external networks, and performance: A study

- on technology-based ventures. *Strategic Management Journal*, 22(6–7): 615–640.
- Leonidou, L.C. 2004. An analysis of the barriers hindering small business export development. *Journal of Small Business Management*, 42(3): 279–302.
- Li, H., & Zhang, Y. 2007. The role of managers' political networking and functional experience in new venture performance: Evidence from China's transition economy. *Strategic Management Journal*, 28(8): 791–804.
- Lu, J. & Beamish, P. 2001. The internationalization and performance of SMEs. *Strategic Management Journal*, 22(6–7): 565–586.
- Lumpkin, G. & Dess, G. 1996. Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance. *Academy of Management Review*, 21(1): 135–172.
- Madsen, T.K. & Servais, P. 1997. The internationalization of born globals: An evolutionary process? *International Business Review*, 6(6): 561–583.
- McDougall, P.P. & Oviatt, B. 2000. International entrepreneurship: The intersection of two research paths. *Academy of Management Journal*, 43(5): 902–906.
- McDougall, P.P., Shane, S. & Oviatt, B. 1994. Explaining the formation of international new ventures: The limits of theories from international business research. *Journal of Business Venturing*, 9(6): 469–487.
- McKinsey & Co. 1993. *Emerging exporters: Australia's high value-added manufacturing exporters*. Melbourne: Australian Manufacturing Council.
- Miles, R.E. & Snow, C.C. 1978. *Organizational Strategy, Structure and Process*. New York: McGraw-Hill.
- Miller, D. 1983. The correlates of entrepreneurship in three types of firms. *Management Science*, 29(7): 770–791.
- Moen, Ø. 2002. The born globals: A new generation of small European exporters. *International Marketing Review*, 19(2/3): 156–175.
- Moini, A.H. 1998. Small firms exporting: How effective are government export assistance programs? *Journal of Small Business Management*, 36(1): 1–15.
- Mosatafa, R., Wheeler, Colin & Jones, M. 2006. Entrepreneurial orientation, commitment to the internet and export performance in small and medium sized exporting firms. *Journal of International Entrepreneurship*, 3(4): 291–302.
- Naman, J. & Slevin, D. 1993. Entrepreneurship and the concept of fit: A model and empirical tests. *Strategic Management Journal*, 14(2): 137–153.
- Nunnally, J. C. 1978. *Psychometric Theory*, McGraw-Hill, New York: New York.
- Oviatt, B. & McDougall, P.P. 1994. Toward a theory of international new ventures. *Journal of International Business Studies*, 25(1): 45–64.

- Oviatt, B. & McDougall, P.P. 2005. The internationalization of entrepreneurship. *Journal of International Business Studies*, 36(1): 2–8.
- Peng, M. & Luo, Y. 2000. Managerial ties and firm performance in a transition economy: The nature of a micro–macro link. *Academy of Management Journal*, 43(3): 486–501.
- Rauch, A., Wiklund, J., Lumpkin, G. & Frese, M. 2009. Entrepreneurial Orientation and business performance: An assessment of past research and suggestions for the future. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(3): 761–787.
- Reid, S. 1985. Exporting: Does sales volume make a difference? A comment. *Journal of International Business Studies*, 16(2): 153–155.
- Rialp, A., Rialp, J. & Knight, G. 2005. The phenomenon of early internationalizing firms: What do we know after a decade (1993–2003) of scientific inquiry? *International Business Review*, 14(2): 147–166.
- Samiee, S. & Walters, P. 1990. Influence of firm size and export planning and performance. *Journal of Business Research*, 20(May): 235–248.
- Seringhaus, R. & Rosson, P. 1990. *Government Export Promotion: A Global Perspective*. London: Routledge.
- Sexton, D. L. & Bowman–Upton, N. B. 1991. *Entrepreneurship Creativity and Growth*, New York: MacMillan Publishing Company.
- Slangen, A. 2006. National cultural distance and initial foreign acquisition performance: The moderating effect of integration. *Journal of World Business*, 41(2): 161–170.
- Slater, S. & Narver, J. 2000. The positive effect of a market orientation on business profitability: A balanced replication. *Journal of Business Research*, 48(1): 69–73.
- Spence, M. 2003. Evaluating export promotion programmes: U.K. overseas trade missions and export performance. *Small Business Economics*, 20(1): 83–103.
- Vora, D. & Polley, J. 2011. Applying entrepreneurial orientation to a medium sized firm. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour*, 18(3): 352–379.
- Welch, D., Welch, L., Young, L. & Wilkinson, I. 1997. The importance of networks in export promotion: policy issues. *Journal of International Marketing*, 6(4): 66–82.
- Wiklund, J. & Shepherd, D. 2003. Knowledge–based resources, entrepreneurial orientation, and the performance of small and medium–sized businesses. *Strategic Management Journal*, 24(13): 1307–1314.
- Wiklund, Johan & Shepherd, D. 2005. Entrepreneurial orientation and small business performance: A configurational approach. *Journal of Business Venturing*, 20(1): 71–91.
- Wilkinson, T.J. & Brouthers, L.E. 2000. An evaluation of state sponsored export promotion programs. *Journal of Business Research*, 47(3): 229–236.

- Yang, Y., Leone, R. & Alden, D. 1992. A market expansion ability approach to identify potential exporters. *Journal of Marketing*, 56(January): 84–96.
- Young, S., Dimitratos, P. & Dana, L. 2003. International entrepreneurship research: What scope for international business theories? *Journal of International Entrepreneurship*, 1(1): 31–42.
- Zahra, S. 1991. Predictors and financial outcomes of corporate entrepreneurship: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 6(4): 259–286.
- Zahra, S. & Covin, J. 1995. Contextual influences on the corporate entrepreneurship–performance relationship: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing*, 10(1): 43–58.
- Zahra, S. & Garvis, D. 2000. International corporate entrepreneurship and firm performance: The moderating effect of international environmental hostility. *Journal of Business Venturing*, 15(5–6): 469–492.
- Zahra, S. & George, G. 2002. International entrepreneurship: The current status of the field and future research agenda. In M. Hitt, R. Ireland, M. Camp and D. Sexton (Eds.), *Strategic leadership: Creating a new mindset* (pp. 255–288). London: Blackwell.
- Zahra, S., Ireland, D., & Hitt, M. 2000. International expansion by new venture firms: International diversity, mode of market entry, technical learning, and performance. *Academy of Management Journal*, 43(5): 925–950.
- Zahra, S., Kuratko, D.F. & Jennings, D.F. 1999. Entrepreneurship and the acquisition of dynamic organizational capabilities. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(3): 5–10.
- Zhou, L., Barnes, B.R. & Lu, Y. 2010. Entrepreneurial proclivity, capability upgrading and performance advantage of newness among international new ventures, *Journal of International Business Studies*, 41(5): 882–905.



## 한국자동차 산업의 신흥시장 진출전략

### An emerging market penetration strategy of korean automobile firms

정 진 섭

(충북대학교 국제경영 교수)

이 민 재

(충북대학교 석사과정)



## I. 서론

글로벌 금융위기 이후, 미국, 유럽 등 선진국은 민간소비와 투자가 불투명하고 경제회복이 부진하며 미래 전망이 불확실한 상황이 지속되고 있다. 반면 이러한 선진국의 불황속에서도 비교적 건실한 성장세를 유지하며, 기존 선진시장을 대체할 수 있는 새로운 원동력으로써 신흥시장(emerging market)이 점차 대두되고 있다(Ghemawat, 2010; Griffith, Cavusgil and Xu, 2008; Agtmael, 2007; Anold and Quelch, 1998; Cui and Liu, 2000a, 2000b; 김주태·김장훈·김주권, 2012; 김장훈·김주권, 2012; 강삼모, 2012; 이종원, 2011; 삼성경제연구소, 2010; 김주권, 2010; 정무섭·표민찬, 2010; 김병순, 2008).

신흥시장(emerging markets)은 통상 경제성장 및 산업화 과정에 있는 후발 개발도상국 중 비교적 신속하게 경제성장을 이룩한 국가들을 일컬으며(Anold and Quelch, 1998; Hoskisson et al., 2000), 국제금융공사(IFC, International Finance Corporation)가 처음으로 ‘신흥시장’이란 표현을 사용하면서 관련 연구가 이슈가 본격화되었다(Agtmael, 2007). IHS Global Insight(2010)는 2015년부터 2040년까지 연평균 GDP기준으로 세계 경제비중을 예측하였는데, (G7으로 대표되는) 선진경제권이 30.0%, 아시아 신흥국이 37.1%로 예상했으며 점차 성장주체가 신흥국으로 이동될 것이라고 전망했다. Goldman Sachs(2009) 역시 세계경제에서 브릭스(BRICs)의 비중이 2050년에 약 50%에 이를 것으로 추정했다. 이러한 신흥시장의 부상 추세를 반영하여 국제경영 분야에서도 신흥국 글로벌 기업들의 출현과 약진, 신흥시장진출 전략 등에 대한 연구가 증가하고 있다(Hoskisson et al., 2000; Peng, 2001, 2004; Ricart et al., 2004; Ramamurti, 2004; Griffith et al., 2008).

신흥시장의 주요 특징을 세 가지로 요약하면 다음과 같다. 첫째, 현재 주목받고 있는 신흥국(브라질, 러시아, 인도, 중국, 동유럽, 터키 등)이 전 세계 인구의 85%를 점유하고 있으며, 세계 총생산에서도 이미 선진국을 추월했다(Shankar et al., 2008). 둘째, 2008년 글로벌 금융위기이후, 전 세계 해외직접투자 규모는 전년 대비 13% 감소했지만, 신흥국 기업의 해외직접투자는 오히려 약 3% 증가했다(UNCTAD, 2009). 셋째, 신흥국들은 지속적인 경제성장으로 중산층이 형성되어 새로운 수요 시장으로 자리 잡고 있으며, 신흥국 기업들 또한 자국의 높은 경제성장률을 기반으로 충분한 자본을 축적하고 자체 기술개발 능력을 갖춰가고 있다(김형주·윤상하, 2010).

이와 같이 선진국을 대신해 세계경제를 견인할 수 있는 잠재적 원천으로서 신흥국 경제와 그들 기업에 대한 관심이 높아지고 있으며, 이에 세계적 수준의 많은 기업들이 신흥시장 선점을 위해 경쟁적으로 진출하고 있다(김병순, 2008; 윤동진, 2002). 그러나 세계적 다국적기업들조차 현지의 문화 장벽 등에 의해 고전하거나 실패하는 경우가 많아 예상외로 어려움에 직면하고 있다(Khanna and Palepu, 1997; Prahalad and Lieberthal, 1998; Khanna et al., 2005). 그러므로 새로운 신흥시장을 선점하는 기업은 그 해당 산업의 리더가 될 수 있을 것이며, 따라서 글로벌 기업의 입장에서 세계시장에서 변화에 보다 기민하게 대응하여 신흥시장에 성공적으로 진출해야 할 필요성이 커지고 있다.

본 연구에서는 자동차산업을 그 대상으로 삼아 신흥시장의 입지경쟁력을 고찰하고 입지경쟁력이 국가경쟁력과는 어떠한 관련이 있는지 알아본 후, 향후 한국 자동차산업의 해외 진출시 필요한 전략적

시사점을 제시하고자 한다.

무엇보다도 자동차산업은 전후방 산업연관효과와 고용창출효과가 큰 전략산업으로서 한국 경제의 발전을 위해 중요하므로, 현 시점에서 동 산업에 대한 연구는 매우 시의적절하다고 판단된다. 자동차 산업은 대공장체제(포드주의 생산체제)가 나타난 1920년, 이미 세계시장을 공략하기 위해 세계화가 시작되었으며(백창재 등, 2012; Freyssen et al., 2003), 최근에는 메이저 기업일수록 해외진출에 보다 적극적인 태도를 보이고 있다. 특히 세계 경기의 전반적인 침체로 새로운 혁신과 시장의 탐색이 중요해지고 있으며, 따라서 신흥시장으로의 진출은 중요한 기업전략의 차원에서 수행되고 있다. 결국 이제는 자동차 산업의 주요 격전지가 선진국 시장이 아니라 오히려 신흥시장이라 할 수 있다.

본 연구의 진행은 다음과 같다. 먼저 기존 문헌을 통해 신흥시장에 대한 기본적 고찰을 수행하고자 한다. 여기서는 신흥시장에 대한 정의 및 최근 추세와 더불어 한국의 관점에서 최근 신흥시장과 관련된 내용을 주로 다루고자 한다. 그 다음으로 본 연구의 대상인 자동차 산업의 최근 현황 및 특징을 고찰하고 특히, 자동차산업 관점에서 신흥시장의 의미 등 전세계 자동차시장 추세에 중점을 두고 전개할 것이다. 이어 실증연구 부문에서는 글로벌 관점에서 구체적인 유망 신흥시장을 선정하고, 한국 자동차 산업의 측면에서 매력적인 신흥시장을 결정하기 위한 입지경쟁력 모델을 만든 뒤, 이를 중심으로 분석을 진행하고자 한다. 우선, 모델의 주요 요소를 결정하기 위해서 핵심 요소들을 추출하고, 추출한 여러 요소들이 각 신흥시장에 있어서 어떠한 특징이 있는지 군집분석을 통해 조사할 것이다. 또한, 입지경쟁력이 국가경쟁력과는 어떠한 관련이 있는지도 함께 고찰할 것이다. 이러한 연구 결과는 실제 한국 자동차 산업이 신흥시장으로 진출함에 있어서 중요한 전략적 시사점을 제시할 것이다.

## II. 이론적 배경

### 1 신흥시장의 부상

2000년 이후, 신흥국 경제가 급격히 성장하여 글로벌 경제에서 차지하는 비중이 급증하면서, 신흥시장의 부상과 역동적인 성장에 대한 관심이 고조되고 있다. IMF<sup>1)</sup>에 따르면 지난 10년 동안 선진국 시장이 약 5%의 성장률을 기록한 것에 비해, 신흥시장의 경제는 매년 11%가량 성장하였다. Morgan Stanley는 신흥시장 경제의 특징은 빠르게 성장하는 것뿐 아니라 세계 인구의 약 70%를 포함한다고 주장하였다. 신흥시장은 1981년 국제금융공사(IFC)가 처음으로 ‘신흥시장’이란 표현을 사용하면서 본격적인 연구가 이루어 졌으며(Agtmael, 2007), 글로벌 경제위기를 거치며, 신흥시장은 선진국 경제의 정체를 보완하면서 세계경제의 버팀목 역할을 수행하는 새로운 성장동력으로 주목받고 있다(삼성경제

1) World Economic Outlook(2009), International Monetary Fund. GDP CAGP estimated as of Dec 31, 2009.를 참조

연구소, 2010; 정진섭·오준석·이민재·이웅배, 2012).

한편, 신흥시장에 대한 연구가 지속되면서 신흥시장을 지칭하는 용어 및 국가도 꾸준히 변화하고 있는데, Goldman Sachs가 2003년 브라질(Brazil), 러시아(Russia), 인도(India), 중국(China)을 합친 BRICs를 발표한 이후에도 ‘넥스트-일레븐(NEXT-11)<sup>2)</sup>’, ‘비스타(VISTA)’, ‘마빈스(MAVINS)’, ‘시베츠(CIVETS)’, EAGLEs<sup>3)</sup>(Emerging and Growth-Leading Economies), NEST<sup>4)</sup> 등 새로운 차세대 유망 국가들이 주목을 받으며 등장하고 있다(이은미, 2012).

신흥시장(emerging markets)은 통상 경제성장 및 산업화 과정에 있는 후발 개발도상국 중 짧은 시간에 신속한 성장을 이룩한 국가들을 말하는데(Anold and Quelch, 1998; Hoskisson et al., 2000), 신흥시장을 구분하는 방법과 해당 국가들의 선정에 있어서 기관마다 약간의 차이를 보이고 있다. 우선, 세계은행(World Bank)의 경우에는 국가를 소득수준에 따라 개발도상국과 선진국으로 구분하고 있다. 2008년 기준 1인당 GNI가 11,906달러 이상인 고소득 국가는 66개국이며, 그 이하인 개도국은 144개국으로써 저소득국가(43), 저중소득국가(55), 고중소득국가(46)로 구분하고 있다. IMF는 회원국을 1인당 소득, 수출 품목 다변화정도<sup>5)</sup>, 세계 금융시장과의 통합정도를 기준으로 신흥·개도국(149개국)과 선진국(33개국)으로 구분하고 있으며<sup>6)</sup>, UN과 OECD는 공식적으로 선진국·신흥국을 따로 구분하지 않지만 통상 ‘아프리카’, ‘미국과 캐나다를 제외한 북미(중미와 캐리비언 국가들 포함)’, ‘남미’, ‘일본을 제외한 아시아’, ‘호주와 뉴질랜드를 제외한 오세아니아’를 개발지역으로 구분해 개발지역(180개국)과 선진지역(57개국)으로 구분하고 있다.<sup>7)</sup> 또한, 영국의 시사주간지 Economist는 최근 신흥시장에 대해 집중적인 조명을 하고 있는데, 1994년 이전의 OECD 회원국과 기타 신흥국으로 구분하여 신흥국의 범위를 가장 광범위하게 포괄하고 있다(삼성경제연구소, 2010). 한편, Mastercard<sup>8)</sup>는 신흥시장에서 가장 많은 영향을 주는 65개의 도시를 선정하였는데, 대륙별로는 아시아(9), 아프리카(6), 유럽(7), 북미(2), 남미(8)에 고르게 분포하고 있다.

신흥국들은 투자효율의 상승, 모방에 의한 기술 추격, 생산인구의 증가 등을 통해 새롭게 중산층이 형성되어 새로운 수요시장으로 등장하고 있으며, 신흥국들이 나날이 번성함에 따라 글로벌 기업들이 직면하는 어려움도 점차 심화되고 있다. 신흥국 경제의 발전은 기업들에게 새로운 시장을 열어주는 동시에 혁신적이며 야심으로 가득한 경쟁자를 상대해야 하는 위험도 동시에 발생한다. 따라서 신흥시장은 기회요인과 위협요인을 동시에 지니고 있는 ‘양날의 칼’에 비유되기도 한다(김주태·김장훈·김주권, 2012).

2) 한국을 비롯하여 멕시코, 베트남, 이란, 이집트, 터키, 인도네시아, 필리핀, 파키스탄, 방글라데시, 나이지리아가 포함되어 있다.

3) Expected Incremental GDP in the next 10 years to be larger than the average of the G7 economies, excluding the US.

4) Expected Incremental GDP in the next decade to be lower than the average of the G6 economies(G7 excluding the US) but higher than Italy's.

5) 석유수출국들은 1인당 GDP가 높으나 석유가 총수출의 70% 가량 차지하기 때문에 선진국으로 구분되지 않는다.

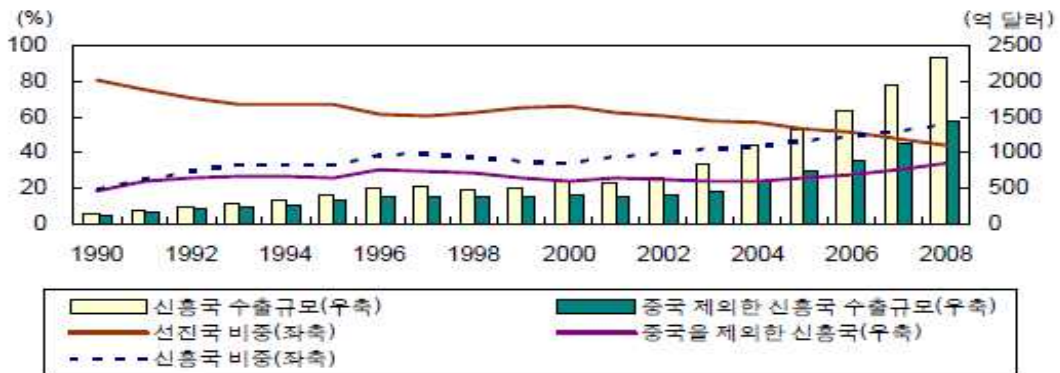
6) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/update/02/index.htm>

7) OECD는 GDP 데이터의 경우, OECD 회원국과 비회원국(5개국)으로만 구분하고 리포트에 사용하는 개도국의 정의는 보편적으로 UN의 정의와 동일하다.

8) "Emerging Markets Index 2008". Mastercard.

한편, 신흥시장의 부상은 한국의 수출과 해외직접투자(FDI, foreign direct investment)에도 영향을 미쳤다. 과거 한국의 수출시장은 주로 미국과 일본 등 선진국이었으나, 2000년대 들어 중국을 포함한 신흥국으로의 수출과 외향 해외직접투자(Outward FDI)가 급증하였다(삼성경제연구소, 2010). 한국의 수출은 1970년대 걸쳐 미국(47.3%)과 일본(28.0%)이 가장 중요한 시장으로 인식되었고 따라서, 2000년까지 선진국 시장을 중심으로 한 수출주도형 전략을 추진하였다. 그러나 2000년대 이후 중국의 개방과 더불어 중국이 한국 수출의 중요 국가로 등장하면서 2009년 기준 중국(23.9%)이 미국(10.4%)과 일본(6.0%)을 합친 비중보다 더 높아졌고, 전반적인 신흥국 수출 비중도 1990년 이후 20년간 빠르게 증가하였다(그림 1).<sup>9)</sup>

〈그림 1〉 한국의 對선진국과 신흥국 수출 비중 및 규모



자료: Kita.net 참조

또한, 경제의 고도성장과 국내 생산비용의 상승은 1980년대 후반부터 한국을 제조업의 해외투자국으로 부상시켰는데, 한국의 외향 해외직접투자는 1980년대까지 제조업 비중이 40% 미만이었으나, 1990년대 들어서면서 급격히 증가하여 전체 투자의 65% 이상을 차지하게 되었으며, 1990년대 전반기 제조업의 투자는 약 70%가 신흥국에 이루어졌다. 그러나 2000년대 이후 서비스업 분야의 해외투자가 증가하면서 2000년대 중반 이후 제조업 투자건수는 감소하는 추세이다(그림 2).<sup>10)</sup>

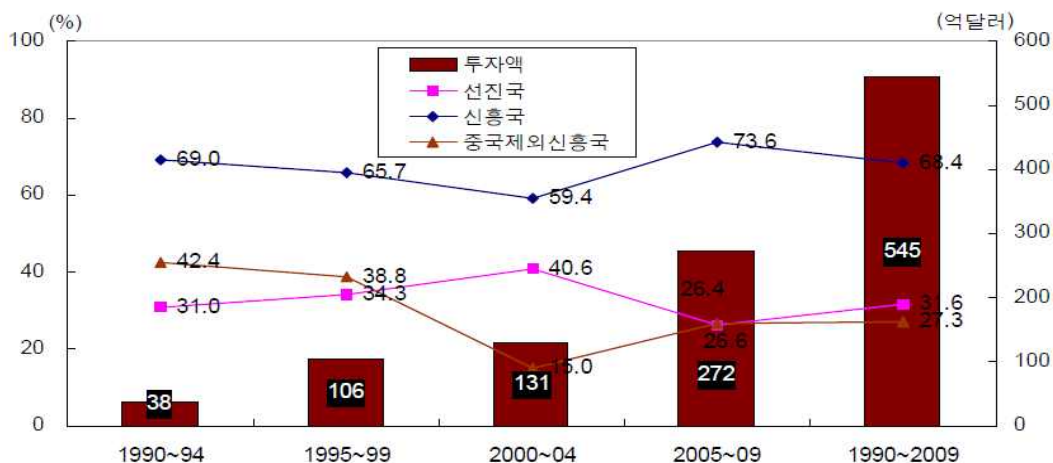
신흥국 공략을 위해서는 무엇보다 신흥국에 대한 이해가 필요하다. 한국을 예로 들면, 네슬레(Nestle), 월마트(Wal-Mart) 등에서 볼 수 있듯이, 로컬 한국기업에 뒤지는 다국적 기업이 출현할 정도로 신흥시장은 지닌 잠재적 매력에 비례하여 잠재적 위험도 증대되는 시장이다(Cui and Liu, 2000a,

9) 신흥국으로의 수출은 1990년 19.6%에서 2008년 36%로 늘어났으며, 총 수출규모는 18.4배 증가한 2345.6억 달러에 달했다. 한편 선진국으로 수출 비중은 80.4%에서 44.4%로 현저히 감소하였다.

10) 제조업 해외투자는 노동집약적 제품의 효율추구형 생산을 위해 저임금 국가인 인도네시아, 태국 등으로 투자를 시작하였다. 이런 1990년대 초의 효율추구형 투자는 국내에서 경쟁력이 저하된 부문의 효율 제고를 위한 투자였기 때문에 국내경제에는 긍정적인 효과를 가지고 왔다. 1990년대 후반에는 對중국 투자가 증가했으나 동아시아 외환위기로 전체적으로는 신흥국에 대한 투자비용이 하락하고, 오히려 선진국에 대한 투자가 증가하는 모습을 보였으나, 2000년대 들어서 중국의 WTO 가입과 고도성장으로 다시 중국으로의 투자가 집중되고 있다.

2000b; Garten, 1997; Ready, Hill and Conger, 2008; Shankar et al., 2008; Henisz and Zelner, 2010; Johnson and Nair, 2011; 김주태·김장훈·김주권, 2012). 한편, 유망 신흥국에는 한국과 교류가 많지 않고 역사, 문화, 종교 등에서 다양한 특성을 가진 국가들도 많다. 따라서 소비자와 시장의 이해는 물론, 생활관습, 사회문화, 역사, 종교, 철학의 관점에서 신흥국을 심층적으로 분석할 필요가 있다. 특히, 신흥국의 소비자들은 글로벌 소비와 동조화하는 동시에 저가격, 사용편리성 최신기술 등을 요구하고 있으며, 소득증가 속도가 빠르고 정책 변동이 잦은 신흥국에서는 ‘신기루 타깃현상’<sup>11)</sup>이 발생하고 있으므로 국가, 산업 또는 기업 차원에서 이에 대한 체계적 접근이 필요하다(Guillen, 2000; Hoskisson et al., 2000; Kanna and Palepu, 1997; Khanna et al., 2005; Luo, Sun and Wang, 2011; Ramamurti and Singh, 2009).

〈그림 2〉 한국의 제조업 FDI 투자현황 및 신흥국 비중



자료: 한국수출입은행(각 년도)

## 2. 세계 자동차 산업의 특징

글로벌 경제위기는 세계자동차시장의 주도권을 기존의 선진국에서 신흥국으로 옮기는 촉매제 역할을 하였으며, 2000년대 이후 저가차와 고급차의 비중이 확대되는 일종의 양극화현상을 가속화시켰다(김현정, 2012; 김경찬 등, 2010). 또한, 소수의 대형업체들이 시장을 지배하던 글로벌 과점체제를 약화시켜 보다 치열한 경쟁 환경을 조성하게 하였다. 이처럼, 세계 자동차시장은 불안정한 시장 환경과 급변하는 소비행태로 인하여 역사상 최대의 변환기에 직면하고 있으며, 에너지원과 구동방식이 기존과는 완전히 다른 친환경차가 출현하면서 자동차 패러다임을 변화시키고 있다. 또한 신흥국에서 증가하는 수요에 대응하고 새로운 시장기회를 활용하기 위하여, 유통망을 확충하거나 현지생산을 확대

11) 신기루 타깃은 당초에 표적으로 삼은 고객층이 소득과 정책변경으로 관련 제품 출시 후 사라지는 현상을 의미한다. 노무라종합연구소가 명명한 용어로, 신흥국의 가계소득 변화를 분석하는 과정에서 소득분포가 빠르게 변화함을 도출한 데에서 착안했다.

하는 등의 투자를 지속적으로 확대하는 한편, 새로운 성장기회로서 차세대 친환경차개발에도 역량을 집중하고 있다(정종식·김현지, 2009).

특히 글로벌 하이브리드차 시장은 2002년 6만대 규모에서 2012년 연 100만 대를 돌파하며, 시장이 빠르게 성장하고 있으며, 하이브리드차 선도업체인 도요타와 GM, 포드 등 후발업체의 기술격차가 감소하면서 차량 가격이 주요 경쟁요소로 부상할 전망이다(강산들, 2012). 하이브리드차 시장 확대의 주요 배경은 제품의 매력도 상승과 정부의 지원 정책인데, 특히 고유가시대를 맞이하여 일반 내연기관 차량 대비 낮은 차량 유지비와 최근 관련 차량 가격의 하락이 소비자들의 구매를 확대시켰다.

세계 자동차시장은 2012년 7,815만 대로 2011년(7,381만 대)보다 소폭 증가하였다. 지역별로는 미국시장이 경기부진에도 불구하고 할부 금융시장의 여건 개선과 차량 노후화에 따른 대기수요 증가로 2011년 10.6%에 이어 2012년에도 11.9%의 두 자릿수 증가세를 지속하였으며, 신흥시장의 경우에는 해당 정부의 정책 효과, 경제성장 등으로 인해 높은 성장세를 유지할 것으로 판단된다. 특히 중국은 경제 성장속도가 둔화되었음에도 불구하고, 일본 대지진의 기저효과와 지방정부의 소비 지원책 및 보조금 지원의 확대로 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 그러나 유럽의 경우에는 재정위기가 지속됨에 따라 정부의 긴축정책과 소비심리 위축으로 인해 자동차 판매가 감소되었으며, 2013년에도 자동차시장의 성장세가 더욱 위축될 전망이다(강영지, 2012). 한편, 한국의 자동차시장은 글로벌 경기침체와 가계 부채 증가로 인한 소비심리 위축, 2011년 중대형 차급 판매 호조에 따른 기저효과와 신차 부족 등의 이유로 인해 내수시장이 다소 감소될 것으로 보이며, 수입차 공세가 확대됨에 따라 경쟁이 더욱 심화될 것으로 판단된다(한국자동차산업협회, 2012).

자동차가 현대 사회의 필수품으로 인식되면서 소비자들의 요구를 충족시키기 위한 자동차기업들의 노력과 경쟁은 더욱 심화되고 있다. 또한, 세계 각국 정부는 전후방 산업연관효과와 고용창출효과가 큰 자동차산업의 경쟁력 강화를 위해 각종 산업 보호 조치를 강구하고 있다. 선진국들은 환경, 안전, 연비 규제 등 비관세장벽을 높이려는 추세에 있으며, 신흥국들은 관세 인상 등 세제 개편과 더불어 자국 기업의 경쟁력 제고를 위한 지원 정책을 추진하고 있다(김상운, 2012). 특히, 신흥국의 자동차산업 육성정책은 주요 완성차업체들에게 새로운 위협요인으로 부각되고 있으며, 따라서 신흥시장의 규모가 지속적으로 확대되고 있는 현실에서, 신흥국 정책 변화에 신속하고 유연한 변화대응력을 강화해야 한다. 결국 위와 같은 상황에서 완성차기업들은 신흥시장을 중심으로 신차개발, 원가절감, 품질향상, 유연성 증가 등 세부 이슈를 염두에 두면서 치열한 경쟁을 펼치고 있다.

### 3. 자동차산업의 세계화와 해외직접투자

오늘날 세계화(globalization)는 모든 산업에 영향을 주고 있으며, 특히 최근 자유무역협정(FTA, Free Trade Agreement)의 가속화는 양 국가간 경제, 정치, 문화 등에 전반적인 영향을 미치고 있다. 경제측면에서 중요한 점은 단순히 생산품을 교역하는 무역 부문뿐 아니라, 노동, 자본, 기술 등 생산요소의 이동을 중시하는 FDI 부문에 있어서도 중요한 영향을 미치고 있다(정진섭·이민재, 2012; 최홍봉·하봉찬, 2011). 자동차산업에 있어서도 자본, 인력, 기술의 자유로운 이동은 주요 완성차업체들의 해외진

출, 관세의 철폐 또는 인하, M&A의 활성화 등으로 나타나며, 세계 자동차산업 전체에 큰 변화를 야기하고 있다(최홍봉·하봉찬, 2011). 자동차 산업의 세계화는 대공장체제(포드주의 생산체제)가 성립된 후, 미국자동차 기업에서부터 빠르게 확대되었다. 미국 자동차산업은 1908년 헨리 포드에 의한 대량생산시스템의 도입과 1920년대 GM의 자동차산업 마케팅 전략의 도입, 2차 세계 대전의 승리를 통한 엄청난 혜택으로 1960년대까지 세계 자동차산업을 주도했다. 1970년대에 들어서는 독일과 일본의 자동차기업들이 탁월한 연비, 가격경쟁력, 우월한 품질로 세계 자동차시장의 격전지였던 미국시장에 진출하며, 세계 자동차산업의 판도를 크게 변화시켰다(Kwoka, 1984).

자동차산업은 세계화를 통해 해당 산업의 리더 역할을 강화하는 산업이다. 예를 들어, 일본 자동차산업의 세계화는 일본자동차를 세계시장의 선두주자로 발돋움하는데 큰 역할을 했다. 일본은 일찍이 다능공에 의한 혼류생산, 즉 다품종 소량생산체제가 주요 생산방식이었고, 이를 통해 수요변화에 탄력적으로 대응해왔다(송주명, 2010). 그러나, 2000년대 초반 닛산르노와 같이 해외자본과 결합하여 등장한 외자출자 기업들에 의해 일본형 생산네트워크가 해체되는 위기를 맞기도 했으나, 1990년대 후반에서 2000년대 중반까지 이어진 일본형 생산방식의 재구성 및 확산은 일본 자동차를 세계자동차산업의 리더로 만드는 원동력이 되었다. 즉, 도요타, 혼다 등 일본의 주요 자동차기업들은 부품계열생산, 현장주의, 토요타생산시스템(TPS, Toyota Production System) 등 일본 자본주의의 제조업주의와 생산네트워크를 새롭게 강화하면서, 기업전략으로서 세계화에 적극 대응하였다.

한편, 최근 글로벌 금융시장의 불확실성 증가와 한국의 무역자유화 확대는 대외통상환경의 급격한 변화와 더불어 한국기업들의 해외직접투자를 증가시키고 있다(최남석, 2012). 이에 한국의 대표적 완성차업체인 현대차는 1980년대 후반부터 북미시장 진출의 성공을 바탕으로 중국, 인도, 러시아 등 거대 신흥시장으로의 진출을 지속적으로 전개하고 있다(윤동진, 2002). 세계자동차시장에서 현대차의 이러한 글로벌 전략은 현재까지 비교적 성공적으로 평가되고 있다. 현대차는 2004년 획기적인 초기품질 개선과 끊임없는 혁신을 통해 자동차생산대수 기준 2006년 377만대(6위)에서 2011년 662만대(5위)를 차지하며 세계 경기침체 등의 위기 속에서도 지속적인 성장을 이어가고 있다.

해외직접투자(FDI)란 기업이 자사가 보유하고 있는 자본, 기술, 경영노하우 등의 생산요소를 해외로 이전시켜 해외현지의 생산요소인 노동, 토지 등과 결합하여 해외에서 제품을 생산, 판매하는 기업 활동으로서 투자기업이 직접 경영에 참여할 목적으로 전개하는 국제경영방식을 의미한다(Dunning, 1977, 1980, 1988; Williamson, 1985, 1986, 1989; 강태구, 1997; 배상열, 1997; Hymer, 1960). 이러한 해외직접투자는 자국내의 생산요소들을 자국내에서 결합하여 제품을 생산, 해외로 판매하는 사업형태인 수출의 상대개념으로 정의되기도 한다(조동성, 2006). 해외직접투자 이론은 1950년대 이후, 미국계 다국적기업의 해외직접투자가 급증하면서 선진국 다국적기업들만의 전유물처럼 간주되었다. 이에 따라, Hymer(1960)의 독점적 우위이론을 시작으로 Williamson(1985, 1986, 1989)의 내부화 우위론과 Dunning(1977, 1980, 1988)의 절충이론(eclectic theory)에 이르기까지 주요 해외직접투자이론들은 대부분 기업 특유의 독점적 우위요소를 해외직접투자의 필요조건으로 제시하였다. 그러나 1970년대 중반 이후 독점적 우위요소를 소유하고 있지 않은 개발도상국 기업들의 해외직접투자가 부각되면서, 개발도상국 기업의 해외직접투자 현상을 설명하기 위한 이론적 연구가 활발히 진행되었다(Wells, 1983).

또한, 1990년대에 들어서는 중국, 인도 등 신흥시장이 새로운 투자대상국으로 주목받으며, 세계적인 다국적기업들은 물론 일부 한국의 대기업과 중소기업들까지 신흥시장 선점을 위해 해외직접투자를 추진하고 있다(김병순, 2008).

해외직접투자의 동기는 투자유형에 따라 여러 측면에서 분류할 수 있다. 예를 들어, 서정욱(2004)은 해외직접투자의 동기를 시장접근 동기, 생산원가절감 동기, 선진기술습득 동기, 리스크관리 동기 등 4가지로 나누었다. 첫째, 시장접근 동기는 현지시장(local market)에 대한 접근성 향상을 통해 시장유지 및 확대를 주된 목적으로 하는 해외투자로 규모의 경제(economies of scale)를 실현할 수 있는 대형시장(larger markets)에서 주로 나타나며, 일반적으로 투자가 무역을 대체하는 효과를 갖는다(Shatz and Venables, 2000). 둘째, 생산원가절감 동기는 생산요소 가격이 저렴한 지역으로 진출하고자하는 목적의 해외투자로서 생산의 효율성 극대화라는 관점에서 생산라인의 지역별 최적 분배를 도모하며, 여러 단계의 생산라인이 서로 유기적으로 관련을 맺으면서 일반적으로 무역창출효과를 갖는다. 또한, 생산원가절감은 부존자원에 의한 지역별차이외에도 투자유치국의 인센티브 제공과 같은 정책적 요소가 중요한 역할을 하기도 한다(Daniels and Radebaugh, 2001). 셋째, 선진기술습득 동기는 선진기술이나 경영관리기법을 터득하기 위한 목적의 해외투자로서 최근의 지식기반경제에서 중요한 부분을 차지하고 있다. 넷째, 리스크 관리 동기는 잠재적인 위험을 회피하기 위한 목적으로 이루어지며 예를 들어, 경쟁기업의 해외진출에 따른 동반진출, 외국정부로부터의 통상압력의 사전 방지, 환율변동위험의 극복, 정치적 위험이 없는 국가로의 생산기지 이전 등이 있으며, 경제통상환경이 복잡해지면서 서로 중첩되어 나타나기도 한다. 이밖에 특정자산획득 또는 경쟁력 창출을 위한 동기, 무역장벽대응, 동반진출, 전략적 제휴 등 다양한 FDI 동기가 가능하다(문휘창, 2007).

세계화로 인한 글로벌 환경의 변화는 자동차 산업과 자동차기업들의 해외직접투자에 큰 영향을 미쳤다(최홍봉·하봉찬, 2011). 세계화의 물결 속에서 세계 주요 완성차업체들 사이의 신흥시장 판매경쟁이 격화되면서 시장점유율을 높이기 위해 경쟁적으로 현지공장을 세워 과잉생산을 초래하였으며, 그 결과 세계 주요 완성차업체들의 해외생산비율은 대부분 50%를 넘게 되었고, 국내생산은 정체 내지 완만한 증가추세를 보이고 있다. 이와 같이 글로벌 금융위기는 공급과잉과 업체간 경쟁이 격화되었던 세계자동차 산업에 구조적 변화를 가져왔고, 각국 정부들은 자국 자동차 산업을 보호하기 위한 정책도 경쟁적으로 강화하고 있다(최상원·최윤식·김현정, 2010). 또한 무엇보다도 글로벌 금융위기 이후 자동차시장 양상의 차별화가 심화되면서, 신흥시장으로의 성공적인 진출이 무엇보다 중요시되고 있다. 따라서, 이제는 세계자동차시장에서 한국 자동차산업의 위치를 감안할 때, 이러한 제반 상황을 고려한 새로운 글로벌 전략이 필요한 시점이다.



## Ⅲ. 연구방법 및 모델 설정

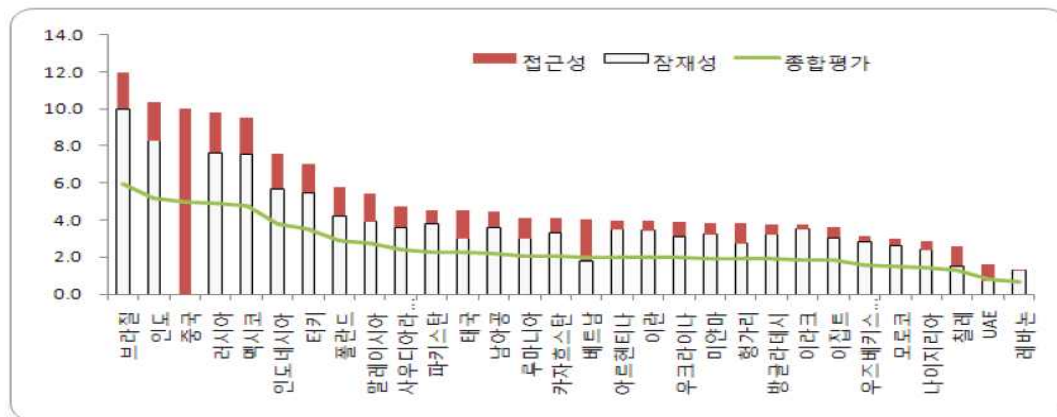
### 1 주요 신흥국 선정방법

본 연구에서는 삼성경제연구소(2010)에서 선정한 KEM 30(Key Emerging Markets for Korea 30)<sup>12)</sup> 방법을 신흥국 선정에 활용하고자 한다. 삼성경제연구소에서는 IMF가 정의한 신흥 149개국 중 과거 성장률과 미래 성장률 추정치를 종합하여 1차적으로 50개국을 선정하였는데, 먼저 중력모형을 활용해 대상국으로의 수출 확대 가능성(잠재성)을 파악했다. 또한, 이 중력모형의 실증분석에서 유의성이 높은 변수와 대상국의 사업 환경변수(Doing Business)를 고찰하여 한국기업의 시장진입비용(접근성)을 도출하였고, 이러한 ‘잠재성’과 ‘접근성’을 종합적으로 고려하여, KEM 30을 최종적으로 선정하였다(표 1)(그림 3).

〈표 1〉 신흥시장 30개국의 지역별 분포

아시아(11개국)	동유럽(6개국)	중남미(4개국)	중동(5개국)	아프리카(4개국)
중국, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 파키스탄, 태국, 베트남, 카자흐스탄, 미얀마, 방글라데시, 우즈베키스탄	러시아, 터키, 폴란드, 루마니아, 우크라이나, 헝가리	브라질, 멕시코, 아르헨티나, 칠레	UAE, 사우디아라비아, 이란, 이라크, 레바논	남아공, 나이지리아, 이집트, 모로코

〈그림 3〉 접근성과 잠재성을 고려한 종합점수(신흥시장 30개국)



주: 우측으로 갈수록 잠재성과 효율성 측면에서 전략적 가치가 떨어짐을 의미함.

12) KEM 30에는 BRICs를 비롯하여 종합점수가 높은 24개 신흥국과 Gateway의 역할을 하는 6개국이 포함된다.

## 2. 입지경쟁력 지표 개발 방법

경쟁력에 대한 관심과 논의가 지속되고 있지만 경쟁력의 개념과 접근방법은 매우 다양하다(문휘창, 2006). 관심대상에 따라서는 국가경쟁력, 산업경쟁력, 기업경쟁력으로, 결정요인 측면에서는 가격·비가격 경쟁력, 기술경쟁력, 품질경쟁력, 수출경쟁력, 그리고 결정요인의 속성 측면에 대해서는 양적·질적 경쟁력, 실질경쟁력, 구조적 경쟁력 등 다양한 경쟁력의 개념이 사용되고 있으며, 각각 상이한 분석방법이 개발·활용되고 있다. 경쟁력이라는 개념은 경영전략이론에서 경쟁우위에 상응하는 개념으로서, Porter에 의하여 널리 사용되기 시작했다. Porter(1990)는 국가경쟁력을 설명하는 과정에서 국가경쟁력이 높은 국가는 많은 경쟁력 있는 산업이 있는 국가이며, 종합적인 산업경쟁력 분석을 위해 다이아몬드 모델을 제시하였다. 그리고 이 모델에서 특히 강조한 어떤 산업의 경쟁우위 요소는 ‘경쟁(rivalry)’과 ‘지리적 집적 또는 클러스터(cluster)’였다.

앞에서 언급했듯이 Porter(1990)의 다이아몬드 모델은 어떤 국가의 산업경쟁력을 설명하는 대표적인 이론인데, 글로벌 산업에서 어떤 기업이 경쟁우위를 창출하고 유지하는 방법은 본국의 역할을 이해하는데서 시작된다고 강조하였다. 그리고 이러한 경쟁력은 요소조건, 수요조건, 관련 및 지원 산업, 기업의 전략·구조·경쟁이라는 네 가지 내부 요소와 기회와 정부라는 두 가지 외부 요소로 구성되어 있는데, 각 요소들을 면밀히 파악하여야 한다고 주장하였다. Porter의 다이아몬드 모델을 비롯하여, 다양한 연구에 의해 개발된 경쟁력 평가 모형들은 통상 여러 산업 분야에서 중요한 지표로 사용되고 있다. 대표적으로 WEF에서는 Porter의 다이아몬드 이론에 근거하여 글로벌 경쟁력 보고서(Global Competitiveness Report)를 발간하여 국가경쟁력에 대한 순위를 공표하고 있는데, 한 나라의 글로벌 경쟁력 지수를 8개의 분야지표 - 개방성(Openness), 정부(Government), 금융(Finance), 기반시설(Infrastructure), 산업기술(Technology), 기업경영(Management), 노동(Labor) 그리고 경제지표(Institutions) - 로 구성하고 있다(WEF, 2004). IMD에서는 1989년부터 매년 기업 활동에 국가의 제반 환경이 얼마나 우호적인가의 관점에서 국가경쟁력을 산출하고 있는데 경제성과(Economic Performance), 정부 효율성(Government Efficiency), 기업 효율성(Business Efficiency), 인프라(Infrastructure)의 평가항목으로 국가경쟁력을 평가하고 있다(IMD, 2005). 또한 한국의 대표적 국가경쟁력 연구기관인 산업정책연구원(Institute for Industrial Policy Studies, IPS)에서는 Porter의 다이아몬드 모델을 확장한 ‘9 Factor 모델’을 활용하여 경쟁력을 평가하고 있는데, 평가항목을 물적 요인과 인적요인으로 분리하였으며, 국가 규모와 발전단계에 따라 그룹화하여 국가경쟁력지수를 산출하고 있다(IPS, 2005). 한편, 문휘창(2007)에 따르면, 해외직접투자 이론은 주로 다국적기업의 입장에서 본 것인데, 종합적 경쟁력을 분석하는 다이아몬드 모델을 현지국의 입지경쟁력 분석에 활용하면, 기업특유(firm-specific)적 측면, 입지특유(location-specific)적 측면 등 종합적 분석이 가능하다고 보았으며, 본 연구도 이러한 개념을 기반으로 하고 있다.

전통적 입지이론은 의사결정자인 인간을 합리적인 경제인으로 가정하고 생산요소비용의 최소화와 수익의 최대화를 입지선정의 주요 원리로 해석하였다. 전통적 입지이론에서는 학자마다 고려하는 수

준이 다르지만 주로 운송비, 노동비용, 집적의 경제, 원료, 생산비, 토지, 노동력, 생산시설, 자본, 기업가의 능력, 정책적인 지원, 규모의 경제 등을 제한적으로 고려하여 활용하고 있다(왕정상, 2012). 물론, 기업의 해외직접투자에 있어서 핵심적인 입지요인은 투자입지 결정에 중요하게 작용되고 있다. 투자입지요인으로는 소득수준, 노사관계, 세율, 인프라, 유치정책, 시장 성장성, 노동비용 등 여러 요인이 고려될 수 있다. 투자입지에 대한 분석을 Porter(1990)의 다이아몬드 모델을 활용하여 요소조건, 수요조건, 관련 및 지원 분야, 기업전략, 경영여건(또는 기업의 전략·구조·경쟁)의 네 부분과 외부 요소인 정부를 포함하여 총 5가지 요소로 구분하여 고찰하면 다음과 같다.

- 1) 요소조건: 강한균(2005)는 1996~2002년간 투자가 집중적으로 이루어지는 13개의 성을 중심으로 대중국 제조업 직접투자의 투자결정요인을 분석하였다. 분석결과 중소기업 중심의 저임금, 저지가를 활용하기 위한 생산요소 절감형이 유리함을 발견하였다. 또한, Friedman et al.(1992)은 미국 내 지역단위의 조사에서 건설비용, 재정지원, 핵심항만, 숙련노동자, 임금수준 등을 중요한 입지결정요인으로 도출하였고, Hong et al.(2008)은 노동의 질(대학 등록자 수)을 해외직접투자의 주요 변수로 삼았다. 이와 같이, 인적자원, 물적자원, 기술 등 생산요소의 양과 질은 해외투자에 있어서 입지경쟁력의 중요한 요소로 작용하고 있으며, 자동차 산업의 해외직접투자를 고찰하고자 하는 본 연구에서는 노동자의 질(기초교육 수준), 생산성, 전기 등을 주요 변수로 삼았다.
- 2) 수요조건(시장조건): Bénassy-Quéré et al.(2004)는 국가 규모가 크면 작은 국가에 비해 시장이 크므로, 외국기업의 관점에서는 보다 큰 매력도를 지니고 있다. 따라서, 그들은 투자국의 시장규모를 나타내는 GDP가 중요한 입지경쟁력 변수라고 주장하였다. 한병섭·서민교(2005)는 1989~2002년간 중국 전 지역을 대상으로 로짓모형을 활용하여 투자결정요인을 분석한 결과, 외국기업의 집적(agglomeration) 수준, 시장규모, 정책요인, 사회하부구조, 문화적 요인 등은 정(正)의 관계로 나타났고, 중국 기업의 집적 수준, 임금, 실업률 등은 부(負)의 관계로 나타났다. 즉, 시장규모를 중요한 긍정적 변수로 분석했다. 박순찬·강문성(2004) 역시 1980~2000년의 자료를 활용하여 분석한 결과, 투자국과 투자 유치국의 GDP가 FDI에 양의 영향을 미치는 요인이었으며, 무역개방도도 중요한 요인으로 판단하였다. 또한, Ali and Guo(2005)의 중국진출 외투기업을 대상으로 한 연구에서도 시장규모와 시장성장성이 가장 중요한 요소로 나타났으며, 그 다음으로 인센티브정책, 기업의 글로벌 정책, 노동비용, 투자수익률, 수출전진기지, 정치적 안정성, 중국지역 연계성, 산업인프라, 환율, 유치국의 선진기술 순으로 분석되었다. 이와 같이 수요는 입지경쟁력에 있어서 중요하며, 본 연구에서는 수요조건으로서 자동차의 생산 및 보유수준, GDP, 인구 등을 측정하고자 한다.
- 3) 관련 및 지원 분야: Coughlin and Arromdee(1991)는 시장접근성, 도로, 공항, 철도, 항만연계, 노동시장 조건, 주정부의 유치활동 및 세출규모, 가용토지면적, 지역산업구조 등을 주요 입지요인이라고 주장하였으며, 특히 1인당 GDP, 인구밀도, 임금수준, 실업률, 노조결성비율, 지방세율, 수

송인프라, 주정부의 유치정책 등을 중시하였다. 또한, Wheeler and Mody(1992)는 집적경제, 산업 인프라, 노동비용, 시장규모를 중요한 입지결정요인으로 제시하였으며, Na and Lightfoot(2006)는 시장규모와 수요, 집적경제 및 산업인프라, 노동력, 임금수준, 개방성을 가장 중요한 지역단위의 입지결정요인으로 선정하였다. 이와 같이 관련 인프라가 투자입지결정에서는 매우 중요하다고 판단되며, 본 연구에서는 클러스터 발전의 수준, 도로의 질, 금융서비스의 활용성 등을 측정하고자 한다.

- 4) 경영환경: Woodward(1992)이 미국에 투자한 540개 일본 제조업체를 대상으로 한 연구에서 주(state)와 국가(country)로 구분하여 실증 분석한 결과, 주의 입지결정에서는 1인당 소득, 일본경제개발 사무소(Japanese office) 여부 측면은 정의 영향을 미쳤지만 노조결성률(unionization)과 높은 관세율은 부(-)의 영향을 미쳤다. 또한 국가의 입지 결정에서는 제조기업의 집적요인(manufacturing agglomeration), 다른 주와의 연결 여부(interstate connection)는 정(+)의 영향을 미쳤으나, 빈곤율과 실업률 등은 부의 영향을 미친 것으로 나타났으며, 재산세율은 입지 결정에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. Root and Ahmed(1979)의 입지 분석 연구에서는 41개 개발도상국가에 투자되었던 외투기업을 대상으로 분석하였는데, 1인당 국내총생산, 법인세 수준, 경제 통합정도, 교통과 통신발달 수준, 도시화정도, 정권교체빈도가 입지결정에 유의하게 영향을 끼쳤다.

한편, 세율 측면에서 Wei(2000)는 한계세율 1%의 증가는 FDI를 4.8% 정도 감소시킨다는 연구 결과를 제시했지만, Jensen(2005)은 FDI와 법인세 간에 아무런 관계가 없다고 주장하였다. 또한, Bellak and Leibrecht(2005)는 중부 유럽 및 동부 유럽 국가가 법인세 감면을 통해 FDI를 유치하려는 정책을 계량적으로 평가했는데, 1995~2002년 기간의 35개국 패널자료를 이용한 결과, 조세감면 제도가 FDI를 유인하는 데 과거에는 성공적이었지만, 민영화가 진행되고 FDI가 감소 추세인 미래에도 이러한 법인세 감면 정책이 유효한지는 장담할 수 없다고 보았다. Dumludag, Saridoga and Kurt(2008)는 아르헨티나, 브라질, 헝가리, 멕시코, 폴란드, 터키 등 신흥시장의 외국인직접투자와 제도 간의 관계를 분석하면서 현지국 제도의 중요성을 강조하였다. 이와 같이 세율, 노사관계 등 경영여건은 입지경쟁력에 중요하다고 판단되며, 따라서 본 연구에서는 법인세, 근로 태도 및 동기(노사관계의 수준) 등을 대위변수(proxy variables)로 측정하고자 한다.

- 5) 정부: 강동관(2010)은 한국 전체의 해외직접투자에서 현지국의 부패정도에 대한 영향력을 실증 분석한 결과, 부패정도가 높은 국가일수록 FDI의 유입이 낮을 것으로 나타났으며, 민기(2001)는 1980년대 동안 미국 내 외국인 투자 중 가장 주목받았던 일본 자동차기업들의 입지결정요인을 분석한 결과에서 주지사, 정책 결정자, 주의회 등 주정부와 주의회 관계자의 태도가 일본자동차 공장을 유치하는데 결정적인 요인으로 작용하였다. 또한, 중국 지역단위를 대상으로 한 Chung(2001)의 연구에서는 시장접근성, 노동비용, 노동시장여건, 인프라수준, 집적경제기반, 지방정부의 유인정책과 인센티브 등이 중요한 입지결정요인으로 분석되었다. 이러한 결과는 입지

후보 지역이 가진 경제적 요인, 정치적 안정성과 같은 비정책적 요인은 물론 정책적 요인이 중요함을 강조하고 있다. 한편, Voyer and Beamish(2004)는 일본의 해외직접투자가 현지국의 부패 정도에 따라 어떻게 영향을 받는지를 분석한 결과, 부패가 해외직접투자의 중요한 결정요인임을 밝혀냈다. 이와 같이 현지 정부의 수준은 전반적인 입지경쟁력의 향상에 중요한 역할을 한다고 판단된다. (표 2)는 기존의 선행연구를 통해 자동차 산업의 입지 경쟁력 지표를 정리한 것이다.

〈표 2〉 자동차산업의 입지경쟁력 측정지표

변수	평가지표	지표 설명	출처
요소 조건	기초교육	Quality of primary education	WEF(2012)
	생산성	Pay and productivity	WEF(2012)
	면적	한 국가의 국토면적(km <sup>2</sup> )	CIA factbook
	전기	Electricity : Production(billion kWh)	CIA factbook
수요 조건	자동차 생산	1년간 자동차 생산대 수(2011년)	한국자동차산업협회
	자동차 보유	천 명당 자동차 보유대수(2010년)	한국자동차산업협회
	GDP	총 국내생산	IMF(2012)
	인구	한 국가의 최근 총 인구(2012)	CIA factbook
	IFDI	외국인직접투자 금액(Stock, 2011년)	WIR(2012)
관련 및 지원분야	클러스터	State of cluster development	WEF(2012)
	도로	Quality of roads	WEF(2012)
	금융	Availability of financial services	WEF(2012)
경영 환경	생산프로세스	Production process sophistication	WEF(2012)
	노사	Attitude & motivation (Survey)	NCR(2012)
	법인세	법인세율(%)	CIA factbook, KOTRA 등
정부	정부국제화	Government officials have good international experience (Survey)	NCR(2012)
	정부투명성	부패인식지수(CPI)	국제투명성기구(TI)
	정부효율성	Government effectiveness (Survey)	NCR(2012)
국가경쟁력지수	1인당 GDP	1인당 총 국가 생산	IMF(2012)
	수출	1년간 총 수출 금액(2011년)	CIA factbook
	OFDI	Outward FDI(Stock, 2011년)(USD, Billions)	WIR(2012)

## IV. 실증 분석

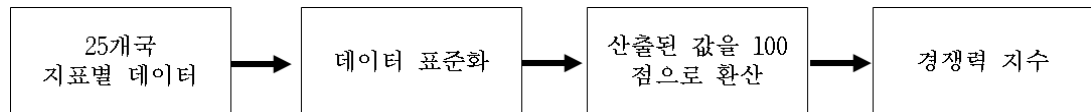
### 1. 국가별 자동차산업 입지경쟁력 지수

국가경쟁력 지수를 산출하는데 있어서 중요한 부문의 하나는 어떤 지표를 proxy로 정하고, 그 지표

를 어떤 방법으로 표준화하는가이다. 데이터의 특성에 따라 표준화하는 방법에는 여러 가지가 있는데, WEF(2005)의 경우 모든 데이터를 7점 척도로 전환하였고, IMD(2005)에서는 하드데이터(Hard data, 통계데이터)의 경우 각 데이터를 지표별 평균값으로 뺀 후 표준편차로 나누어 표준화(Standard Deviation Method)하였으며, 설문조사는 10분위로 측정하였다. 본 연구에서는 WEF(2005)의 표준화 방법을 응용하여 데이터 표준화를 수행하였으며, 산출된 값을 100점으로 환산하여 국가별 입지경쟁력 지수를 산출하였다.

본 연구에서는 삼성경제연구소(2010)에서 선정한 KEM 30(Key Emerging Markets for Korea 30) 방법을 신흥국 선정에 활용하고자 하였다. 그러나, 5개 국가(미얀마, 우즈베키스탄, 카자흐스탄, 이라크, 레바논)는 지표별 데이터가 부족하여 신뢰성의 문제가 있을 수 있어 제거하였으며, 따라서 최종적으로 신흥시장 25개 국가의 입지경쟁력 지수를 산출하였다. 구체적인 경쟁력 지수 산출 방법은 (그림 4)와 같다.

〈그림 4〉 자동차 산업의 입지경쟁력 지수 산출 방법



참고: Standardized Index =  $\{(X - \text{Minimum } X) \div (\text{Maximum } X - \text{Minimum } X)\}$

즉, 신흥시장 자동차 산업의 입지경쟁력 지수는 25개국의 각각 모든 지표 데이터를 표준화하여 산출된 값들을 100점으로 환산한 결과이며, 입지경쟁력 지수를 평가한 결과는 (표 3)과 같다. 중국이 70.13점으로 가장 높은 평가를 받았으며, UAE는 53.92점, 사우디아라비아 51.64점, 말레이시아 46.27점의 순으로 나타났다.

결정요인별 경쟁력 지수는 25개국 5부문, 세부 결정요인 18개의 값을 표준화하여 산출된 결과이다. 요소조건은 중국이 77.33점으로 가장 높게 나타났으며, 러시아 58.02점, UAE 47.48점의 순으로 나타났다. 수요조건은 중국이 100.00점으로 가장 높게 나타났으며, 인도 36.90점, 브라질 34.69점, 러시아 29.22점의 순으로 나타났다. 관련 및 지원분야는 UAE가 90.63으로 가장 높게 나타났으며, 말레이시아 80.80점 칠레 77.08점의 순으로 나타났다. 경영환경은 UAE가 74.64점으로 가장 높게 나타났고, 사우디아라비아 70.64점, 터키 62.04점 순으로 나타났다. 끝으로 정부 부문은 파키스탄이 66.44점으로 가장 높게 나타났으며, 인도 61.12점, 사우디아라비아 60.17점의 순으로 나타났다.

〈표 3〉 국가별 자동차산업 입지경쟁력 지수 및 결정요인별 입지경쟁력 지수

	중 국	U A E	사 우 디 아	말 레이 시아	인 도	터 키	칠 레	브 라 질	태 국	인 도 네 시 아	멕시코	러 시 아	폴 란 드	헝 가 리	파 키 스 탄	베 트 남	모 로 코	남 아 공	우 크 라 이 나	이 집 트	이 란	나 이 지 리 아	아 르 헨 티 나	루 마 니 아
경쟁력 순위	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	20	21	22	23	24	25

경쟁력 지수	70.13	53.92	51.64	46.27	46.00	42.67	41.92	40.12	38.04	38.03	36.20	35.86	34.95	33.94	33.03	32.88	31.03	29.32	28.71	27.05	24.94	23.97	21.48	21.03
요소 조건	77.33	47.47	41.69	31.32	35.56	25.71	21.92	25.65	29.72	35.61	18.78	58.02	32.98	28.11	21.36	31.19	22.69	5.47	37.23	7.99	23.54	18.61	13.38	20.78
수요 조건	100.00	4.16	9.45	6.57	36.90	10.46	7.80	34.69	10.27	14.64	21.03	29.22	11.59	3.43	4.32	3.30	2.24	6.65	4.72	4.21	4.36	0.44	7.02	3.48
관련 및 지원	57.34	90.63	76.22	80.80	53.53	62.05	77.08	52.94	57.97	47.83	53.31	9.56	26.09	37.27	35.87	36.10	46.78	71.01	9.15	29.26	22.46	28.71	15.85	9.15
경영 환경	59.60	74.64	70.66	59.54	42.87	62.04	56.52	45.99	45.68	45.97	45.81	33.29	51.36	44.52	37.17	34.63	34.23	28.14	49.67	39.59	30.59	35.67	30.55	35.48
정부	56.37	52.68	60.17	53.14	61.12	53.07	46.28	41.30	46.57	46.10	42.07	49.23	52.74	56.38	66.44	59.19	49.20	35.32	42.77	54.22	43.73	36.44	38.36	38.52

## 2. 군집분석

### 1) 요소조건(Factor Conditions)

요소조건에 대한 결과를 군집분석을 통해 살펴보면 군집 1의 경우, 국가의 면적이 크고 비교적 생산성이 높으며, 전기 등 기본적 요소의 수치가 다른 국가에 비해 월등하게 큰 두 국가(즉, 중국, 인도)가 여기에 포함된다. 군집 2의 경우에는 면적이 크지는 않지만 지불하는 급료 대비 생산성이 높고 기초 교육수준도 어느 정도 뒷받침되며, 전기 등 생산요소 인프라가 비교적 풍부한 국가로 구성된다. 그리고 군집 3의 경우 기초 교육, 면적, 생산성 등 대부분 저조한 국가들로 분류된다. 따라서, 어떤 기업이 진출하려는 국가가 인프라가 갖추어지고 어느 정도 교육수준이 된 국가로 선정하려면 군집 1 또는 군집 2를 타겟으로 하는 것이 바람직하다. 다음의 (표 4)는 세 개의 군집 간에 평균의 차이가 있는가에 대한 분산 분석을 실시한 결과를 보여주고 있는데, 그룹간 뚜렷한 차이를 보이고 있다.

〈표 4〉 요소조건 K-평균 군집분석 분산분석표

	군집 1 (n=2)	군집 2 (n=13)	군집 3 (n=10)	F값	유의 확률
요소조건	중국, 러시아	파키스탄, 모로코, 방글라데시, 터키, 루마니아, 브라질, 멕시코, 아르헨티나, 칠레, 이란, 남아공, 나이지리아, 이집트	인도, 인도네시아, 말레이시아, 태국, 베트남, 폴란드, 우크라이나, 헝가리, UAE, 사우디아라비아	52.704	.000

### 2) 수요조건(Demand Conditions)

수요조건의 분석결과를 살펴보면 군집 1인 중국의 경우, 자동차 생산은 세계적으로 압도적인 생산량을 기록하고 있으나, 보유량은 아직도 낮은 편이므로 향후 성장성 측면에서도 높은 점수를 받고 있

다. 이외에 인구, GDP, 외국인직접투자(IFDI, Inward Foreign Direct Investment)에서도 높은 점수를 기록하고 있어 다른 국가와 뚜렷한 차별성을 보이고 있다. 군집 2의 경우에는 최근 생산이 계속 증가하고 있으나 아직 전체 인구대비 자동차 생산량이 작고, 보유대수도 작아 향후 성장가능성이 많은 집단으로서, GDP, 인구, IFDI 측면에서도 향후 성장잠재력이 돋보이는 그룹이다. 군집 3의 경우, 전반적으로 수요조건이 낮은 국가들로서, 군집 2에 비해 전반적으로 낮은 수준을 나타내고 있다. 다음의 (표 5)는 세 개의 군집 간 평균의 차이에 대한 분산 분석이며, 각 그룹 간 뚜렷한 차이를 보이고 있다.

〈표 5〉 수요조건 K-평균 군집분석 분산분석표

	군집 1 (n=1)	군집 2 (n=4)	군집 3 (n=20)	F값	유의 확률
수요조건	중국	인도, 러시아, 브라질, 멕시코	인도네시아, 태국, 말레이시아, 베트남, 폴란드, 우크라이나, 헝가리, UAE, 모로코, 사우디아라비아, 파키스탄, 방글라데시, 터키, 루마니아, 아르헨티나, 칠레, 이란, 남아공, 나이지리아, 이집트,	270.009	.000

### 3) 관련 및 지원 분야(Related and Supporting Fields)

관련 및 지원 분야의 결과를 살펴보면 다음과 같다. UAE, 말레이시아, 사우디아라비아, 칠레, 말레이시아의 5개국으로 구성된 군집 1의 경우, 클러스터의 발달 수준, 도로의 질, 금융서비스의 이용가능성 측면에서 고르게 우수한 국가들이며, 군집 2는 대부분 세 요소 중 두 요소는 우수하지만 한 요소가 미흡한 경우가 많다. 군집 3의 경우는 세 요소 중 두 요소가 부족한 경우가 많으며, 군집 4는 대부분 요소가 하위 점수를 기록하고 있다. (표 6)은 세 개의 군집 간 분산 분석의 결과인데, 군집간 뚜렷한 평균의 차이를 확인할 수 있었다.

〈표 6〉 관련 및 지원분야 K-평균 군집분석 분산분석표

	군집 1 (n=5)	군집 2 (n=11)	군집 3 (n=9)	F값	유의 확률
관련 및 지원분야	말레이시아, 칠레, 사우디아라비아, 남아공, UAE	중국, 인도, 인도네시아, 파키스탄, 태국, 베트남, 터키, 헝가리, 브라질, 멕시코, 모로코	방글라데시, 러시아, 폴란드, 루마니아, 우크라이나, 아르헨티나, 이란, 나이지리아, 이집트	74.401	.000



## 4) 경영환경(Business Context)

경영환경에서 군집 1은 법인세가 낮고, 생산 프로세스가 세련되며, 근로 태도 및 동기가 좋은 국가들로 구성되어 있다. 군집 2는 생산 프로세스와 근로 태도 등은 괜찮은 편이나 법인세율이 높은 국가들이 많이 분포되어 있으며, 군집 3은 대부분 세부 요소들이 낮은 점수를 보이고 있다. (표 7)은 세 개의 군집 간 평균의 차이에 대한 분산 분석을 보여주고 있으며, 그룹 간 차이를 확인할 수 있었다.

〈표 7〉 경영환경 K-평균 군집분석 분산분석표

	군집 1 (n=6)	군집 2 (n=10)	군집 3 (n=9)	F값	유의 확률
경영환경	인도, 말레이시아, 터키, 칠레, UAE, 사우디아라비아	파키스탄, 베트남, 방글라데시, 러시아, 루마니아, 아르헨티나, 이란, 남아공, 나이지리아, 모로코	인도, 인도네시아, 태국, 폴란드, 우크라이나, 헝가리, 브라질, 멕시코, 이집트	81.032	.000

## 5) 정부(Government)

정부 측면을 살펴보면, 군집 1은 정부 관리의 국제화 경험, 부패인식지수, 정부의 효율성 측면에서 비교적 높은 점수를 받은 UAE, 칠레, 폴란드 등이 차지하였으며, 군집 2는 중간 정도의 점수를 받은 국가들로서 중국, 인도, 헝가리 등 국가들이다. 군집 3의 경우에는 세 요소 모두 부족한 국가들로서 멕시코, 이란, 나이지리아 등으로 구성된다. (표 8)은 세 개의 군집 간 평균의 차이에 대한 분산 분석의 결과이다.

〈표 8〉 정부 K-평균 군집분석 분산분석표

	군집 1 (n=10)	군집 2 (n=7)	군집 3 (n=8)	F값	유의 확률
정부	인도네시아, 말레이시아, 태국, 러시아, 터키, 폴란드, 칠레, UAE, 이집트, 모로코	중국, 인도, 파키스탄, 베트남, 방글라데시, 헝가리, 사우디아라비아	루마니아, 우크라이나, 브라질, 멕시코, 아르헨티나, 이란, 남아공, 나이지리아	64.265	.000

## 6) 입지경쟁력 종합

5개 부문 다이아몬드 모델의 요소를 종합하여 산출한 입지경쟁력을 군집으로 나누면, 3개의 그룹으로 구분이 가능하다. 군집 1의 경우, 5개 요소의 평균이 높은 국가로서 한 두 요소가 낮더라도 전반

적으로 입지우위가 높은 중국이 포함된다. 군집 2의 경우에는 비록 최상위 점수는 아니지만, 30~50점의 분포를 보이며 각 국가의 특징적인 장점이 있는 국가군이며, 군집 3의 경우는 비교적 입지우위가 떨어지는 국가군으로 구성되어 있다.

〈표 9〉 입지경쟁력 종합 K-평균 군집분석 분산분석표

	군집 1 (n=1)	군집 2 (n=12)	군집 3 (n=12)	F값	유의 확률
입지 경쟁력	중국	UAE, 사우디, 인도, 말레이시아, 터키, 칠레, 브라질, 태국, 인도네시아, 멕시코, 러시아, 폴란드	헝가리, 베트남, 모로코, 남아공, 우크라이나, 이집트, 이란, 나이지리아, 아르헨티나, 루마니아	41.508	.000

### 3. 입지경쟁력과 국가경쟁력의 비교

본 연구에서는 자동차의 해외진출을 근거로 신흥시장의 입지경쟁력을 분석하였는데, 이러한 모델이 국가경쟁력과 어느 정도 상관성이 있는가에 대해서 분석하기 위해 단순선행회귀분석을 수행하였다. 국가경쟁력 세부 변수는 1인당 GDP, 수출, OFDI를 이용하였다(Porter, 2005; Moon, 1998).

아래 단순회귀분석의 결과, 그 상관성이 매우 높게 나타나고 있음을 알 수 있다(표 10). 따라서, 입지경쟁력은 국가경쟁력과 매우 관련이 있으며, 그럼에도 불구하고 국가경쟁력과는 다소 다른 차별화적 특성을 지니고 있음은 물론이다.

〈표 10〉 입지경쟁력과 국가경쟁력(WEF)의 비교 회귀분석

모형	비표준화 계수		표준화계수	t	수정된 R <sup>2</sup>	F
	B	표준오차	베타			
(상수)	-20.400	8.152		-2.502**	.545	29.730***
국가경쟁력	1.170	.215	.751	5.452***		

입지경쟁력의 전체적인 요소들과 국가경쟁력과의 회귀분석결과, 요소조건과 수요조건은 통계적 유의성을 보이고 있으나, 나머지 세 요소의 경우 통계적 유의성을 보이고 있지 않으며, 특히 정부의 경우 ‘-(음수)’로 나타나고 있다(표 11). 보다 자세한 분석을 위해 다음에서는 각 요소들과 국가경쟁력과의 단순회귀분석을 실시하였다.

〈표 11〉 국가경쟁력과 입지경쟁력 각 요소와의 상관관계

모형	비표준화 계수		표준화계수	t	수정된 R <sup>2</sup>	F
	B	표준오차	베타			
(상수)	6.924	13.279		.521	.671	10.805***
요소조건	.479	.251	.423	1.911*		
수요조건	.346	.153	.401	2.259*		
관련 및 지원	.081	.131	.108	.617		
경영여건	.274	.275	.207	.998		
정부	-.391	.271	-.185	-1.444		

국가경쟁력과 다이아몬드의 각 요소를 각각 단순 회귀분석을 수행한 결과, 요소조건, 수요조건, 경영환경은 통계적 유의성을 보였으나, 관련 및 지원분야와 정부 부문에서는 통계적 유의성이 나타나지 않았다(표 12). 한편, 이 결과는 자동차산업의 해외진출을 고려한 현 입지경쟁력 모델과 국가경쟁력 모델과는 차이가 있으며, 특히 단순히 국가경쟁력이 높다고 해서 그 해당 국가로 진출하는 것이 아님을 단적으로 보여주고 있다.

〈표 12〉 각 요소와 국가경쟁력과의 단순회귀분석 결과

	종속변수(y)=국가경쟁력		
	t 값	수정된 R <sup>2</sup>	F 값
요소조건	5.662***	.564	32.057***
(상수)	-.594		
수요조건	5.124***	.513	26.252***
(상수)	4.493***		
관련 및 지원분야	1.622	.064	2.632
(상수)	1.533		
경영여건	3.064**	.259	9.389**
(상수)	-.909		
정부	.559	-.030	.312
(상수)	.653		

## V. 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 리콜사태, 대지진 등으로 경영위기에 처했던 일본 업체들 또한 생산이 복구되면서 다시 급성장세를 보이고 있다. 한편, 최근 개발도상국의 급속한 발전으로 인해 신흥시장이 부각되면서, 세계 자동차 산업의 격전지도 신흥시장으로 변화되고 있다.

본 연구는 글로벌 관점에서 구체적인 유망 신흥시장을 선정하고, 한국 자동차 산업의 측면에서 매력적인 신흥시장을 결정하기 위한 입지경쟁력 모델을 수립하였다. 이를 기반으로 국가별 자동차산업 입지경쟁력 지수를 도출하고, 국가별 어떠한 특징이 있는지 군집분석을 통해 조사하였다. 또한, 입지경쟁력이 국가경쟁력과는 어떠한 관련이 있는지도 함께 고찰하였다. 이를 통해 자동차산업의 해외진출을 고려한 현 입지경쟁력 모델과 국가경쟁력 모델과는 차이가 있으며, 특히 단순히 국가경쟁력이 높다고 해서 그 국가로 진출하는 것이 아님을 단적으로 볼 수 있었다.

한편, 본 연구를 통한 학문적 기여는 다음과 같다. 첫째, 대부분 자동차 산업에 대한 연구가 미국과 유럽 및 일본을 중심으로 진행되었으나(백창재 등, 2012; 현재훈·박기안, 2007; 이중우·안영갑, 2002), 본 연구는 신흥시장을 대상으로 연구를 진행함으로써 자동차 산업의 새로운 시장 확장측면에 기여할 것이다. 특히, 글로벌 금융위기 이후 높은 경제성장률을 기록한 신흥국들을 지역별로 안내하여 30여개 국가를 중심으로 해외진출 입지 선정시 중요한 요소를 분석하고 이를 토대로 연구를 진행함으로써 자동차 산업의 해외직접투자(Dunning, 1988) 및 Born Global(Oviatt and McDougall, 1994), 클러스터 이론(Krugman, 1992; Porter, 1990, 1998) 및 기타 새로운 시장 개척을 탐색하는 학문적 연구에 도움을 줄 것이다.

둘째, 신흥시장에 대한 대부분 기존 연구들을 중국, 인도 등을 중심으로 진행되었지만(김장훈·김주권, 2012; 이종원, 2011; 이철·신학준, 2010), 본 연구의 경우, 보다 확장된 신흥시장의 범위를 다루고 있어서 향후 신흥시장에 대한 심층적 연구 및 방향 제시에 도움이 될 것이다. 예를 들어, 신흥시장에 대한 연구들이 대두되면서 다양한 신흥시장 관련 용어들이 나타나고 있는데, 본 연구에서는 신흥시장의 정의, 특징 및 용어들을 정리하고 나아가 한국에서의 신흥시장 의미도 고찰함으로써 이러한 이슈들에 대한 학문적 토대가 될 수 있을 것이다.

셋째, 현 한국 정부에서 창조경제를 강조하고 그 핵심 결과로써 시장개척과 일자리 창출을 통한 국가경쟁력 강화를 도모하고 있는데(새누리당 정책공약, 2012), 본 연구는 이러한 국가경쟁력 강화를 위한 다양한 방법 중 시장의 성장측면에서 중요한 기여를 할 것으로 판단된다.

또한, 본 연구는 향후 정부의 정책이나 기업의 신흥시장 관련 전략수립 및 경쟁력 향상 등에 활용할 수 있을 것이다. 첫째, 본 연구는 다이아몬드 모델이라는 종합적 전략모델을 활용하고 다양한 객관적 방법론과 문헌연구를 다루고 있으므로 관련 정부 정책 수립에 있어서 종합적 조망 및 분석에 도움을 줄 수 있을 것이다. 또한, 자동차산업 동향 및 다른 국가의 관련 정책을 참조한다면, 한국 정부의 관점에서 관련 산업정책 및 기업의 신흥시장 진출 지원 등에 기여할 것이고, 정부와 민간기업간의 유기적인 협력(김규판·이형근, 2011), 해외동반진출 정책 등에도 도움이 될 것이다.

둘째, 기업관점에서도 해외진출 시 본 연구에서 다루고 있는 변수들을 참조하여 기업의 경쟁력 향상을 위한 신흥시장 개척에 활용할 수 있고, 관련 정부부처와의 유기적 협력에서도 도움이 될 수 있을 것이다. 또한, 브릭스 시장 이후 Next-11, CIVETS 등 매년 새로운 신흥시장이 계속해서 부상하고 있고, 이에 따라 신흥국 기업들도 빠르게 성장하고 있는데(정무섭·표민찬, 2010), 이들 기업과의 상호 협력을 통한 기업경쟁력 강화, 국가 전체적인 국제경쟁력 강화 등 본 연구는 가속화되어 가는 글로벌 경제에의 대응에도 기여할 수 있을 것이다.

끝으로, 본 연구에서는 자동차산업 입지경쟁력 지수를 산출하고 군집분석을 통해 요소조건, 수요조건, 관련 및 지원분야, 경영환경, 정부의 5가지 요인을 기준으로 기업이 진출하고자하는 국가의 특성을 정리하였다. 이는 향후 한국의 자동차기업이 신흥시장 진출시 보다 적절한 국가로 진출하는 가이드라인을 제시해 줄 수 있을 것이다.

이러한 공헌에도 불구하고 본 연구는 신흥시장 25개국을 분석하였다는 한계를 가지며, 진출시 고려할 요인의 중요성에 차등을 주지 않았다. 향후 본 연구를 기반으로 보다 폭넓은 후속연구가 이루어진다면 또 다른 의미 있는 연구결과가 도출될 수 있으리라 판단된다.

## 참고문헌

- 강동관(2010), “부패가 해외직접투자에 미치는 영향,” 산업경제연구, 제23권 제3호, 1185-1203.
- 강산들(2012), 하이브리드차 글로벌 판매 100만 대 돌파, 자동차경제(2012,12), 한국자동차연구소.
- 강삼모(2012), 글로벌 금융위기 이후 국제자본 흐름의 특징과 전망: 신흥국 관련 자본이동을 중심으로, 금융연구 Working paper, 한국금융연구원.
- 강영지(2012), 세계 자동차시장, 지역별 성장세 차별화, 자동차경제(2012,12), 한국자동차연구소.
- 강태구(1997), 다국적기업 경영론, 서울: 무역경영사.
- 강한균(2005), 한국의 대 중국 제조업 직접투자의 거시적 투자결정요인 분석, 무역학회, 제30권 제3호, 129-146.
- 권형기(2010), “생산 세계화의 다양성: 독일의 독특성,” 한국정치연구, 제19권 제1호, 233-260.
- 김경찬·탁승문·허광숙·이윤희·이종민·최부식(2010), 세계 자동차산업의 구조 변화와 시사점, POSRI CEO REPORT, 포스코경영연구소.
- 김규판·이형근(2011), 일본의 아시아 신흥시장 진출전략과 시사점, 대외경제연구, 제2011권 제01호, 1-121, 대외경제정책연구원.
- 김상윤(2012), 신흥국, 자동차산업 육성 정책 강화, 자동차경제(2012,12), 한국자동차연구소.
- 김병순(2008), “인도의 투자환경 분석과 한국기업의 투자전략에 관한 연구,” 경영사학, 제23집 제1호, 251-292.
- 김장훈·김주권(2012), “인도 저소득소비계층(BOP) 시장의 특성에 따른 전략 유형 연구,” 무역학회지, 제37권 제4호, 1-30.
- 김주권(2010), 신흥국 글로벌 기업들의 글로벌화 연구, 한국국제경영관리학회 2010 추계학술대회 발표 논문집, 21-44.
- 김주태·김장훈·김주권(2012), “신흥국 제품시장의 제도 변화와 다국적기업의 전략적 대응에 관한 연구: 한국의 커피전문점 시장 사례,” 국제경영리뷰, 제16권 제3호, 81-107.
- 김현정(2012), 자동차시장 양극화의 배경과 영향, CEO Report(2012-11), 한국자동차산업연구소.
- 김형주·윤상하(2010), 글로벌 해외직접투자: 신흥경제권 영향력 커지고 있다, LG Business

Insight(2010.7.7), LG경제연구원.

문휘창(2005), "한국기업의 해외직접투자가 한국기업 및 한국경제에 미치는 영향: 다양한 투자동기를 포괄하는 종합적 접근법," 국제경영리뷰, 제11권 제1호, 115-139.

민기(2001), "외국인 투자 유치에 있어서 자방정부의 역할: 일본 자동차기업의 미국 현지 공장 설립 사례를 중심으로," 한국정책학회보, 제10권 제3호, 109-131.

박순찬·강문성(2004), 한미 FTA의 무역 및 투자 창출효과와 교역구조에 대한 연구, 대외경제정책연구원.

배상열(1997), 한국제조업의 해외직접투자 결정요인에 관한 연구, 동국대학교 박사학위논문.

백창재·송주명·정하용·권형기·명재석·이소정(2012), "생산 세계화의 다양성 II: 미국·독일·일본 자동차 산업의 비교분석," 한국정치연구, 제21집 제1호, 307-331.

삼성경제연구소(2010), 신흥국 소비시장의 부상과 대응전략, 2010.10.7.

새누리당 정책공약(2012), 제18대 대통령선거 새누리당 정책공약집.

서정욱(2004), "우리나라 자동차산업의 미국투자 입지동기 분석," 한국경제지리학회지, 제7권 제1호, 65-81.

왕정상(2012), 해외직접투자 입지경쟁력에 관한 연구 -신흥개도국을 중심으로-, 충북대학교 석사학위논문.

윤동진(2002), "현대자동차의 인도 진출전략과 애로사항 극복과정," 경영교육연구, 제5권 제2호, 162-189.

이종원(2011), "인도 빈곤층(BOP)시장의 현황과 시장분석에 관한 연구," 통상정보연구, 제13권 제2호, 51-73.

이은미(2012), 코란에서 미래를 읽는다, Trade Focus 11-4, 한국무역협회 국제무역연구원.

이중우·안영갑(2002), "한국기업의 전략적 네트워크 구축에 관한 연구 -대우자동차의 폴란드시장 진입사례-, 국제경영연구, 제13권 제2호, 57-98.

이철·신학준(2010), "(주)농심의 중국 시장 진입 및 확대 전략: 라면시장을 중심으로," 국제경영리뷰, 제14권 제3호, 145-179.

조동성(2006), 제4의 전략 패러다임 M경영, 한스미디어.

정명기(2011), "독일 자동차기업의 생산의 세계화: VW와 BMW의 사례를 중심으로," 경상논총, 제29권 제3호, 101-121.

정무섭·표민찬(2010), "글로벌 금융위기 이후 신흥국 경쟁력 추격 연구 : 신흥국·선진국 기업 간 비교 분석," POSRI경영연구, 제10권 제2호, 28-50.

정종식·김현지(2009), "세계 자동차산업의 사업전략과 제휴형태의 관계에 관한 실증 연구," 대한경영학회지, 제22권 제5호, 2527-2544.

정진섭·오준석·이민재·이웅배(2012), 새로운 성장동력 메커니즘을 통한 무역활성화 전략, 2012 산관학 대토론회 및 무역학자대회, 255-274, 한국무역학회.

정진섭·이민재(2012), "FTA를 활용한 해외직접투자 활성화 전략," 국제경영리뷰, 제16권 제3호, 203-234.

- 정하용(2011), “미국식 생산 세계화의 정치경제: 국제 경쟁의 심화와 미국 자동차 산업의 대응,” *한국 정치연구*, 제20권 제2호, 279-308.
- 정환우(2004), “중국 자동차산업 발전의 정치경제 - ‘상하이폭스바겐’을 통해 본 정부주도하의 외자도입과 산업발전: 중국 자동차산업 발전의 정치경제,” *국제지역연구*, 제13권 제2호, 69-94.
- 최남석(2012), “한국 다국적기업 해외직접투자의 산업내무역 파급효과: 전기·전자·자동차 산업 동태패널자료분석,” *경제학연구*, 제60집 제2호, 99-136.
- 최병현(2009), “상하이GM과 상하이폭스바겐의 가치사슬에 관한 고찰,” *중국연구*, 46, 561-592.
- 최상원·최윤식·김현정(2010), 위기 이후 주요국 자동차산업 정책의 특징 및 시사점, KARI CEO Report(2010-10), 한국자동차산업연구소.
- 최홍봉·하봉찬(2011), “한국 자동차부품기업의 해외진출 및 수출의 환경변화와 의사결정요인분석,” *경제연구*, 제29권 제2호, 187-207.
- 한병섭·서민교(2005), “중국에 투자한 한국기업 제조법인 자회사의 공장입지 선택 결정요인에 관한 연구,” *무역학회지*, 제30권 제3호, 101-127.
- 한국자동차산업협회(2012), 2013년 자동차산업 전망(2012.12.), 한국자동차산업협회.
- 현재훈·박기안(2007), “잠재 위협 완화를 위한 선제전략: 한국자동차 산업의 대 유럽 해외직접투자를 중심으로,” *국제지역연구*, 제11권 제2호, 68-89.
- Agtmael, A.(2007), *The Emerging Markets Century: How a New Breed of World-class Companies is Overtaking the World*, Free Press: New York.
- Ali, S. and W. Guo(2005), "Determinants of FDI in China," *Journal of Global Business and Technology*, 1(2), 21-33.
- Anold, D. J. and J. A. Quelch(1998), "New Strategies in Emerging Markets," *Sloan Management Review*, 40(1), 7-20.
- Bénassy-Quéré, A., Fontagné, L. and A. Lahrière-Révil(2004), How Does FDI React to Corporate Taxation?, mimeo.
- Bellak, C. and M. Leibrecht(2005), Effective Tax Rates as a Determinant of Foreign Direct Investment in Central and East European Countries: A Panel Analysis, SFB International Tax Coordination Discussion Paper, 7, WU Vienna University of Economics and Business, Vienna.
- Chung, W.(2001), "Mode, Size and Location of Foreign Direct Investments and Industry Markups," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 45, 185-211.
- Coughlin, C. and V. Arromdee(1991), "State Characteristics and the Location of Foreign Direct Investment within the United States," *The Review of Economics and statistics*, 73(4), 675-683.
- Cui, G. and Q. Liu(2000a), "Emerging Market Segments in a Transitional Economy: A Study of Urban Consumers in China," *Journal of International Marketing*, 9(1), 84-106.
- Cui, G. and Q. Liu(2000b), "Regional Market Segments of China: Opportunities and Barriers in a Big

- Emerging Market,” *Journal of Consumer Marketing*, 17(1), 55–72.
- Daniels, J. D. and L. H. Radebaugh(2001), *International Business: Environments and Operations*, 9th edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Dunning, J. H.(1977), “Trade, Location of Economic Activity, and the Multinational Enterprise,” in B. Ohlin et al. (eds.) *The International Allocation of Economic Activity*(London, Macmillan, 1977), 395–418.
- Dunning, J. H.(1980), “Toward an Eclectic Theory of International Production,” *Journal of International Business Studies*, 11(1), Spring/Summer, 10–12.
- Dunning, J. H.(1988), “The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions,” *Journal of International Business Studies*, 19(1), Spring, 1–32.
- Dumludag, D., Saridoga, E. and S. Kurt(2008), Determinants of Foreign Direct Investment: An Institutional Approach.
- Freyssenet, M., Shumizu, K., and G. Volpato(eds.)(2003), *Globalization or regionalization of the American and Asian Car Industry?*, London, New York, Palgrave Macmillan.
- Friedman J., Gerlowski D. and J. Silberman(1992), "What Attracts Foreign Multinational Corporations? Evidence from Branch Plant Location in the United States," *Journal of Regional Science*, 32(4), 403–418.
- Garten, J. E.(1997), “Troubles Ahead in Emerging Markets,” *Harvard Business Review*, May–June, 38–49.
- Ghemawat, P.(2010), “Finding Your Strategy in the New Landscape,” *Harvard Business Review*, March, 54–60.
- Goldman Sachs(2009), *The BRICs Nifty 50: The EM & DM winners*, Global Portfolio Strategy.
- Griffith, D. A., Cavusgil, S. T. and Xu, S.(2008), “Emerging Themes in International Business Research,” *Journal of International Business Studies*, 39(7), 1220–1235.
- Guillen, M. F.(2000), “Business Groups in Emerging Economies: A Resource–based View,” *Academy of Management Journal*, 43(3), 362–380.
- Henisz, W. J. and B. A. Zelner(2010), “The hidden Risks in Emerging Markets,” *Harvard Business Review*, April, 1–8.
- Hong, E., Sun, L. and T. Li(2008), *Locational of Foreign Direct Investment in China: A Spatial Dynamic Panel data Analysis by Country of Origin*, Discussion Paper 86, Department of Financial & Management Studies, University of London.  
<http://www.cefims.ac.uk/documents/research-79.pdf>
- Hoskisson, R., Eden, L., Lau, C. and M. Wright(2000), “Strategy in Emerging Economies,” *Academy of Management Journal*, 43(3), 249–267.
- Hymer, S. H.(1960), *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign*



- Investment, Ph.D. Thesis, (published by MIT Press under the same title in 1976).
- IHS Global Insight(2010), World Overview Table, Detailed Forecast Data.
- Jensen, N.(2005), Do Low Corporate Tax Rates Attract Multinational Corporation?, University of Nottingham Research Paper, No.2005/43, December.
- Johnson, M. W. and H. Nair(2011), "New Business Models in Emerging Markets," *Harvard Business Review*, January–February, 89–95.
- Khanna, T. and K. G. Palepu(1997), "Why Focused Strategies may be Wrong for Emerging Markets," *Harvard Business Review*, July–August, 41–51.
- Khanna, T., Palepu, K. G. and J. Sinha(2005), "Strategies that Fit Emerging Markets," *Harvard Business Review*, June, 63–76.
- Kinkel, S and G. Lay(2004), Produktionsverlagerungen unter der Lupe, Mitteilungen aus der Produktionsinnovationserhebung Nr, 34, Fraunhofer–Institut Fur System– Und Innovationsforschung(ISI), Karlsruhe.
- Krugman P.(1992), *Geography and Trade*, MA: The MIT Press.
- Kwaka, J.(1984). "Market Power and Market Change in the U.S. Automobile Industry," *The Journal of Industrial Economic*, 32(4), 509–522.
- Kwon, H. K.(2004), *Fairness and Division of Labor in Market Societies*, New York: Berghahn Books.
- Luo, Y., Sun. J. and S. L. Wang(2001), "Emerging Economy Copycats: Capability, Environment and Strategy," *Academy of Management Perspective*, May, 37–56.
- Na, L. and W. S. Lightfoot(2006), "Determinants of Foreign Direct Investment at Regional Level in China," *Journal of Technology Management in China*, 1(3), 261–278.
- Oviatt, B. M., and P. P. McDougall(1994), "Toward a Theory of International New Ventures." *Journal of International Business Studies*, 25(1), 45–64.
- Peng, M. W.(2001), "The Resource–based View and International Business," *Journal of Management*, 27, 803–829.
- Peng, M. W.(2004), "Identifying the Big Question in International Business Research," *Journal of International Business Studies*, 35(2), 99–108.
- Porter, M. E.(1998), "Cluster and the New Economics of Competition," *Harvard Business Review*, 76(6), 77–90.
- Porter M. E.(1990), *The Competitive Advantage of Nations*, New York, Free Press.
- Prahalad, C. K. and K. Lieberthal(1998), "The End of Corporate Imperialism," *Harvard Business Review*, July–August, 109–117.
- Ramamurti, R.(2004), "Developing Countries and MNEs: Extending and Enriching the Research Agenda," *Journal of International Business Studies*, 35(4), 277–283.
- Ramamurti, R. and J. V. Singh(2009), *Emerging Multinationals in Emerging Markets*, Cambridge

- University Press, Cambridge: U.K.
- Ready, D. A., Hill, L. A. and J. A. Conger(2008), "Winning the Race for Talent in Emerging Markets," *Harvard Business Review*, November, 1–9.
- Ricart, J. E., Enright, M. J., Ghemawat, P., Hart, S. L. and Khanna, T.(2004), "New Frontiers in International Strategy," *Journal of International Business Studies*, 35(3), 175–200.
- Root, F. R. and A. A. Ahmed(1979), "Empirical Determinants of Manufacturing Direct Investment in Developing Countries," *Economics Development and Cultural Change*, 751–767.
- Shankar, S., Ormiston, C., Bloch, N., Schaus, R. and VishWanath, V.(2008), "How to Win in Emerging Markets," *Harvard Business Review*, Spring, 49(3), 18–23.
- Shatz, H. J. and A. J. Venables(2000), The Geography of International Investment, Policy Research Working Paper, 2338, The World Bank.
- UNCTAD(2009), World Investment Report 2009; Transnational Corporations, Agricultural Production and Development, Geneva: UN, 2009.
- Wei, S. J.(2000), "How Taxing is Corruption on Internal Investors," *Review of Economics and Statistics*, 82(1), 1–11.
- Wells, L. T.(1983), *Third World Multinationals: The Rise of Foreign Investment from Developing Countries*, The MIT Press.
- Wheeler, D. and A. Mody(1992), "International Investment Location Decisions: the Case of U.S. Firms," *Journal of International Economics*, 33, 57–76.
- Williamson, O.(1985), *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, London and New York: The Free Press.
- Williamson, O.(1986), What is Transaction Cost Economics?, in Williamson, O. (ed) *Economic Organisation: Firm, Market and Policy Control*, New York University Press.
- Williamson, O.(1989), Transaction Cost Economics, in Schmalensee, R. and Willig, R. (eds.), *Handbook of Industrial Organisation*, V.1., Elsevier Science Publisher.
- Womack, J. and D. Jones(1984), "The Fourth Transformation in Autos." *Technological Review*, 87(7), 20–37.
- Woodward, D.(1992), "Locational Determinants of Japanese Manufacturing Start-ups in the United States," *Southern Economic Journal*, 58(3), 57–76.
- Voyer, P. A. and P. W. Beamish(2004), "The Effect of Corruption on Japanese Foreign Direct Investment," *Journal of Business Ethics*, 50(3), 211–224.



**신흥국 제품시장의 미시제도에 따른  
다국적기업의 전략 연구:  
LG전자의 중국 및 인도시장 진출**

**Research on the relationship between MNE localization  
and micro institutional change:  
The case of China and India**

**김 장 훈**

(충남대)

국제경영학회\_해외학술대회

신흥국 제품시장의 미시제도에 따른  
다국적기업의 전략 연구:  
LG전자의 중국 및 인도시장 진출



2014. 7. 1

김 장 훈



## Table of Contents

- 연구배경
- 연구문제(Research Questions)
- 이론적 연구: 제도 기반 관점
- 기업사례연구: LG전자의 중국/인도 가전시장 진출
- 결론/시사점



## 연구배경: 기업의 글로벌화?

### • 'Big Questions' in International Business\*

- 직접투자(FDI)
- 기업의 국제화(Internationalization)
- 다국적기업(MNC/MNE)의 전략

### • 글로벌시장은 다국적기업의 무덤인가?

- 독일(Aldi vs Wal-mart), 일본(Aeon vs Tesco)
- 중국(Haier vs Whirlpool), 인도(LGE vs Videocon)
- 한국의 경우
  - ✓ 제조업: 백색가전(LGE vs Haier)
  - ✓ 유통업: 할인소매점(이마트 vs Carrefour)
  - ✓ 서비스업: 기업용 S/W(더존비즈온 vs SAP코리아)

### • 세계적 수준의 다국적기업, 국제화의 성공/실패?

- 글로벌환경, 즉 로컬시장에 대한 이해 부족인가, 현지화 전략의 실패인가?

\* P. Buckley(2002), P. Ghemawat(2003), M. Peng(2004) et al.

2



## 연구문제(Research Questions)

- ✓ 신흥시장의 이질성(Heterogeneity)에 어떻게 접근할 것인가?
- ✓ 현지 제품시장의 미시제도는 다국적기업의 현지화에 어떤 영향을 미칠 수 있는가?
- ✓ 한국계 다국적기업에게 무슨 시사점을 제공할 수 있는가?

3



## 문헌연구: 신흥시장의 특성 연구

### □ 보편적 특성에 관한 연구

- 인당 소득 수준은 낮으나 산업의 동태적 변화, 풍부한 잠재력과 변동성, 시장경제의 채택과 경제자유화 추진, 규제 완화 등의 특성(Luo, 2002; Luo & Tung, 2007; Wright et al., 2005)
- 시장경제의 편입으로 경제적 고성장을 달성하고 있으나, 정치적 불확실성이 상존하는 시장임.

### □ 제도적 특성에 관한 연구: 제도 기반 관점

- 공식/비공식, 거시/미시제도 변화가 포괄적, 근본적으로 일어나는 제도적 과도기, 제도적 공백이 존재하는 시장(Khanna & Palepu, 1997; Khanna et al., 2005; Peng, 2003; Peng et al., 2008)
- 다국적기업의 현지화 성과 제고를 위해서라도 신흥국의 제도적 차이를 규명해야 함(Makino et al., 2004; Meyer & Tran, 2006).

### □ 소비시장 특성에 관한 연구

- 신흥시장에서 다국적기업의 투자전략에 초점을 맞춘 반면, 신흥시장을 소비시장으로 이해하는데 부족(Cui & Liu, 2000a, 2000b) (예) 세계GDP 중 개인소비: 1970년 62% -> 2008년 71%
- 미시제도 측면에서 소비 패턴, 소비자 기호, 인식 및 행동 등 질적 특성을 파악하는 것은 신흥국 제품/소비재 시장을 이해하는 첩경(Cui & Liu, 2000a, 2000b; Kim et al., 2012)
- 소득수준 양극화, 소비자 선호 다양화로 말미암아 **파편화, 세분화** 되어 있는 시장(Luo et al., 2011)
- 불확실성이 높은 신흥시장일수록 국가, 산업 및 기업 차원을 통합하는 다차원 접근법, **상황이론**의 적용가능성이 높다(Bamberger, 2008; Li & Kozhikode, 2008).

4



## 문헌연구: 신흥시장에 대한 접근법

### □ 신흥시장: 왜 중국과 인도시장인가?

- 신흥시장의 부상: BRIC, BRICET, CIVETS, MAVINS, VISTA, MIKT, VIP, etc.  
(예) BRICET, 세계 인구의 85% 점유, 세계총생산(GDP)에서도 선진국 이미 추월
- 중국과 인도는 신흥경제대국(BRIC) 중 하나
- 2050년 중국과 인도는 전세계 GDP의 1/2, 인당 소득수준은 G7의 1/3 전망(Ghemawat, 2010)
- 양국은 모두 한국과 자유무역협정을 체결(CEPA)하거나 협상(RCEP) 중에 있음.

### □ 신흥시장의 양면성과 외국인비용(Liability of foreignness)

- 선진국과 신흥시장은 서로 다른 시장이다(Bhattacharya & Michael, 2008)
- 그러나 신흥시장도 다를 뿐만 아니라 개별시장의 이질성도 높은 수준이다(Hoskisson et al., 2000; Khanna & Palepu, 1997; Khanna et al., 2005; Luo & Tung, 2007)
- 한국의 경우 로컬시장의 이질성 - 소비자 니즈, 전략적 중요도, 경쟁상황, 경쟁사, 로컬사업자 - 에 따라 MNE도 경쟁열위에 직면함. (예) SAP, eBay, Starbucks vs Wal-mart, Nestle, McDonald's
- 본국과 다른 신흥시장으로 진출하는 다국적기업은 외국인비용을 부담할 수밖에 없다(Kostova & Zaheer, 1999; Gaur & Lu, 2007).
- 이질적 신흥시장에서 외국인비용을 줄이려면 현지 제품시장에 대한 로컬지식이 핵심적이다 (Meyer et al., 2009; Khanna & Palepu, 2010).

5



## 문헌연구: 제도 기반 관점

### □ 신흥시장에 대한 접근법: 제도 기반 관점

- 통합적 접근이 가능하기 때문에 국제경영에서도 제도 기반 관점의 적용이 빈번하다(Peng et al., 2008, 2009)
- 제도적 환경의 변화는 다국적기업과 로컬기업의 행동에 서로 다른 영향을 미칠 수 있다 (Dunning & Lundan, 2008; Hitt et al., 2004, 2005; Kostova, 2008; Meyer, 2004).
- 공식/비공식, 거시/미시제도 변화는 기업의 전략적 선택(전략, 역량, 의사결정 프로세스)에 영향을 미친다(Peng, 2009; Peng et al., 2008, 2009).
- 신흥시장일수록 공식제도보다 비공식제도(문화)가 미치는 영향력이 훨씬 더 크다(Redding, 2005; Hofstede, 2007; Singh, 2007; Rodriguez et al., 2005).

### □ 신흥국 제품시장: 미시제도(Micro institutions)

- 신흥시장도 시장 하부구조 - 제품개발, 공급망, 브랜드, 유통망, 소비성향, 소비자 니즈 - 에 따른 이질성이 존재함(Cui & Liu, 2000a, 2000b; Hitt et al., 2005; Meyer et al., 2011).
- 제품시장 하부구조는 다국적기업의 생존에 영향을 미치기도 함(Khanna et al., 2005).
- 제품시장의 미시제도 - 소비, 소비자, 경쟁 - 변화도 기업의 생존에 영향을 미치는 제도적 환경이다(Meyer, 2004; Khanna et al., 2005; Khanna & Palepu, 2010).

6



## 사례연구: 중국/인도 가전시장

### □ 가전산업의 특성

- 산업의 글로벌화 수준은 시간이 지남에 따라 동태적 변화를 거듭한다.
- 글로벌 통합과 지역별 적응의 압력을 동시에 충족하는 초국적산업으로 진화하고 있음.
- 선진국-한국, 한국-신흥국, 신흥국-신흥국 간에 소비 동조화 수준과 제품시장의 이질성 차이가 존재함.

### □ 중국 가전시장

- 1978년 중국 정부의 개혁·개방 정책 → 외국계기업에 대한 조속한 시장개방 추진
- 중국의 입지우위 + 중국 정부의 지원 + 외국계기업의 기술이전
- 성공적 국제화와 혁신으로 로컬사업자의 시장지배력이 강화되고 있음.
- 글로벌 브랜드보다 로컬 브랜드에 대한 소비자의 선호와 구매로 연결됨.
- 제품시장의 성숙(초과공급과 가격경쟁) → 최근 프리미엄 제품의 고급화 경쟁 치열

### □ 인도 가전시장

- 인도시장 개방, 외국기업 진출과 내수시장 확대에 따라 고속 성장을 보이고 있음.
- 대도시 집중 + 청년층 인구 비중 + 중산층 확대 → 내구소비재, 즉 가전제품의 수요 증가
- 로컬기업 약세, 일본계 기업의 재진출, 한국계 기업의 약진이 두드러짐.
- 제품시장이 성장단계로 진입 → 향후 지속적인 수요가 창출될 것으로 기대

7





## 사례연구: LG전자 소개

### ■ 기업개요(Company Overview)

- 대표이사: 구본준 부회장
- 비전: Global Top 3 달성 by LG Way
- 1958년 국내 최초의 라디오 개발 → 디지털 분야의 글로벌 리더로 성장하고 있음.
- 2013년 전세계 117개 사업장에서 매출액 58조 1,404억원 달성, 종업원 85,905명 보유

### ■ 사업 포트폴리오

- 총 5개 사업부: HE(TV), MC(휴대폰), HA(세탁기, 냉장고), A&E(에어컨), VC(자동차 부품)
- 2013년 부문별 매출(조원): HE(21.1), MC(12.9), HA(11.8), A&E(4.6), 기타(7.5)
- 2013년 기준 점유율: 평면TV(15.4%), 휴대폰(4.0%), 냉장고(9.7%), 세탁기(11.6%)

### ■ 재무성과: 지역별 매출액

(단위: 억 원)

	2011	2012	2013
한국	123,684	135,619	144,494
북미	117,904	111,024	114,094
유럽	72,592	56,119	64,489
신흥국	263,327	248,464	263,219
합계	577,399	551,226	581,404

8



## 사례연구: LG전자의 중국 진출

### ■ 중국 가전시장의 이질성

- 소비성향: 소득수준과 지리적 분포에 따른 대도시/중소도시/농촌지역의 격차
- 소비자 니즈: 소득, 지역별 소비자 니즈의 파편화, 편의성 높은 로컬 브랜드 선호
- 경쟁상황: 로컬기업 + 글로벌기업의 각축 → 제품시장의 경쟁강도가 높은 편임.
- 유통채널: 전영점(양판점) 중심의 새로운 유통채널 출현과 제조업체의 협상력 약화
- 혁신적, 차별화된 로컬사업자(Dominant local player)의 존재  
(예) 하이얼: 세탁기(38.9%), 에어컨(23.1%), 냉장고(38.4%), (c.f.) 메이디
- 중국정부: 로컬기업에 대한 중앙/지방정부의 직·간접적 지원 (예) 가전하향(家電下鄉) 정책

### ■ LG전자의 현지화 전략

- 1993년 해주 합작법인, 1995년 중국 지주회사 설립
- 현지 밀착형 중국기업 지향: 지역본부(5개), 생산법인(13개), 연구소(6개) 설립과 운영
- 마케팅, 인적자원, 생산 및 연구개발의 현지화 도모
  - ✓ 목표고객: 대도시/중소도시/농촌지역의 대규모 중산층 공략
  - ✓ 중저가 제품과 프리미엄 고급 제품의 혼재로 이원화된 가격책정 고수
  - ✓ 대도시 직접 진출 + 중소도시 직접 진출과 경소상 활용 + 농촌지역 경소상 활용
- 부진원인: 로컬기업의 주도, 주력제품의 중첩, 역량과 전략의 분산, 중저가 이미지 등
- 현지성과: 2012년 세탁기(5.6%), 냉장고(3.8%), 2013년 평판TV(2.6%)

9



## 사례연구: LG전자의 인도 진출

### ■ 인도 가전시장의 이질성

- 소비성향: 소득수준의 격차가 존재함에도 불구하고 소비에 대한 강한 열망을 보여줌.
- 소비자 니즈: 적정 품질, 저렴한 가격, 현지에 특화된 제품을 구매하려는 젊은 층 고객
- 경쟁상황: 일본기업의 철수/재진출, 로컬기업 부진 등 제품시장의 경쟁강도가 높지 않은 편임.
- 유통채널: 농촌지역의 열악한 인프라로 말미암아 유통망 구축과 고객 접근성 제고가 힘들.
- 로컬사업자: 로컬브랜드보다 글로벌 브랜드의 약진과 각축장 (예) Sony, Samsung, LGE

### ■ LG전자의 현지화 전략

- 1993, 1995년 합작투자 무산 → 1997년 단독투자 방식으로 진출
- 현대자동차의 성공방정식: 생산과 마케팅의 허브 → 인도의 국민브랜드 목표
- 마케팅전략
  - ✓ 가족의 가치를 중시하는 중산층의 젊은 소비계층
  - ✓ 새로운 품질기준과 현지에 적합한 신제품 개발과 판매. (예) India Insight
  - ✓ 중저가/중고가 가격 → 가격 대비 성능 어필
  - ✓ 지역 거점의 배송·유통망(Remote Area Office) 활용, 신속한 고객센터 서비스 제공
- 성공요인: Extended coverage전략, 연구개발/생산/마케팅/인적자원의 현지화
- 현지성공: 2011년 평판TV 점유율 1위, 2013년 세탁기 및 에어컨 점유율 1위

10



## 결론/시사점

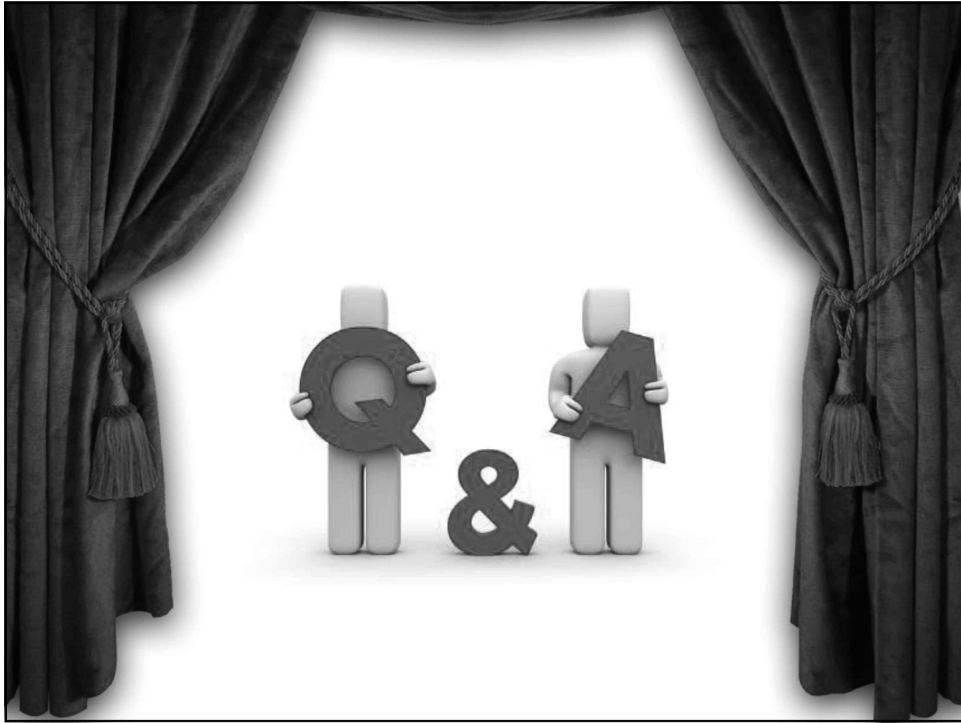
### □ 결론

- 다국적기업은 신흥시장의 보편성보다 개별 신흥국의 이질성을 파악하는데 주력해야 할 것이다.
- 제품시장처럼 직접적 경쟁이 발생하는 하부구조를 이해하는 것은 다국적기업의 성과 제고에 기여한다.
- 제품시장의 미시제도 변화에 어떻게 대응하는지에 따라 자회사의 현지화 성과는 달라질 것이다.
- 소비자 니즈의 파편화, 강력한 로컬사업자의 존재, 로컬정부의 정책적 지원 등은 현지 제품시장의 이질성을 초래할 뿐만 아니라 자회사의 성과에 부정적 영향을 미칠 것이다.

### □ 시사점

- 외부환경보다 통제 가능한 요소, 현지화 관련 전략과 역량을 변화시키는데 주력해야 할 것이다.
- 한국계 다국적기업은 현지화에 필요한 로컬지식뿐만 아니라 파트너, 정부로부터 우호적 관계를 형성하려
- 사례기업과 자료 접근성으로 말미암아 연구결과의 일반화 가능성이 떨어진다.
- 복수국가, 복수기업에 대한 사례연구를 토대로 체계적인 후속연구가 필요할 것이다.

11



**기업가 지향성, 흡수역량, 제품개발 관계에 관한 연구:  
한국수출기업을 중심으로**

**A study on relationship of Entrepreneurial Orientation,  
Absorptive Capacity, and Product Development:  
A focus on Korean Export Enterprises**

**김 성 호**

경남과학기술대학교 전자상거래학과 부교수

## I. 서론

오늘날의 일반적인 사업환경은 제품과 비즈니스 모델의 수명주기가 짧아지고 있다는 것이다(Hamel, 2000), 결론적으로 기존 사업의 운영을 통해 발생하는 미래 수익은 불확실해지고 기업은 새로운 기회를 지속적으로 추구해야 한다(Wiklund and Shepherd, 2005). 따라서 이러한 기업들은 기업가적 전략 지향성(entrepreneurial strategic orientation)을 채택함으로써 이윤을 얻을 수 있다. 기업가적 전략 지향성은 혁신적인 제안을 시장에 제시하고, 새롭고 불확실한 시장에서 서비스와 제품을 출시하여 위험을 추구하려는 성향과 관련이 있고 새로운 시장 기회에 대해 경쟁자들보다 좀 더 선도적으로 되는 것을 의미한다(Covin and Slevin, 1991). Convin과 Slevin(1991)에 의해서 제시된 기업가적 전략 지향성은 연구자들에 의해 실증적 연구를 통한 지지를 받아왔다. 그리고 몇몇 연구들은 좀 더 기업가적 전략 지향성을 채택하고 있는 기업이 더 나은 성과를 나타낸다는 사실을 제시하고 있다(Wiklund, 1999; Zahra, 1991; Zahra and Covin, 1995).

그러나 이러한 주장들은 논쟁의 여지가 있다. Smart와 Conant(1994)은 기업가 지향성과 성과의 관계에 있어서 유의한 증거를 발견하지 못하였고 Hart(1992)는 특정한 상황에서 기업가 유형 전략들(entrepreneurial-type strategies)은 오히려 더 나쁜 성과와 관련이 있다고 주장하였다. 기업가 지향성과 성과에 관한 연구결과들이 상이한 것은 연구 설계와 방법론적 차이점에 의해 나타난다고 할 수도 있지만 그러한 차이는 기업가 지향성과 성과에 직접적 인과관계가 있다고 하기에는 인과적 모호성이 존재한다는 사실을 보여주는 것이다.

본 연구는 기업가 지향성과 성과에 관한 연구결과가 상이하게 나타나는 이유는 기업가 지향성과 성과의 직접적인 관계를 설정하였기 때문이라고 보았다. 그러나 지금까지의 연구에서 밝히고자 하는 중요한 관계는 기업가 지향성이 성과에 영향을 미치는가 하는 것이다. 따라서 본 연구에서는 기업가 지향성이 성과에 미치는 영향과 기존의 연구에서 이 둘의 관계가 지지되기도 하고 그렇지 않은 경우도 있으므로 이를 매개하는 변수를 제시하는 것을 연구의 목적으로 삼고자 한다. 본 연구에서는 이러한 개념으로 흡수역량을 제시할 것이다.

흡수역량이란 새로운 지식을 확인, 축적, 활용하는 기업의 능력을 의미하는데(Cohen and Levinthal, 1990) 이러한 역량은 기업의 지식을 창출하고 흡수하는데 있어서 매우 중요한 역량을 취급되고 있으며 이러한 역량을 축적하고 있는 기업은 그렇지 못한 기업에 비해 성과에서 차이가 난다고 할 것이다.

본 연구에서는 흡수역량을 보유한 기업은 그렇지 못한 기업에 비해 더 높은 성과를 나타낸다고 보고 이를 기업가 지향성과 성과와의 관계를 매개하는 변수로 제시하고자 한다. 그리고 본 연구에서의 성과는 일반적인 기업성과를 측정하지 않고 신제품 개발로 측정하고자 한다. 일반적으로 신제품 개발은 사업의 성장과 장기간의 성공에 있어서 중요한 요소이다(Hooley et al, 2005). 혁신 관련 연구들은 신제품 개발과 관련되는 요인들을 찾아내는 것을 주요한 연구주제로 삼아왔다(Chang and Cho, 2008; Henard and Szymanski, 2001). 이러한 요인들 중에서 기업의 역량이 기업의 지속적 생존을 위한 핵심 요소로 고려되고 있다(Day, 1994; Menguc and Auh, 2006). 특히 신제품의 소개는 신뢰할 수 있는 투입물을 시

장혁신으로 변환시키는 조직역량에 의존한다(Atuahene-Gima, 2005; Yalcinkaya, et al., 2007). 신제품 개발에 영향을 미치는 조직역량으로써 본 연구는 기업가 지향성과 흡수역량을 제시하고자 한다.

경영문헌에서 기업가 지향성은 신제품 개발에서 탐색적이고 위험추구 행위를 하게 하는 학습과 선택 기제로 보고 있다(Lumpkin and Dess, 1996; Miller, 1983). 즉, 기업가 지향성을 추구하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 신제품 개발에 상당한 영향을 미치는 것이다. 그리고 신제품 개발을 위해서는 내부와 외부에 존재하는 새로운 지식이나 정보를 지속적으로 탐색, 흡수하고 이를 체화시켜서 신기술을 개발하거나 이를 새로운 공정에 적용할 수 있는 역량을 지녀야 할 것이다. 그리고 이러한 역량을 기존의 연구에서 흡수역량이라고 제시하고 있기에 기업가 지향성은 흡수역량과 관련성이 높을 것이고 신제품 개발에 있어서 요구되는 지식창출과 흡수에 있어서도 중요한 역할을 수행할 것이기 때문에 본 연구에서는 기업가 지향성과 신제품 개발의 매개변수로 제시하고자 한다.

이상의 연구목적 달성을 위하여 본 연구에서는 기존 문헌들을 바탕으로 기업가 지향성에 관한 하위 차원을 제시하고 이를 다항목으로 측정할 하고 흡수역량에 관해서도 기존의 연구들을 바탕으로 하위 차원과 측정항목을 제시하고자 한다. 기존 문헌들을 바탕으로 본 연구에 적합한 척도들을 개발하고 이를 설문조사를 통해 측정하고자 한다.

본 연구의 대상으로는 수출기업들을 대상으로 할 것이다. 그 이유는 수출기업은 국내기업에 비해 새로운 시장에 도전하는 기업이고 이는 새로운 시장을 개척하려는 도전 정신을 지니고 있는 기업이라는 의미이며 잘 알지 못하는 시장에 진입하여 사업을 한다는 것은 현지 시장에 대한 지속적인 정보와 해당 시장에 대한 지식을 축적해야 한다는 것을 의미한다. 그리고 현지에 대한 정보와 지식을 바탕으로 현지시장에 맞는 제품을 개발하는 것이 해외 시장에 진출한 기업이 생존할 수 있는 전제 조건이 되기 때문에 그렇지 못한 기업에 비해서 기업가 지향성이나 흡수역량이 뛰어나다고 보고 이들 기업을 대상으로 본 연구를 진행하고자 한다.

본 연구의 대상은 수출기업을 선정하였다. 그 이유는 기업가 지향성은 신규진입에 따른 의사결정 행동들, 관행, 절차를 의미하는 것이므로(Lumpkin and Dess, 1996) 국내기업들 보다는 기존의 제품 또는 신제품을 이용하여 새로운 시장 즉, 해외시장에 진출하는 기업들이 국내 기업들보다 기업가 지향성이 높을 것이라고 보았고 수출기업은 국내기업에 비해 새로운 시장에 도전하는 기업이고 이는 새로운 시장을 개척하려는 도전 정신을 지니고 있는 기업이라는 의미이며 잘 알지 못하는 시장에 진입하여 사업을 한다는 것은 현지 시장에 대한 지속적인 정보와 해당 시장에 대한 지식을 축적해야 한다는 것을 의미한다. 그리고 현지에 대한 정보와 지식을 바탕으로 현지시장에 맞는 제품을 개발하는 것이 해외 시장에 진출한 기업이 생존할 수 있는 전제 조건이 되기 때문에 그렇지 못한 기업에 비해서 기업가 지향성이나 흡수역량이 뛰어나다고 보고 이들 기업을 대상으로 본 연구를 진행하고자 한다.

이상의 연구목적 달성을 위하여 본 연구에서는 다음과 같은 내용을 제시할 것이다. 먼저, 문헌 연구를 통해서 기업가 지향성과 흡수역량에 관해 제시를 하고 다음으로 문헌연구를 바탕으로 연구모형과 연구가설을 제시할 것이다. 제시된 연구모형을 분석하기 위한 연구방법론과 수집된 자료를 바탕으로 분석을 실시하고 결과를 제시할 것이다. 마지막으로 본 연구가 지니고 있는 함의와 향후의 연구 방향과 연구의 한계점을 제시할 것이다.

## II. 문헌연구와 연구가설

### 2.1 기업가 정신과 기업가 지향성

기업가 지향성에 관한 개념을 파악하기에 앞서 기업가 정신(entrepreneurship)과 기업가 지향성의 차이를 파악할 필요가 있다. 이 두 개념의 차이는 전략경영문헌에서 제시하는 내용(content)과 과정(process)의 차이와 비교하면 쉽게 이해가 된다. 전략경영에서 전략 내용의 기본 질문은 “우리는 어떤 사업으로 시장에 진입해야 하는가”이다. 이와 동일하게 기업가 정신은 어떤 사업을 하려고 하는 것과 관련이 있다. 전략경영의 분야가 발전되면서 강조점이 기업가 과정으로 이동되었고 이것은 기업가적으로 행동하기 위해 경영자들이 사용하는 방법, 관행, 그리고 의사결정 스타일을 의미한다. 기업가 과정은 가능성이 있는 신기술에 관한 실험, 새로운 제품-시장 기회를 잡고자 하는 의지, 위험한 모험을 시도할 수 있는 성향과 같은 것을 포함한다.

따라서 기업가 지향성은 새로운 사업을 시작하게 하는 의사결정 활동, 관행, 과정들은 의미한다(Lumpkin and Dess 1996). 그리고 기업가 지향성을 규정짓는 핵심적인 차원들은 자발적으로 행동하는 성향, 혁신하고 위험을 두려워하지 않는 의지, 경쟁자에 대해 공격적으로 대응하는 성향, 시장 기회에 상대적·선도적으로 반응하는 것이다. Lumpkin과 Dess(1996)는 이러한 성향들을 자율성(autonomy), 혁신성(innovativeness), 위험추구(risk taking), 선도성(proactiveness), 경쟁 공격성(competitive aggressiveness)으로 명명하고 이러한 차원들이 기업가 지향성을 이루는 요소라고 보았다.

각각의 차원들을 살펴보면 자율성은 생각 또는 비전을 제시하고 그것이 완성될 때까지 실행하는 개인 또는 팀의 독립적인 행동을 의미한다. 일반적으로 자율성은 기회를 추구할 때 자발적으로 하려는 의지나 능력을 의미하고 조직 상황에서는 답답한 조직의 제약에서 벗어나려는 행동을 의미한다. 따라서 전체 기업가 과정에서 본다면 조직 구성원이 독립적으로 행동하고 핵심 의사결정을 수행하고 이를 진행시키는데 있어 자유로운 상태에 있는 것을 의미한다.

혁신성에 관해 살펴보면 Schumpeter(1934, 1942)는 기업가 과정에서 혁신의 역할을 강조하였다. 그는 새로운 기업이 성장하고 기존 기업들로부터 자원이 이전되도록 하는 새로운 제품이나 서비스의 등장에 의해 기존의 시장 구조가 파괴되고 부가 창출되는 현상을 “창조적 파괴”라는 경제적 과정으로 설명을 하였다. 이러한 순환활동의 핵심은 기업가 정신이다. 혁신적이고 새로운 조합으로 시장에 경쟁적으로 진입하는 것은 경제의 동태적인 발전을 빨라지게 한다고 그는 보았다(Schumpeter, 1934). 따라서 혁신성은 기업가 정신을 특징짓는데 사용되는 중요한 요소이다. 혁신성은 기술 공정 또는 신제품·서비스를 생겨나게 하는 창의적인 과정, 실험, 아이디어, 참신성을 지원하고 연관시키는 기업성향을 의미한다. 그리고 혁신성은 중요한 이유는 기업이 새로운 기회를 추구하는데 있어서 중요한 수단이 되기 때문이다.

위험 추구에 관해 보면 초기의 기업가정신의 문헌들은 스스로 일을 하는 것을 기업가정신의 생각과

같다고 보았다(Cantillon, 1974; Shane, 1994). 공식적으로 기업가정신이라는 용어를 처음 사용한 Cantillon(1974)은 자기 고용의 위험성과 불확실성이 고용된 직원과 기업가를 구분하는 주요한 요인이라고 보았고 위험 추구의 개념을 기업가정신을 설명하는데 자주 사용하였다. 이러한 위험은 크게 세 가지로 구분할 수 있는데 첫 번째는 미지에 대한 모험이고 두 번째는 상대적으로 큰 자산의 일부분을 투입하는 것이고 세 번째는 큰 규모로 차입을 하는 것이다(Baird and Thomas, 1985). 미지에 대한 모험은 일반적으로 기업가정신 연구에서 많이 적용하는 위험이고 이러한 위험은 개인적 위험, 사회적 위험, 심리적 위험 등이 있다(Gasse, 1982). 재무적 측면에서 보면 위험은 익숙한 위험-수익의 상쇄관계로 표현될 수 있고 이때의 위험은 부의 결과 또는 손실 확률로써 정의될 수 있다. Miller와 Friesen(1978)은 위험 추구를 정의할 때에 크고 위험한 자원 투입을 자발적으로 할 수 있는 경영자의 수준으로 정의를 하였다. 따라서 기업가 지향성을 가진 기업은 시장 기회를 잡고자 하는 상황에서 높은 수익을 획득하기 위해 큰 자원 투입 또는 대규모 차입을 발생시키는 것과 같은 위험추구 행위를 하는 특징이 있다.

선도성은 미래 변화, 수요, 문제들에 대한 기대에 따라 행동하는 것을 의미한다. 이 단어가 지닌 의미처럼 선도성은 기업가 지향성에서 중요한 요소이다. 그 이유는 혁신적이고 새로운 모험 행위는 항상 앞을 내다보는 관점을 지니고 있기 때문에 가능하다. Miller와 Friesen(1978)은 기업의 의사결정이 선도성을 나타내는가는 “신제품, 기술, 관리 기법을 소개함으로써 환경을 만드는가 아니면 이에 단지 반응하는가?”라는 질문에 대한 답에 보면 알 수 있다고 하였다. 선도적인 기업은 환경을 만드는 기업일 것이다. 이와 유사하게 Venkatraman(1989)은 선도성을 쇠퇴기 또는 성숙기의 수명주기에 있는 운영부문을 전략적으로 제거하고 경쟁에 앞서 브랜드와 신제품을 제시하고 현재의 생산부문과는 관련이 없거나 있을 수 있는 새로운 기회들을 추구함으로써 미래 수요를 예측하고 행동하는 것을 목표로 하는 과정이라고 정의하였다.

마지막으로 경쟁 공격성은 신설 벤처 기업들이 기존 기업들에 비해 실패하는 성향이 있으므로 많은 학자들이 신설 벤처 기업들의 생존과 성공을 위해서는 기존 기업에 대한 공격적인 자세와 과감한 경쟁을 하는 것이 필요하다고 주장을 하였다(MacMillan, 1982; Porter, 1985). 경쟁 공격성은 시장에서 산업 경쟁자보다 더 나은 성과를 달성하고 산업내 지위를 향상시키거나 진입에 성공하기 위해 경쟁자들에게 직접적이고 과감하게 도전하는 기업의 성향을 의미한다.

지금까지 제시된 기업가 지향성에 대한 하위 차원은 Lumpkin과 Dess(1996)에 의해 제시된 것이다. 이들은 Miller(1983)이 제시한 혁신성, 위험 추구, 선도성에 자율성, 경쟁 공격성을 추가하여 기업가 지향성을 구성하는 하위 차원을 제시하였다.

Lumpkin과 Dess(1996)의 연구는 기업가 지향성을 체계적으로 잘 제시하였다는 측면에서는 의의가 있고 이를 적용하여 연구를 실행한 연구도 있다(Li et al., 2009). 그러나 대부분의 연구자들은 Miller(1983)가 제시한 차원을 주로 다루었다(Covin and Slevin, 1989; Morris and Paul, 1987; Naman and Slevin, 1993, Dada and Watson, 2012; Wiklund and Shepherd, 2005; Wiklund et al., 2009). 이 외에도 Lumpkin과 Dess(2001)는 기업가 지향성과 기업 성과에 관한 연구에서 선도성과 경쟁 공격성으로만 기업가 지향성을 측정하기도 하였다. 이들이 두 하위 차원을 중심으로 연구를 진행한 이유는 기존



의 연구들이 다른 차원에 관한 연구는 많이 다루었지만 이 두 차원에 대한 연구는 많이 다루지 않았기 때문이다. 그리고 이 두 개념이 구별이 되는 서로 다른 개념임에도 불구하고 상호교환이 가능한 개념으로 보고 있는 연구자들이 많기 때문에 이를 명확히 구별하기 위해서이다. 다음으로는 기존에 기업가 지향성을 다섯 차원으로 제시하였는데 이는 사회과학적 측면에서 본다면 너무 복잡하고 축약(parsimony)을 위해 두 차원만을 대상으로 연구를 수행하였다.

기업가 지향성에 대한 연구동향을 보면 기업가 지향성을 어떻게 측정할 것인가에 대한 다양한 연구들이 행해졌다는 것을 알 수 있다. 본 연구에서는 연구의 정밀성으로 본다면 Lumpkin과 Dess(1996)의 연구가 적당하다고 할 수 있고 연구의 축약성 측면을 고려한다면 Lumpkin과 Dess(2001)의 연구가 적당하다고 할 수 있다. 그러나 본 연구에서는 엄밀성과 축약성을 둘 다 고려하여 Miller(1983)가 제시한 혁신성, 위험 추구, 선도성을 이용해 기업가 지향성을 측정할 것이다.

## 2.2 흡수 능력의 개념 및 차원

지속적 경쟁우위를 창출하게 하는 지식을 창조하기 위한 요인을 무엇인가에 대해 다양한 주장이 있지만 최근에 다양한 연구분야에서 활용되고 있는 흡수 능력이라는 개념이 다수의 연구자들에 의해서 지지되고 있다. 초기에 흡수 능력은 조직 현상을 설명하기 위해 사용되었으나 최근에는 조직학습, 산업 경제학, 자원준거시각, 동태적 역량 관점에서 사용되고 있다. 다양한 연구분야에서 흡수 능력을 사용하고 있으나 흡수 능력에 관한 정의는 연구별로 상이한 부분이 존재한다. 기존 연구들은 암묵적으로 지식을 관리하기 위한 일련의 기업능력으로 흡수 능력을 정의하고 있다. 그러나 흡수 능력의 정의와 조작화는 매우 다양하다. 몇몇 연구자들은 흡수 능력에 대한 개념적 정의도 없이 사용하였고(예, Glass and Saggi, 1998; Keller, 1996), 몇몇 연구자들은 기술 변화에 대한 기업의 이해력(receptivity)으로 사용하였고(Kedia and Bhagat, 1998), 몇몇은 외부 지식을 사용하기 위한 기업의 능력으로 이해하였다(Koza and Lewin, 1998).

대표적인 흡수 능력의 정의를 살펴보면 Cohen과 Levinthal(1990)은 새로운 지식을 확인-축적-활용하는 기업의 능력으로 정의하였고 Mowery와 Oxley(1995)는 외부에서 유입되는 지식을 변형하고 이전된 지식의 암묵적 요소를 다루기 위해 요구되는 일련의 광범위한 전문 기술이라고 정의하였고 Kim(1997, 1998)은 문제를 해결하고 학습하는 능력으로 정의하였다. Zahra와 George(2002)는 흡수 능력은 동태적 조직 역량을 만들어내기 위해 지식을 이용-축적-변환-획득하는 기업의 조직 과정과 일상성의 집합으로 정의를 하고 있다. 이상의 견해를 종합해 보면 흡수 능력은 지식을 적용, 축적, 가치있게 만드는 능력도 되고 지식기반과 성과의 조합이기도 하다. 이처럼 흡수 능력은 Cohen과 Levinthal(1990)이 처음 이 용어를 사용한 이후로 다양한 정의와 다양한 연구분야에서 사용이 되고 있다.

흡수 능력의 정의를 보면 이 개념이 다차원적 속성을 지니고 있다는 것을 알 수 있다. 그런 이유로 이를 실제 연구에서 조작화하고 이용하기 위해서는 흡수 능력을 개념을 다차원적으로 제시해주어야 할 필요가 있다. 이러한 대표적인 연구로 Zahra와 George(2002)와 Lane과 Koka(2006)의 연구가 있다. 먼저 Zahra와 George의 연구를 살펴보면 이들은 흡수 능력이 다차원적인 측면을 지니고 있는 관계로

흡수 능력을 ‘동태적 조직 역량을 만들어내기 위해 지식을 이용(exploitation)·축적(assimilation)·변환(transformation)·획득(acquisition)하는 기업의 조직 과정과 일상성의 집합’으로 정의를 하고 있다. 이들은 흡수 능력을 이용·축적·변환·획득의 네 가지 차원으로 보았다. 획득과 축적은 잠재적 흡수 능력이라고 보았고 이용과 변환은 실현된 흡수 능력이라고 제시하였다. 획득은 기업 활동에 중요한 외부 발생된 지식을 획득하고 파악하는 기업능력을 의미한다. 축적은 외부 원천에서 확보한 정보를 이해하고 해석하고 처리하고 분석할 수 있도록 하는 기업의 일련의 과정과 활동을 의미한다. 변환은 축적되고 새롭게 획득한 지식과 기존의 지식을 결합하도록 촉진하는 활동을 조정하고 개발하도록 하는 기업의 능력을 의미한다. 마지막 차원인 이용은 기업 활동에 획득되고 전환된 지식을 이용하여 새로운 지식을 만들거나 기존의 역량을 강화확대·정비하는 조직 역량을 의미한다. 이들은 흡수역량이 네 가지 차원으로 분류하면서 이들을 두 가지로 나누어 분류하였다. 획득과 축적을 잠재적 흡수역량(potential absorptive capacity)라고 하였고 이용과 변환을 실현된 흡수역량(realized absorptive capacity)라고 하였다.

두 번째의 대표적 연구로 Lane과 Koka(2006)의 연구가 있다. 이들은 Cohen과 Levinthal(1990)이 제시한 개념을 받아 들여 세 가지의 차원으로 흡수 능력을 나누었고 이러한 차원이 조직 내에서 다른 절차를 가지게 된다고 제시하였다. 이들은 각각의 차원을 탐색적(exploratory) 학습, 변환적(transformative) 학습, 활용적(exploitative) 학습으로 나누어 제시하였고 이 각각의 차원이 상관이 없는 것이 아니라 깊은 관련성을 지니고 있다고 하였다. 탐색적 학습은 새로운 지식을 인식하고 이해하는데 이용된다. 변환적 학습은 가치있는 외부 지식을 축적하는 것을 의미한다. 변환적 학습은 어떻게 새롭게 획득한 지식이 기업의 기존 지식과 결합하는지에 영향을 미치게 된다. 마지막으로 활용적 학습을 제시하였는데 이 학습은 축적된 외부 지식을 적용하는데 이용된다.

## 2.3 연구가설

앞서 밝혔듯이 본 연구는 수출기업의 기업가 지향성, 흡수역량이 신제품 개발에 어떻게 영향을 미치는가를 밝히는 것을 연구목적으로 하고 있다. 이와 동시에 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

앞서 기업가 지향성의 개념에서도 보았듯이 기업가 지향성은 다차원적인 속성을 지니고 있다. 특히, 본 연구에서는 기업가 지향성의 하위 차원으로 혁신성과 선도성, 위험성을 제시하고 있으며 이들 하위 차원들은 흡수역량과 관련성이 있다고 보고 있다. 그 이유는 기업가 지향성은 탐색을 통한 학습과 실험을 장려하고 가장 잘 일어날 수 있는 환경을 제공한다(Quinn, 1985). 기업가 정신에서 혁신성은 새로운 시장 기회를 탐색하고 이러한 기회를 잡기 위해 기존의 제품이나 서비스와는 다른 새로운 제품이나 서비스를 제시하고 이를 통해 부를 창출하는 것이다. 이러한 혁신을 위해 기업들은 신기술을 탐색하고 이를 실험하는 일들을 반복한다. 탐색과 실험이 추구하는 기본적인 목적은 고객의 잠재적 수요에 초점을 맞추므로써 신제품 개발 역량을 향상시키는 것을 목표로 한다(Brown, 1991; Hamel and Prahalad, 1991). 즉 탐색과 실험은 흡수역량에서 본다면 잠재적 흡수 역량과 실현된 흡수역량에 해당하는 것이다. 즉, 새로운 지식을 획득하고 이를 실험하고 실험을 통해서 획득된 정보와 기술을 축적하여 이를 실제 제품이나 공정의 혁신에 활용하는 것이다. 혁신성을 지닌 기업은 혁신을 달성하기 위해

새로운 지식이나 기술을 지속적으로 탐색하고 실험한다. 따라서 그러한 기업을 그렇지 못한 기업에 비해 흡수역량이 뛰어나다고 할 것이다.

혁신성과 더불어 선도성도 기업의 흡수역량에 정의 영향을 미칠 것이다. 다른 경쟁자들에 비해 선도적으로 제품과 서비스를 출시하고 이를 통해서 시장의 기회를 잡고 초과이윤을 선도적 기업은 달성할 수 있다. 선도적인 기업은 그렇지 못한 기업에 비해 환경을 자신에게 유리하게 만들고 이를 위해 기업은 기존의 제품이나 생산라인을 폐쇄하고 새로운 제품을 생산할 수 있는 공장을 경쟁자들 보다 앞서 건립하고 여기에 투자를 한다. 따라서 선도적 기업은 환경을 기업에게 유리하도록 만들고 이를 위해 경쟁자들보다 앞서 신제품과 브랜드를 소비자들에게 제시하는 것이다. 그러나 이러한 행동을 하기 위해서는 시장과 소비자에 대한 정보와 지식이 빠르게 탐색하고 흡수하여 기업의 제품, 디자인 등에 반영하여야 하고 이를 생산현장에도 접목해야 하는 것이다. 이러한 조직의 일상적인 활동을 Zahara와 George(2002)는 흡수역량이라고 정의하고 있다. 따라서 기업가 지향성의 선도성 또한 흡수역량을 강화하는 역할을 수행하게 될 것이다.

그러나 기업의 선도성은 기본적으로 기존의 안전한 생산라인과 브랜드를 제거하고 이를 대체하는 제품과 브랜드를 제시하는 것이므로 상당한 자원의 투입을 요구하게 되고 이러한 자원의 투입은 위험을 동반하게 된다. 따라서 선도성은 일반적으로 높은 위험을 수반한다(Biggadike, 1979). 기업가 지향성의 위험 추구는 높은 성과로 기업에게 보답하기는 하지만 이를 위해서는 실패를 두려워하지 않는 기업 문화가 형성되어 있어야 한다. 따라서 새로운 정보와 지식을 획득하고 이를 현장이나 공장, 제품에 실험해 보는 것을 두려워해서는 안되는 것이다. 이러한 기업 문화와 조직의 일상성을 지니고 있는 기업은 흡수역량이 높은 기업이라고 하겠다. 따라서 위험 추구 성향이 높은 기업은 흡수역량 또한 높다고 하겠다. 기업 내부의 지식만을 활용하는 기업은 흡수역량을 높이는데 한계가 있을 것이고 이러한 기업을 외부 지식이나 정보를 수시로 획득하고 이를 기업에 적용해 보고자 하는 것이다. 그러나 이러한 기업들은 이러한 실험이나 적용이 원하는 결과를 가져오지 않는다고 하여 이러한 일을 수행하는 구성원이나 부서에게 불이익을 주지 않는다. 그렇게 함으로써 기업이 다른 기업에 비해 보다 빠르게 새로운 지식이나 기술을 창출하고 축적할 수 있기 때문이다. 이상의 논리를 바탕으로 다음과 같은 가설을 제시하고자 한다.

*<가설 1> 기업가 지향성은 흡수역량에 정의 영향을 미친다.*

*<가설 1-1> 선도성은 흡수역량에 정의 영향을 미친다.*

*<가설 1-2> 혁신성은 흡수역량에 정의 영향을 미친다.*

*<가설 1-3> 위험 추구는 흡수역량에 정의 영향을 미친다.*

흡수역량은 기술적 기회의 확인과 획득을 빠르게 한다. 이러한 흡수역량이 높은 기업들을 그렇지 못한 기업들에 비해서 외부시장의 기회와 정보를 빠르게 흡수하고 이를 구현할 수 있는 역량을 지니고 있는 기업이다. 따라서 흡수역량이 높은 기업들을 그렇지 못한 기업들에 비해서 신제품 개발 역량이 뛰어날 것이다. 그리고 신제품 개발 역량이 뛰어난 기업들은 그렇지 못한 기업들에 비해서 시장내에서

매출의 증가가나 시장 점유율이 높을 것이다. 그리고 신제품 개발 역량이 뛰어난 기업들은 기존 제품이 지니고 있는 단점이나 장점을 강화한 제품을 고객에게 지속적으로 제시함으로써 고객의 만족도를 높이고 궁극적으로는 고객 애호도를 높이는 역할을 하게 된다. 그리고 경쟁 기업에 비해 빠르게 신제품을 개발하는 기업들은 그렇지 못한 기업에 비해서 시장내의 지위를 강화하는 역할도 한다고 하겠다.

그리고 본 연구에서는 기존의 기업가 지향성의 연구에서 성과와의 관계를 밝히고자 했던 연구들이 일관된 결과를 보여주지 못한 이유로 기업가 지향성과 성과와의 관계를 매개시켜 주는 변수들을 제대로 제시하지 못하였기 때문이라고 판단을 하였고 이러한 변수로 흡수역량을 제시하였다. 흡수역량은 기업가 지향성과 신제품 개발 성과와의 관계를 매개하는 역할을 수행할 것으로 본 연구에서 제시하였다. 이상의 논리를 바탕으로 다음과 같은 가설을 제시하고자 한다.

<가설 2> 흡수역량은 신제품 개발 성과에 정의 영향을 미친다.

<가설 2-1> 잠재적 혁신역량은 신제품 개발 성과에 정의 영향을 미친다.

<가설 2-2> 실현된 혁신역량은 신제품 개발 성과에 정의 영향을 미친다.

<가설 3> 흡수역량은 기업가 지향성과 신제품 개발 성과의 관계를 매개하는 역할을 할 것이다.

<가설 3-1> 흡수역량은 선도성과 신제품 개발 성과의 관계를 매개하는 역할을 할 것이다.

<가설 3-2> 흡수역량은 혁신성과 신제품 개발 성과의 관계를 매개하는 역할을 할 것이다.

<가설 3-3> 흡수역량은 위험 추구와 신제품 개발 성과의 관계를 매개하는 역할을 할 것이다.

## III. 연구방법론

### 1. 표본설계와 자료수집

연구가설을 검증하기 위하여 본 연구에서는 문헌연구를 바탕으로 제시된 개념들의 개념적 정의와 함께 조작화를 실시하였다. 그리고 이러한 조작화를 바탕으로 설문지를 작성하였다. 본 연구의 표본프레임은 대한상공회의소에서 제작한 “2010년 전국기업총람”을 이용하여 수출기업을 선정하였다. 이 중에서도 자료수집의 편의성을 위해 부산경남 지역의 중소 수출제조기업을 대상으로 설문조사를 실시하였다. 수출기업을 연구대상으로 선정한 이유는 국내에서 활동하는 기업에 비해 시장 변화나 기회를 선점하려는 의지가 높을 것이라는 판단 때문이다. 그리고 제조기업을 선정한 것은 본 연구가 신제품 개발과 기업가 지향성의 관련성을 밝히는 연구인 관계로 서비스 기업을 제외하였다.

표본프레임을 통해서 추출된 총기업의 수는 872개 업체가 선정이 되었고 이 업체들을 대상으로 설문조사를 실시하였다. 설문조사 기간은 2011년 12월부터 2012년 3월까지 실시하였으며 총 166부를

회수하였다.

응답기업의 기업특성은 기업규모(종업원수), 설립년도, 응답자의 직위, 응답자의 근무기간만을 조사하였고 아래 [표 1]과 같다. 기업규모 측면에서 보면 300인 미만의 기업이 71% 이상을 차지하고 있어 본 연구에서 제시한 중소기업에 해당하는 기업이 71%이다. 중소기업기본법에서 중소기업을 분류하는 경우에 제조업은 상시 근로자 수 300명 미만 또는 자본금 80억원 이하를 기준으로 하지 있지만 중소기업 육성시책의 대상이 되는 기업의 경우는 상시근로자 1천명 미만의 기업을 기준으로 하고 있기에 본 연구에서는 이 기준을 적용하여 중소기업으로 보았다. 그리고 설립년도를 보면 5년 미만인 기업이 30%를 차지하고 5년 이상인 기업이 70%를 차지하고 있다. 이점은 본 연구가 신생기업과 기존기업의 기업가 지향성을 동시에 살펴볼 수 있다는 의미에서 고른 분포를 이루고 있다는 것을 보여주고 있다. 5년에서 10년 사이의 기업도 전체 응답률에서 25%를 차지하고 있고 15년 이상된 기업도 20% 정도를 차지하고 있어 고른 분포를 보여주고 있다. 응답자들의 직위를 보면 대리 이상이 차지하는 비중이 80% 이상으로 나타나고 있고 응답자의 근무연수를 보면 5년 이상 근무하였다고 응답한 응답률이 71% 이상을 차지하고 있어 기업의 전반적인 내용을 잘 알고 있는 응답자들이 설문에 응했다는 것을 알 수 있다.

[표 1] 응답기업과 응답자의 특성

종업원 수	100 미만	100이상-200미만	200명이상-300명미만	300명이상-500미만	500이상-1000미만	
응답업체수	34(20.5%)	59(35.5%)	26(15.7%)	27(16.3%)	20(12.0%)	
설립년도	5년 미만	5년 이상-10년 미만	10년 이상-15년 미만	15년 이상		
응답업체수	51(30.7%)	44(26.5%)	38(22.9%)	33(19.9%)		
직위	이사	부장	차장	과장	대리	사원
응답자수	1(0.6%)	15(9.0%)	27(16.3%)	41(24.7%)	49(29.5%)	33(19.9%)
근무기간	1년이상-5년미만	5년이상-10년미만	10년이상-15년미만	15년이상-20년미만	20년이상	
응답자수	47(28.3%)	43(25.9%)	33(19.9%)	26(15.7%)	17(10.2%)	

## 2. 변수의 조작화와 측정

본 연구에서 제시된 개념은 기업가 지향성, 흡수역량, 신제품 개발 성과이다. 기업가 지향성은 혁신성, 선도성, 위험 추구 세 가지 차원으로 측정을 하였고 신제품 개발의 향상은 단일 차원으로 측정을 하였다. 각 차원들의 설문항목은 [표 2]에서 제시하고 있다. 각 설문항목은 7점의 리커트 스케일로 측정하였다.

본 연구에서 제시된 개념들의 정의를 살펴보면 다음과 같다. 혁신성은 “기업이 신공정을 개발하고 신제품을 소개할 때에 실험과 창의성을 자발적으로 지원하는 정도”로 정의하였고 위험 추구는 “미지의 새로운 시장에 신규진입하고 불확실한 결과를 지닌 벤처 기업에 상당한 자원 또는 대규모 차입을 투

입하는 것과 같은 과감한 행동을 하는 성향”으로 정의하였고 선도성은 “시장에 주도권을 장악함으로써 기업이 시장 기회와 관련되게 되는 정도”로 정의하였다. 그리고 흡수역량은 잠재적 흡수역량과 실현된 흡수역량으로 제시하였다. 잠재적 흡수역량은 “외부에서 창출된 지식을 식별하고 습득하여 이를 조직의 정보와 지식으로 만드는 과정”으로 정의하였고 실현된 흡수역량은 “흡수되고 축적된 정보를 시장의 요구와 필요에 따라서 활용하고 변화시키는 과정”으로 정의하였다. 마지막으로 신제품개발의 성과는 “기업이 출시하는 신제품이 시장과 조직에 미치는 영향의 정도”로 정의하였다. 이상의 정의를 바탕으로 [표 2]의 설문항목을 완성하였다.

[표 2] 연구변수의 설문항목

연구변수		설문항목	참고문헌
기업 가지 향성	혁신성	최고경영층이 연구개발, 혁신, 기술적 리더십을 강조함(ino1), 매우 많은 제품 라인을 가지고 있음(ino2), 제품라인의 변화가 상당히 대규모로 이루어짐(ino3)	Li et al.(2009), Dada and Watson(2012), Miller(1983), Lumpkin and Dess (1996), Knight(1997)
	선도성	신제품을 자주 시장에 출시함(pro1), 최고경영층은 다른 기업이 신제품을 출시하기 전에 제품을 시장에 출시하는 경향이 있음(pro2), 경쟁 기업들에 시장의 주도권을 쥐려고 함(pro3)	
	위험 추구	고위험의 프로젝트에 대해 강한 선호를 가지고 있음(risk1), 기업의 목적 달성을 위해 과감하고 광범위한 행동을 할 필요가 있음(risk2), 기업내에서 항상 새로운 실험과 시도를 하려고 하는 분위기가 있음(risk3)	
흡수 역량	잠재적 흡수역량	고객과의 접촉을 통한 시장 정보 수집 경험(pac1), 외부기관을 통한 제품 관련 기술정보 수집 경험(pac2), 시장 동향에 대응하는 정도(pac3), 시장 수요의 변화를 신속하게 분석하는 정도(pac4), 직원의 혁신활동의 적응 정도(pac5)	Jansen and Volberda (2005)
	실현된 흡수역량	획득한 정보나 지식을 활용하기 위해 기록하는 정도(rac1), 획득한 정보나 지식의 유용성을 파악하는 정도(rac2), 고객의 불평을 활용하는 정도(rac3), 부서 간의 역할과 책임이 명확한 정도(rac4), 새로운 지식을 어떻게 활용할지에 대해 고민하는 정도(rac5),	Jansen and Volberda (2005)
신제품 개발성과		신제품 출시에 따른 매출액 향상(npd1), 신제품 출시에 따른 시장점유율의 향상(npd2), 고객만족도 증가(npd3)	Ettlie(1983), Dewar and Dutton(1986), Li et al.(2006)

## IV. 분석 및 결과

### 1. 신뢰성 및 타당성 분석

회수된 설문지를 바탕으로 연구가설을 검증하기 위하여 크게 세 단계를 거쳐야 한다. 첫 번째는 신뢰성 분석을 실시하고 두 번째는 타당성 분석을 실시할 것이며 마지막으로 이러한 과정을 통해서 추출된 변수들을 이용하여 가설검증을 실시할 것이다. 가설검증은 다중회귀분석을 이용할 것이다. 먼저

신뢰성 분석을 살펴보면 PLS 분석의 결과로 나온 Composite 신뢰성 지수와 Cronbachs alpha 값을 이용하여 분석하고자 한다. Composite 신뢰성 지수는 0.7이상이면 수용할 수 있는 수준이고(Fornell and Larcker 1981; Chin et al., 1996) Cronbach alpha 값은 0.7이상이면 높은 신뢰성을 나타낸다고 할 수 있다(Cronbach, 1951). [표 3]에 나타난 결과를 보면 Composite 신뢰성 지수의 최소값은 0.882이고 Cronbachs alpha 값은 최소값이 0.862이며 나머지 변수들은 모두 0.7이상이므로 신뢰성에 있어서 전반적으로 문제가 없다고 할 수 있겠다. 두 번째는 타당성 분석이다. 타당성 분석은 탐색적 요인분석과 PLS의 측정모형을 분석하여 실시하고자 한다. 탐색적 요인분석의 경우 요인 적재치가 0.5이하인 항목을 제거하고 아이겐 값이 1.0 이상인 요인만을 추출할 것이다. [표 4]에 요인분석의 결과를 제시하였고 제시된 요건에 모두 부합한다는 것을 알 수 있다.

[표 3] 연구변수 측정모형 요약결과

연구변수	AVE	Composite reliability	Cronbachs alpha
혁신성	0.812	0.882	0.862
선도성	0.904	0.946	0.946
위험추구	0.842	0.905	0.905
잠재적 흡수역량	0.889	0.958	0.958
실현된 흡수역량	0.893	0.940	0.940
신제품개발성과	0.916	0.968	0.969

[표 4] 연구변수의 요인분석 결과

측정항목	요인1	요인2	요인3	요인4	요인5	요인6
위험추구	risk1			0.955		
	risk2			0.915		
	risk3			0.880		
선도성	pro1	0.985				
	pro2	0.878				
	pro3	0.984				
혁신성	ino1					0.819
	ino2					0.878
	ino3					0.847
잠재적 흡수역량	pac1				0.980	
	pac2				0.932	
	pac3				0.908	
	pac4				0.949	
실현된 흡수역량	rac1		0.914			
	rac2		0.970			
	rac4		0.950			
신제품 개발	npd1	0.936				
	npd2	0.964				
	npd3	0.966				
	npd4	0.962				

[표 5] 연구변수 상관관계표

	선도성	신제품 개발	실현된 흡수역량	위험성	잠재적 흡수역량	혁신성
선도성	<b>0.901</b>					
신제품개발	0.284	<b>0.950</b>				
실현된 흡수역량	0.174	0.859	<b>0.917</b>			
위험성	0.196	0.169	0.297	<b>0.942</b>		
잠재적 흡수역량	0.160	0.889	0.867	0.152	<b>0.944</b>	
혁신성	0.798	0.306	0.265	0.327	0.169	<b>0.957</b>

다음으로 PLS 측정모형의 결과를 바탕으로 집중 타당성과 판별 타당성을 살펴볼 것이다. 집중 타당성은 AVE 값이 0.5이상이면 되고(Fornell and Larcker 1981; Subramani, 2004), 판별 타당성은 상관관계수와 변수들의 AVE 제곱근 값을 비교하여 AVE 제곱근 값이 모든 변수들 간의 상관관계 값보다 클 경우 판별 타당성이 있는 것으로 해석한다(Compeau et al., 1999; Subramani, 2004). [표 3]을 보면 AVE 값이 모두 0.5이상으로 나타나 집중 타당성은 확보가 된 것으로 보인다. 그리고 판별 타당성은 [표 5]의 상관관계표에 제시하고 있는데 대각선에 제시된 굵은 문자들이 각 변수들의 AVE 제곱근 값이다. 상관관계의 최대값이 0.889이고 AVE 제곱근 값의 최소값은 0.901로 나타나고 있어 판별 타당성은 문제가 없는 것으로 판단된다.

신뢰성과 타당성 분석을 통해서 나타난 결과는 현재 추출된 변수들을 이용하여 가설검증을 실시하는 것이 문제가 없다는 것을 보여주고 있다.

## 2. 가설검증결과

본 연구는 기업가 지향성이 흡수역량에 영향을 미치고 흡수역량이 신제품 개발성과에 미치는 영향을 분석하는 것을 목적으로 하고 있다. 제시된 가설을 검증하기 위하여 PLS를 이용하여 분석을 실시하였다. 먼저 <가설 1>과 <가설 2>는 구조방정식을 이용하여 분석하였다. 그리고 <가설 3>의 매개변수 분석은 매개효과를 측정하는 방법 중에서 간접효과의 표본 분산의 부트스트래핑하는 방법을 사용하고 자 한다.

[표 6] &lt;가설 1&gt;과 &lt;가설 2&gt; 검증결과

경로	경로계수	표준오차	T값	가설검증결과
선도성 → 잠재적흡수역량	0.415	0.087	4.746***	<가설 1-1>채택
선도성 → 실현된흡수역량	0.280	0.074	3.768***	
혁신성 → 잠재적흡수역량	0.156	0.076	2.051**	<가설 1-2>채택
혁신성 → 실현된흡수역량	0.263	0.070	3.740***	



위험추구 → 잠재적흡수역량	0.028	0.073	0.382	<가설 1-3>기각
위험추구 → 실현된흡수역량	-0.052	0.114	0.453	
잠재적흡수역량 → 신제품성과	0.382	0.064	5.843***	<가설 2-1>채택
실현된흡수역량 → 신제품성과	0.487	0.065	7.523***	<가설 2-2>채택

주 : \*  $p<0.1$ ; \*\*  $p<0.05$ ; \*\*\*  $p<0.01$

다음으로 매개효과를 분석하기 위하여 다음과 같은 절차를 거쳤다. 먼저, PLS를 이용하여 매개효과를 분석하기 위해서는 매개변수가 포함되지 않은 직접효과모형의 경로 모형에서 변수들간의 관계가 유의적이어야 한다. 만약 변수들간의 직접효과모형이 유의적이지 않다면 매개효과가 없다고 할 것이다. 직접효과모형이 유의적이면 매개변수를 포함시킨 PLS 경로 모형의 유의성 검증을 실시하여야 하고 여기서 간접효과가 유의적이지 않으면 매개효과가 없고 유의적이면 매개효과가 있는 것이다. 그리고 매개효과의 크기는 VAF(Variance Accounted For)를 이용하여 평가를 실시한다. VAF 값이 0.8보다 크면 완전매개효과가 있는 것이고 VAF값이 0.2보다는 크거나 같고 0.8보다는 작거나 같으면 부분 매개효과가 있는 것이고 VAF 값이 0.2보다 작으면 매개효과가 없는 것으로 평가한다.

본 연구에서는 매개변수가 없는 경로모형을 먼저 검증하였고 아래의 [표 7]에 제시를 하였다. 매개변수가 없는 직접효과 모형에서 위험추구는 유의적인 관계가 나타나지 않았기에 매개효과가 없다고 할 것이다. 그러나 선도성과 혁신성은 직접효과가 있기에 선도성·혁신성, 잠재적·실현된 흡수능력과 신제품성과에 대한 간접효과를 PLS 경로 모형을 이용하여 간접효과를 측정하였고 이를 바탕으로  $VAF(P_{12} \cdot P_{23}) / (P_{12} \cdot P_{23} + P_{13})$  값을 구하였고 그 결과를 살펴보면 모두 0.8이상으로 나타나고 있다. 따라서 흡수능력이 선도성, 혁신성과 신제품 성과와의 관계에서 매개변수의 역할을 하는 것으로 나타나고 있다.

[표 6] <가설 3> 검증결과

경로	경로계수	표준오차	T값	가설검증결과
선도성 → 신제품성과	0.337	0.078	4.286***	<가설 3-1>채택
잠재적 흡수능력 VAF= 0.865 실현된 흡수능력 VAF= 0.870				
혁신성 → 신제품성과	0.232	0.080	2.900***	<가설 3-2>채택
잠재적 흡수능력 VAF= 0.843 실현된 흡수능력 VAF= 0.902				
위험추구→신제품성과	-0.040	0.100	0.402	<가설 3-3>기각

주 : \*  $p<0.1$ ; \*\*  $p<0.05$ ; \*\*\*  $p<0.01$

## V. 결론

본 연구는 기업이 지향성이 흡수역량에 영향을 미치고 흡수역량이 신제품개발성과에 영향을 미치는 가를 파악하기 위한 연구이다. 이상의 목적을 달성하기 위하여 기업이 지향성과 흡수역량에 관한 문헌

연구를 실시하였고 이를 바탕으로 연구가설을 제시하였으며 연구가설을 증명하기 위하여 수출기업을 대상으로 설문조사를 실시하였다. 설문조사된 결과를 바탕으로 연구가설을 검증하기 위하여 타당성과 신뢰성 검증을 실시하였다. 이를 바탕으로 본 연구에서 제시한 가설검증을 실시하였다.

가설검증은 PLS를 이용하였으며 <가설 1>과 <가설 2>의 경우에는 구조방정식 모형을 이용하여 가설검증을 하였다. <가설 3>의 경우에는 흡수역량의 매개효과를 분석하는 것이 필요하여 PLS를 이용한 매개효과절차에 따라서 <가설 3>을 검증하였다. 검증된 결과를 간단히 살펴보면 기업가 지향성 중에서 혁신성과 선도성은 흡수역량에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 흡수역량은 신제품개발 성과에 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 흡수역량이 매개변수으로써 역할을 하는가에 대한 <가설 3>은 혁신성, 선도성, 신제품개발 성과의 관계에서 있어서 흡수역량이 매개변수의 역할을 하는 것으로 나타났다.

본 연구가 지니고 있는 의의는 다음과 같다. 먼저, 기업가 지향성, 흡수역량, 신제품개발성과라고 하는 변수들의 관계를 수출기업을 대상으로 살펴보았다는 측면에서 의의가 크다고 하겠다. 앞서 언급하였듯이 수출기업은 국내기업에 비해 기업가 지향성이 높은 기업이고 이러한 기업들의 경우에는 흡수역량을 많이 가지고 있는 기업들이 기업의 신제품개발 성과에서도 높게 나타나는 것으로 나타나 수출기업들이 해외시장에서 성공하기 위해서는 높은 흡수역량을 구축하는 것일 필요하다는 것을 알 수 있었다.

둘째, 기업가 지향성 중에서 선도성이 흡수역량에 크게 영향을 미치는 것으로 나타났고 다음으로 혁신성이 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 위험 추구는 흡수역량에 영향을 미치지 않는 것으로 나타나 기업들 시장을 선도하고 새로운 혁신을 추구하면서 리스크는 최소화하려는 경향이 있다는 것을 본 연구를 통해서 알 수 있었다.

셋째, 흡수역량이 기업의 성과에 영향을 준다는 다수의 연구들이 있었고 특히 연구개발분야에 있어서 중요한 영향을 미친다는 연구들은 다수 있다. 본 연구에서도 흡수역량이 높은 수출기업의 경우는 신제품개발에 따른 성과의 효과를 보는 것으로 나타나 흡수역량의 중요성이 다시 한번 본 연구를 통해서 확인되었다고 하겠다.

넷째, 기업가 지향성에 관한 주요 연구 흐름 중에 하나로 기업가 지향성이 기업의 성과에 직접적인 영향을 미친다는 연구들이 다수 존재한다. 그러나 이러한 연구들의 결과는 일관성이 없는 것으로 나타나고 있는데 본 연구에서 그 이유로 기업가 지향성이 성과에 직접적인 영향을 주는 것이 아니라 다른 변수를 통해서 성과를 미친다고 보았다. 그리고 그러한 변수로 흡수역량을 제시하였다. 매개효과 분석을 통하여 흡수역량이 기업가 지향성을 완전매개하고 있는 것으로 나타났고 이를 통해서 신제품 개발 성과를 향상시키는 것으로 나타났다. 이는 향후 연구에서 기업가 지향성의 매개변수로 흡수역량을 고려할 필요가 있음을 본 연구를 통해 제시해 주는 것이라 하겠다.

## 참고문헌

- 송Atuahene-Gima, K. (2005), "Resolving the capability-rigidity paradox in new product innovation", *Journal of Marketing*, 69(3), 61-83.
- Baird, I. S., and Thomas, H. (1985), "Toward a contingency model of strategic risk taking", *Academy of Management Review*, 10, 230-243.
- Biggadike, R. (1979), "The risky business of diversification", *Harvard Business Review*, 57(3), 103-111.
- Brown, J. S. (1991), "Research that reinvents the corporation", *Harvard Business Review*, 69, 102-111.
- Busenitz, L. W., and Barney, J. B. (1997), "Differences between entrepreneurs and managers in large organizations: Biases and heuristics in strategic decisionmaking", *Journal of Business Venturing*, 12, 9-30.
- Cantillon, R. (1734), *Essai sur la nature du commerce en general: Essay on the nature of general commerce*(Henry Higgs, Trans.). London: Macmillan.
- Chang, D., and Cho, H. (2008), "Organizational memory influences new product success", *Journal of Business Research*, 61(1), 13-23.
- Chin, W. W., Marcolin, B. L. and Newsted. P. R. (1996), "A Partial Least Squares Latent Variable Modeling Approach for Measuring Interaction Effects: Results from a Monte Carlo Simulation Study and Voice Mail Emotion/Adoption Study," in J. I. DeGross, A. Srinivasan & S. L. Jarvenpaa(eds), *Proceedings of the Seventeenth International Conference on Information Systems*, Cleveland, OH, 23.
- Compeau, D. R., Higgins, C. A. and Huff. S. (1999), "Social Cognitive and Individual Reactions to Computing Technology", *MIS Quarterly*, 23(2), 145-158.
- Covin, J. G. and Slevin, D. P. (1991), "A conceptual model of entrepreneurship as firm behavior", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 16(1), 7-24.
- Covin, J. G., and Slevin, D. P. (1989), "Strategic management of small firms in hostile and benign environments", *Strategic Management Journal*, 10, 75-87.
- Dada, O. and Watson, A. (2012), "The effect of entrepreneurial orientation on the franchise relationship", *International Small Business Journal*, 31(8), 955-977.
- Day, G. S. (1994), "The capabilities of market-driven organizations", *Journal of Marketing*, 58(4), 37-52.
- Dewar, R. D., & Dutton, J. E. (1986), "The adoption of radical and incremental innovations: An empirical analysis", *Management Science*, 32(11), 1422-1433.
- Drucker, P. (1985), *Innovation and entrepreneurship*, New York: Harper and Row.
- Ettlie, J. E. (1983), "Organizational policy and innovation among suppliers to the food processing

- sector", *Academy of Management Journal*, 26, 27–44.
- Fornell, C., & Larcker, D. F. (1981), "Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error", *Journal of Marketing Research*, 18(1), 39–50.
- Gasse, Y. (1982), *Elaborations on the psychology of the entrepreneur*, In C. A. Kent, D. L. Sexton, & K. H. Vesper (Eds.). *Encyclopedia of entrepreneurship*: 209–223. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Hamel, G. (2000), *Leading the Revolution*, Harvard Univ. Press, Cambridge, MA.
- Hamel, G. and Prahalad, C. K. (1991), "Corporate imagination and expeditionary marketing", *Harvard Business Review*, 69(4), 81–92.
- Hart, S. L. (1992), "An integrative framework for strategy-making processes", *Academy of Management Review*, 17(2), 327–351.
- Henard, D. H. and Szymanski, D. M. (2001), "Why some new products are more successful than others?", *Journal of Marketing Research*, 38(3), 362–375.
- Hooley, G. J., Greenley, G. E., Cadogan, J. W., and Fahy, J. (2005), "The performance impact of marketing resources", *Journal of Business Research*, 58(1), 18–27.
- Knight, G. A. (1997), "Cross-cultural reliability and validity of a scale to measure firm entrepreneurial orientation", *Journal of Business Venturing*, 12, 213–225.
- Li, Y., Huang, J. and Tsai, M. (2009), "Entrepreneurial orientation and firm performance: The role of knowledge creation process", *Industrial Marketing Management*, 38, 440–449.
- Li, Y., Liu, Y. and Zhao, Y. (2006), "The role of market and entrepreneurship orientation and internal control in the new product development activities of chinese firms", *Industrial Marketing Management*, 35, 336–347.
- Lumpkin, G. T., and Dess, G. G. (1996), "Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance", *Academy of Management Review*, 21, 135–172.
- MacMillan, I. C. (1982), "Seizing competitive initiative", *Journal of Business Strategy*, 2, 43–57.
- Menguc, B. and Auh, S. (2006), "Creating a firm-level dynamic capability through capitalizing on market orientation and innovativeness", *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(1), 63–73.
- Miller, D. (1983), "The correlates of entrepreneurship in three types of firms", *Management Science*, 29, 770–791.
- Miller, D. and Friesen, P. (1978), "Archetypes of strategy formulation", *Management Science*, 24, 921–933.
- Morris, M. H. and Paul, G. W. (1987), "The relationship between entrepreneurship and marketing in established firms", *Journal of Business Venturing*, 2, 247–259.
- Naman, J. L. and Slevin, D. P. (1993), "Entrepreneurship and the concept of fit: A model and empirical

- tests", *Strategic Management Journal*, 14, 137–153.
- Porter, M. (1980), *Competitive strategy*, New York: Free Press.
- Quinn, J. B. (1985), "Managing innovation: Controlled chaos", *Harvard Business Review*, 63(3), 73–84.
- Schumpeter, J. A. (1934), *The theory of economic development*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Schumpeter, J. A. (1942), *Capitalism, socialism, and democracy*, New York: Harper & Brothers.
- Shane, S. A. (1994), "Why do rates of entrepreneurship vary over time?", *Academy of Management Best Paper Proceedings*, 90–94.
- Smart, D. T. and Conant, J. S. (1994), "Entrepreneurial orientation, distinctive marketing competencies and organizational performance", *Journal of Applied Business Research*, 10, 28–38.
- Subramani, M. (2004), "How Do Suppliers Benefit from Information Technology use in Supply Chain Relationships?", *MIS Quarterly*, 28(1), 45–73.
- Venkatraman, N. (1989), "Strategic orientation of business enterprises: The construct, dimensionality, and measurement", *Management Science*, 35, 942–962.
- Wiklund, J. (1999), "The sustainability of the entrepreneurial orientation–performance relationship", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 24 (1), 37–48.
- Wiklund, J. and Shepherd, D. (2005), "Entrepreneurial orientation and small business performance: A configurational approach", *Journal of Business Venturing*, 20, 71–91.
- Wiklund, J., Patzelt, H. and Shepherd, D. (2009), "Building an integrative model of small business growth", *Small Business Economics*, 32, 351–374.
- Yalcinkaya, G., Calantone, R. and Griffith, D. A. (2007), "An examination of exploration and exploitation capabilities: Implications for product innovation and market performance", *Journal of International Marketing*, 15(4), 63–93.
- Zahra, S. (1991), "Predictors and financial outcomes of corporate entrepreneurship: an explorative study", *Journal of Business Venturing*, 6, 259–285.
- Zahra, S. and Covin, J. (1995), "Contextual influence on the corporate entrepreneurship–performance relationship: a longitudinal analysis", *Journal of Business Venturing*, 10, 43–58.



# WE KNOW THE PIZZA



우리의 선택은 언제나  
도미노피자입니다

우빈과 아라가 소개하는  
도미노만의 특별한 피자 노하우!

도우와 토핑의 차이가 피자 맛의 차이를 만듭니다



쫄깃하고 고소한  
저온 숙성 도우



입맛대로 고르는  
다양한 타입의 도우



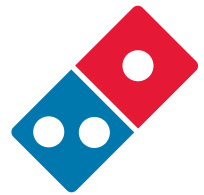
재료 본연의 맛을 살린  
스크린 방식



신선한 해산물과  
야채 토핑



풍부하고 깊은 맛의  
고급 프리미엄 치즈



**Domino's**  
**Pizza®**

# KT&G에는 4,105명의 펀드매니저가 있다?

1+1  
매칭그랜트

## 행복한 나눔이 2배가 되는 KT&G 상상펀드!

임직원이 자발적으로 기부금을 내면  
회사가 똑 같은 금액의 기부금을 조성하는 상상펀드

KT&G는 4,105명의 임직원이 기부대상자를 선정하여  
어려운 이웃을 위한 사랑을 실천합니다

### 상상펀드 운용계획







# 이건창호

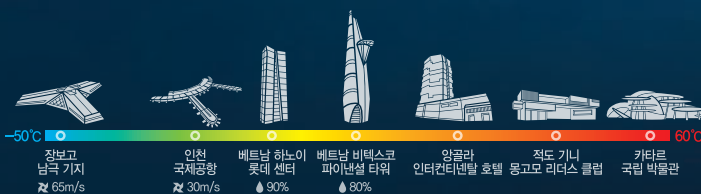
## VS 남극

세계 최고의 시스템 창호, 태양광 발전 기술로  
영하 40도의 혹한, 초속 65m의 강한 눈보라가 몰아치는  
**장보고 남극기지**를 지키고 있습니다.



AWS 90.SI+ (Super Insulation)

정밀하게 설계된 고강도 알루미늄 프로파일



**이건창호**는 영상 50℃의 폭염과 강한 모래폭풍이 부는 중동과 적도, 연평균 3회 이상 강력한 태풍이 부는 대한민국, 습도 80~90%를 넘나드는 동남아, 영하 40℃의 혹한과 초속 65m의 강풍이 부는 남극의 환경을 이겨내기 위해 끊임없이 기술개발을 하고 있습니다.

EAGON  
**이건창호**



**STYLING  
PERFORMANCE**  
Lafuma



# 라푸마, FIT을 다시보다

어떤 상황에서도  
내 발에 FIT  
**라푸마 FX 라이트핏**  
Light FIT



업계 최초 ONE PIECE  
PU-CASTING + GORE-TEX 합재

- 일체형 몰드로 외부 충격으로부터 발 보호와 함께 유연한 FIT감 제공
- 내부 고어텍스 소재 사용으로 방수 투습력 강화



**4D CELL MIDSOLE Hard Density**

- 라푸마 4D CELL은 가벼우면서 내구성 및 반발성이 크게 향상되어 발피로도 감소

**3D STAP Motion Control Frame**

- 3D STAP으로 뒷축 안정성 강화

ETS **TOEIC**

Know English. Know Success.

# Nothing compares to the TOEIC® Program

Give your students the English-language credentials global employers need

In today's global economy, English-language communication has become essential for international commerce. Now more than ever, employers hire job candidates who have the English skills to communicate effectively in the workplace. Educators can help their students compete in the global job market by developing and measuring their English skills.

## TOEIC® Program

**4  
SKILLS  
MEASURED**

When used together, the TOEIC tests provide the most complete assessment of the English skills necessary for workplace success.



**~14,000  
ORGANIZATIONS  
USE THE TOEIC® TESTS**



**USED IN  
150  
COUNTRIES**



**30+  
YEARS AS  
INDUSTRY  
LEADER**

**7 OF THE  
10  
LARGEST  
COMPANIES RELY ON IT**

**~7 MILLION  
tests administered annually**

**YBM / Korea TOEIC® Committee**

copyrighted © 2014 Educational Testing Service. All rights reserved. ETS, the ETS logo and TOEIC are registered trademarks of Educational Testing Service in the United States of America and other countries throughout the world.