

정책토론회 자료

외국인직접투자의 유형별 성과분석 및 정책과제

이성봉

(대외경제정책연구원 연구위원)

한국개발연구원

목 차

I. 서 론	1
1. 연구배경	1
2. 연구의 목적 및 구성	3
II. 외국인직접투자의 유형별 성과에 대한 실증분석	4
1. 분석대상 외국인직접투자의 유형구분	4
2. 투자유형별 성과분석 방법	7
3. 분석결과	9
III. 사례 연구	16
1. LG Philips LCD	16
2. BASF Korea	20
IV. 결론 및 정책과제	25
< 참고문헌 >	28

I. 서 론

1. 연구배경

- 본 연구¹⁾의 출발점에서 갖게된 질문사항은 “외국인직접투자의 진입 형태가 M&A형 투자인지 또는 Greenfield형 투자인지에 따라서 한국의 경제발전에 대한 기여가 차이가 있는가?” 하는 점임.
 - 일반적 생각은 Greenfield형 투자가 M&A형 투자에 비해서 더 유용하다는 것임. 이는 Greenfield형 투자는 투자 시점에서 새로운 설비투자가 이루어지거나 또는 고용창출로 연결되는 반면, M&A형 투자는 투자시점에서 기업경영권만 변경되기 때문임.
 - 이러한 인식은 외환위기 이후 확대된 M&A형 외국인직접투자에 대해서 일반 국민사이에서 혈값매각 논란 등 부정적 이미지 형성과도 어느 정도 관련이 있을 수 있음.
- 이와 관련해서 UNCTAD의 “World Investment Report(WIR) 2000” (UNCTAD, 2000, pp. 159-199)는 이 주제를 당해 년도 보고서의 대표주제로 다루면서 기존 연구들을 총 정리하고 분석하였음. 동 연구에서 분석한 것은 Greenfield형 투자와 M&A형 투자간 투자유치국의 경제발전에 미치는 효과를 다음과 같이 다섯 가지로 구분하여 분석
 - (1) 투자자금의 유입 및 자본형성, (2) 기술이전 효과, (3) 고용 및 인력개발, (4) 수출경쟁력 및 무역, (5) 시장구조와 경쟁 등임.

1) 본 연구는 대외경제정책연구원 정책연구과제 “외국인직접투자 진입유형별 성과분석 및 정책과제”(이성봉, 윤미경, 강준구 공저, 2006년 상반기 출간예정)의 일부임.

- 동 연구의 결과는 단기적으로만 보면 고용 및 투자자금의 유입 등에서 Greenfield형 투자가 M&A형 투자 보다 우위에 있지만, 장기적인 관점에서는 투자유형별로 투자유치국의 경제발전에 미친 영향 사이에서 이들 다섯 가지 사항에 대해서 뚜렷한 차이를 입증하기가 어렵고, 실제로 큰 차이도 없는 것으로 밝혀짐.
 - 오히려 다국적기업의 투자동기가 무엇인가 하는 점과 투자유치국이 외국인투자 진입유형별로 차별적인 긍정적 효과를 이끌어낼 수 있는 투자유치국의 수용능력이 중요하다고 강조
- 이러한 UNCTAD WIR의 연구결과는 기본적으로 한국에도 그대로 적용될 수 있을 것이지만, 본 연구를 수행하게 된 배경은 크게 두 가지임.
- 먼저 이 주제와 관련해서 아직 한국에서 실증분석²⁾을 행한 연구가 아직 없었음.
 - 관련 실증분석이 없었던 이유는 한국에서 M&A를 통한 외국인투자가 본격적으로 실행된 것이 외환위기 이후라는 점에서 분석을 위한 충분한 M&A형 투자가 없었다는 점에 기인
 - 또한 현실적으로 실증연구를 위해서는 두 투자유형을 명백하게 구분해주는 통계가 있어야 하는데, 우리 정부의 외국인투자통계에서 M&A투자와 Greenfield형 투자에 대한 명확한 유형구분이 이루어지지 않았다는 점에도 기인
 - 둘째, “자산인수(Purchase & Assumption: P&A)” 방식으로 이루어진 외국인투자에 대한 유형구분 문제를 어떻게 볼 것인가 하는 것임. 외환위기 이후 급증한 외국인투자의 상당 부분이 자산인수방식으로 이루어졌는데 이를 Greenfield형 투자로 취급했음.

2) UNCTAD WIR의 결과와 유사한 결론을 유출할 수 있는 연구들이 있었음(Yun, 2000년, 2001년).

- 자산인수방식이란 외국인투자자가 국내기업을 인수하면서 법적으로 새로운 회사를 설립하고 이 회사로 하여금 기존 국내기업의 자산 또는 영업의 일부 및 전부를 인수하는 방식을 말함. 이 경우 법적으로나 통계상으로 Greenfield형 투자로 구분되며, 실제로 이들 투자유형에 대해서도 여전히 조세감면이 제공될 수 있음. 그러나 이 투자방식의 경제적 실질은 M&A형 투자라고 할 수 있음.
- 따라서 투자유형별 성과분석에서 P&A형 투자를 M&A형 투자와 Greenfield형과 별도로 구분하여 다루는 것이 필요하다는 점에서 본 연구를 실행

2. 연구의 목적 및 구성

- 본 연구는 우리나라 제조업 분야 주요 외국인직접투자의 진입유형을 Greenfield, P&A 및 M&A로 구분하고 각 유형별 성과분석을 실시하고 이를 토대로 정책적 시사점을 도출하는데 목적이 있음.
- 제2장에서는 연구대상 샘플 외국인투자기업의 유형구분 과정에 대해서 설명하고, 이들 투자유형간 재무비율에 대한 평균값에 대한 실증분석을 다룸.
- 제3장에서는 LG Philips LCD, BASF에 대한 사례연구를 통해서 투자유형과 성과분석의 의미와 한계점을 분석
- 제4장에서는 투자유형 구분에 따른 성과분석의 결과가 갖는 정책적 의미에 대해서 분석. 현행 외국인투자 제도 중 투자유형 구분과 관련된 정책내용을 본 연구결과에 비추어 살펴보고 정책상 개선방안을 제시함.

II. 외국인직접투자의 유형별 성과에 대한 실증분석

1. 분석대상 외국인직접투자의 유형구분

- ☐ 본 연구에서는 먼저 (주)한국신용평가 데이터베이스에 등재된 제조업 분야 외국인투자기업에 대해서 투자금액 상위 114개 기업에 대해서 각각 웹사이트, 언론자료, 전자공시시스템에 등재된 금감원보고자료, 전화인터뷰 등을 통해서 최초 외국인투자 시점에서 투자유형을 (1) M&A(기존 한국기업에 대한 투자), (2) P&A(자산인수투자), (3) Greenfield(신규투자)로 재분류함.
- ☐ 투자유형구분 구분에서 적용된 기준을 좀더 구체적으로 제시하면,
 - M&A는 구주취득 및 신주발행을 통해 외국인투자기업으로 등록한 경우이며,
 - P&A는 신규로 회사를 설립하여 내국기업의 사업, 영업 및 자산 등을 인수한 경우이며,
 - Greenfield 는 신규로 회사를 설립하고, 공장 등 제조설비 등도 신규로 투자한 경우임.
- ☐ 외국인직접투자기업은 1인의 외국인투자자의 지분율이 10%를 초과하는 기업을 의미함.
- ☐ 이처럼 새롭게 유형구분이 이루어진 114개 기업은 한신평 데이터베이스에 등재된 제조업 분야 총 외국인투자기업 1,778개 중 6.41%에 불과하지만, 이들 기업의 총 투자금액은 모두 149억 달러로 전체투자금액의 72%를 차지하고 있기 때문에 모집단에 대해서 어느 정도 대표성이 있음.

- 본 분석데이터가 기존의 연구들의 데이터와 다른 점은 위와 같이 투자유형을 세 가지 유형으로 분류하여 현실의 상황과 최대한 가깝게 하고자 했다는 점임.
 - 예를 들어 GM 대우의 경우 Greenfield투자로 구분되어 있지만, 실제로는 자산인수방식의 투자였음. LG-Philips LCD의 경우 정부통계에서는 Greenfield형 투자로 보고 있지만, 본 연구에서는 M&A형 투자로 구분하였음. 이처럼 본 연구는 법적인 구분보다는 경제적 실질을 기준으로 분류하고 있다는 점에서 분류를 재정비하는 작업 자체가 갖는 의미가 크다고 하겠음.
- 114개 조사대상 기업 중 실제 실증분석에서 사용된 기업은 101개로 제외된 13개 기업은 2000년 이후 투자가 이루어진 것들임. 이 기업들을 제외한 것은 본 연구의 성과분석기간이 2000~2003년이기 때문에 2000년 이후 투자는 성과분석기간이 투자초기에 해당하기 때문에 손실발생가능성이 높아 이에 따른 통계적 왜곡현상이 일어날 가능성이 높았기 때문임.
- 선정된 101개 기업을 본 연구에서 채택하고 있는 외국인투자 유형 분류기준에 따라 분류하면, Greenfield가 49개사(48.5%)로 가장 많았으며, 그 다음이 P&A로 27개사(26.7%)이며, M&A는 25개사(24.8%)로 나타났음(<표 1> 참조).
 - 조사대상 기업이 속해 있는 제조업 업종을 보면, 음식료품(담배 포함), 목재 및 펄프, 석탄 및 석유제품, 화학 및 고무 제품, 비금속광물, 1차금속, 기계, 전자전기, 정밀기기, 운송장비, 기타 등임.

- 업종별 조사대상 기업은 화학제품(고무제품포함)이 26개사, 전기·전자가 22개사, 운송장비(주로 자동차 관련)가 12개사, 음식료품(담배포함)이 10개사로 상대적으로 많은 기업이 포함되어 있으며, 그 외의 업종은 10개 이하의 기업 포함.

<표 1> 분석대상 외국인투자기업 현황 및 산업특성

산업	외국인투자 유형(기업 수)				산업특성 관련 지표		
	Green field	M&A	P&A	합계	상위 3개기업 합계 시장점유율	허핀달-허쉬만 지수	산업침투율
음식료품(담배포함)	4	2	4	10	57.794	254.394	0.166
목재 및 종이	2	1	2	5	38.588	114.089	0.513
석탄 및 석유제품	2	1	0	3	78.556	249.028	0.194
화학제품 (고무제품포함)	18	3	5	26	43.715	122.654	0.242
비금속광물	2	4	3	9	38.387	117.103	0.106
1차금속	0	1	3	4	63.155	277.754	0.271
일반기계	3	0	3	6	41.990	119.124	0.388
전기·전자	10	8	4	22	63.934	236.622	0.552
정밀기기	2	0	1	3	45.458	141.179	0.760
운송장비	5	5	2	12	66.126	237.777	0.597
가구 및 기타	1	0	0	1	32.501	75.657	0.222
합계(기업 수)	49	25	27	101			

주: 1) 한국은행의 산업연관표 실측표(2000년) 통합대분류 기준으로 제조업 업종을 구분하였으며, 섬유·가죽, 인쇄·출판, 금속제품 등 세 개의 업종에는 외국인 투자기업이 없어 제외하였음.

2) 허핀달-허쉬만 지수(Herfindahl Hirschman Index, HHI)는 기업별 시장점유율(%)을 제곱한 합으로 소수 기업의 시장지배 정도 시장의 경쟁 상황을 파악하는 지표로 사용됨. 미국 법무부는 합병인가를 심사할 때 가이드라인으로 HHI를 3가지로 구분하고 있음. 즉, HHI가 1000 미만이면 경쟁, 1000~1800이면 다소집중, 1800 이상이면 집중으로 구분함.

3) 산업침투율={수입/(출하액-수출+수입)}

- 산업 특성 관련 지표를 살펴보면, 석탄 및 석유제품, 운송장비, 전기·전자, 1차금속, 음식료품(담배포함) 등의 업종이 상위 3개사의 합계 시장점유율이 상대적으로 높게 나타났으며, 허핀달-허쉬만 지수 또한 여타 업종에 비해 상대적으로 높음.
- 그러나 모든 제조업 업종(단, 섬유·가죽, 인쇄·출판, 금속제품 제외)의 허핀달-허쉬만 지수가 1000 미만으로 나타나 전반적으로 경쟁시장의 형태를 보이고 있음.
- 한편, 산업집투율을 보면 정밀기기, 운송장비, 전기·전자, 목재 및 종이 등이 높은 반면 비금속광물, 음식료품(담배포함), 석탄 및 석유제품 등은 낮은 수준을 나타내고 있음.

2. 투자유형별 성과분석 방법

- 본 연구에서는 외국인직접투자를 세 가지 유형으로 구분하고 성과를 2000년부터 2003년까지 4년의 기간 동안의 연평균 영업이익율, 경상이익율, 당기순이익율 등 3개의 수익성 지표와 2000년 대비 2003년 총자산증가율, 4개년 연평균총자산증가율 등 2개의 성장성 지표를 통하여 분석함.
- 수익성 지표가 한국경제에 대한 기여도를 평가하기에는 부적합한 측면이 많다는 점을 보완하기 위하여, 후속투자를 통한 한국경제 기여도를 파악할 수 있는 자산증가율 지표를 추가로 분석함. 자산증가율은 외국인투자자의 최초투자 이후 한국 경제에 대한 몰입정도에 대한 대용치로 사용될 수 있음.
- 본 연구에서 사용한 성과지표의 구체적 계산은 다음과 같음.
- 영업이익율 = 영업이익/매출액 (단, 2000~2003년 평균을 사용)

- 경상이익률 = 경상이익/매출액 (단, 2000~2003년 평균을 사용)
- 당기순이익률 = 당기순이익/매출액 (단, 2000~2003년 평균을 사용)
- 총자산(TA)증가율 = (TA2003 - TA2000)/TA2000
- 연평균총자산증가율 = $\{[(TA2001 - TA2000)/TA2000] + [(TA2002 - TA2001)/TA2001] + [(TA2003 - 2002)/TA2002]\}/3$

□ 본 연구에서는 외국인투자 유형과 성과의 관련성을 분석하기 위해 분산분석(ANOVA)을 이용하였음.

□ 검증할 가설은 성과가 투자유형구분과 관련이 없다는 것임.

<표 2> 투자유형별 성과관련 기본 통계치

구분	변수	관측수	평균	표준편차	최소값	최대값
Greenfield	영업이익률	49	0.07	0.14	-0.48	0.36
	경상이익률	49	0.06	0.17	-0.74	0.34
	순이익률	49	0.03	0.15	-0.74	0.27
	총자산(백만원)	49	407,577	1,174,236	1,349	6,879,155
	매출액(백만원)	49	572,472	1,851,698	3,921	1.08×10^7
	투자(진입)연도	49	1986	8.51	1966	2000
M&A	영업이익률	25	-0.15	0.85	-3.73	0.29
	경상이익률	25	-9.13	44.71	-223.67	0.29
	순이익률	25	-9.44	46.22	-231.24	0.20
	총자산(백만원)	25	1,711,200	4,161,916	51263.5	2.07×10^7
	매출액(백만원)	25	1,622,387	4,569,793	1,802	2.26×10^7
	투자(진입)연도	25	1999	1.09	1997	2000
P&A	영업이익률	27	0.07	0.09	-0.13	0.24
	경상이익률	27	0.03	0.13	-0.34	0.24
	순이익률	27	0.02	0.12	-0.34	0.23
	총자산(백만원)	27	497,392	378,606	13,984	1,389,721
	매출액(백만원)	27	398,834	336,861	18,351	1,475,589
	투자(진입)연도	27	1999	0.92	1996	2000

□ 먼저 투자유형(M&A, P&A, Greenfield 그룹)별 성과관련 기본 통계치를 살펴보면 <표 2>와 같음.

- 통계치에서 나타나는 주요 특징으로는 영업이익율, 경상이익율, 순이익율의 평균에 있어서 Greenfield와 P&A 유형은 정(+)의 값을 나타낸 반면 M&A 유형은 부(-)의 값을 나타내었고, 표준편차 또한 더 크게 나타남.
- 한편, 투자유형별 진입(투자)연도 평균을 보면, Greenfield 그룹이 1986을 나타내었고 M&A 및 P&A 그룹은 1999를 나타냄. 이는 외환위기 이후 이들 방식의 투자가 크게 확대되었기 때문임.

3. 분석결과

□ 기업의 성과는 수익성 지표(영업이익율, 경상이익율, 순이익율)와 지속적 투자지표(총자산증가율, 연평균총자산증가율)로 구분함.

가. 수익성 지표

(1) 투자유형과 영업이익율

□ 투자유형과 영업이익율에 대한 분산분석을 한 결과, 유의확률 = 0.082 > 0.05로 나타남.

- 분석 결과로 보면 5% 유의수준에서 투자유형에 따른 영업이익율 차이는 없는 것으로 나타남. 그러나 10% 유의수준에서 보면 유의확률 = 0.082 < 0.1로 투자유형은 영업이익율에 차이를 보임.

<표 3> 투자유형과 영업이익율에 대한 분산분석 결과

Source	편차의 제곱합	자유도	평균제곱	F	유의확률
투자유형과 영업이익율	0.956	2	0.4778	2.56	0.082
잔차	18.278	98	0.187		
전체	19.234	100	0.192		

Number of Observation=101, Root MSE=0.431872, R-squared=0.0497, Adj R-squared=0.0303.

<표 4> 투자유형과 영업이익율에 대한 다중비교

	계수값	표준오차	T-Statistic	유의확률	95% 신뢰구간 (하한값, 상한값)	
P&A	0.069	0.083	0.840	0.405	-0.095	0.234
Green field	0.004	0.104	0.040	0.966	-0.201	0.210
M&A	-0.222	0.120	-1.860	0.066	-0.460	0.015

- 10% 유의수준에서 투자유형과 영업이익율이 관련성이 있는 것으로 나타났으므로 이를 각 유형별로 살펴볼 필요가 있음(<표 4> 참조).
- 투자유형과 영업이익율의 효과를 보면, 계수값의 크기가 P&A > Greenfield > M&A 순이므로 P&A의 효과가 가장 크게 나타남. 그러나 유의확률에 있어서는 P&A는 유의하지 않고 M&A가 10% 수준에서 유의한 것으로 나타남.
 - 따라서 P&A와 Greenfield형 투자는 영업이익율에서 큰 차이가 없으며, 다만 이 두 유형과 M&A 투자간에는 영업이익율의 차이가 90% 신뢰 수준에서 유의미한 것으로 해석할 수 있으며, M&A형 투자가 영업이익율에서 다른 투자유형에 비해서 낮은 성과를 보였다고 하겠음.

(2) 투자유형과 경상이익율

- 투자유형과 경상이익률에 대한 분산분석을 한 결과, 유의확률 = 0.204 > 0.05로 나타났음. 따라서 투자유형간 차이는 경상이익율의 차이와 통계상 유의한 관련성이 있다고 보기 어려움.

<표 5> 투자유형과 경상이익율에 대한 분산분석 결과

Source	편차의 제곱합	자유도	평균제곱	F	유의확률
투자유형과 경상이익율	1584.342	2	792.171	1.620	0.204
잔차	47977.979	98	489.571		
전체	49562.320	100	495.623		

Number of Observation=101, Root MSE=22.1263, R-squared=0.0320,
Adj R-squared=0.0122.

<표 6> 투자유형과 경상이익율에 대한 다중비교 결과

	계수값	표준오차	T-Statistic	유의확률	95% 신뢰구간 (하한값, 상한값)	
P&A	0.025	4.258	0.010	0.995	-8.425	8.476
Green field	0.030	5.303	0.010	0.996	-10.494	10.554
M&A	-9.158	6.141	-1.490	0.139	-21.345	3.029

(3) 투자유형과 순이익율

- 투자유형과 순이익율에 대한 분산분석을 한 결과, 다른 분석과 마찬가지로 유의확률 = 0.205 > 0.05로 나타났음. 따라서 투자유형이 다르다고 해도 순이익율에서는 통계상 유의미한 차이가 있다고 보기 어려움.

<표 7> 투자유형과 순이익율에 대한 분산분석 결과

Source	편차의 제곱합	자유도	평균제곱	F	유의확률
투자유형과 순이익율	1687.412	2	843.706	1.610	0.205
잔차	51278.883	98	523.254		
전체	52966.296	100	529.663		

Number of Observation=101, Root MSE=22.8747, R-squared=0.0319, Adj R-squared=0.0121.

<표 8> 투자유형과 순이익율에 대한 다중비교 결과

	계수값	표준오차	T-Statistic	유의확률	95% 신뢰구간 (하한값, 상한값)	
P&A	0.018	4.402	0.000	0.997	-8.718	8.755
Green field	0.015	5.483	0.000	0.998	-10.865	10.894
M&A	-9.462	6.349	-1.490	0.139	-22.061	3.138

나. 지속적 투자 지표

(1) 투자유형과 총자산증가율

- 투자유형과 총자산증가율에 대한 분산분석을 한 결과, 유의확률 = 0.245 > 0.05로 나타났음. 분석 결과로 보면 투자유형이 다르다고 하더라도 총자산증가율에서 통계상 유의미한 차이를 보이지 않는 것으로 나타남.

<표 9> 투자유형과 총자산증가율에 대한 분산분석 결과

Source	편차의 제곱합	자유도	평균제곱	F	유의확률
투자유형과 총자산증가율	59574.630	2	29787.315	1.430	0.245
잔차	1938005.560	93	20838.769		
전체	1997580.190	95	21027.160		

Number of Observation=96, Root MSE=144.356, R-squared=0.0298, Adj
R-squared=0.0090.

<표 10> 투자유형과 총자산증가율에 대한 다중비교 결과

	계수값	표준오차	T-Statistic	유의확률	95% 신뢰구간 (하한값, 상한값)	
P&A	-0.017	28.311	0.000	1.000	-56.236	56.202
Green field	0.493	35.561	0.010	0.989	-70.124	71.110
M&A	57.074	40.436	1.410	0.161	-23.224	137.371

(2) 투자유형과 연평균총자산증가율

- 투자유형과 연평균총자산증가율에 대한 분산분석을 한 결과, 유의확률 = 0.234 > 0.05로 나타났음. 분석결과로 미루어 보면 투자유형이 다르다고 하더라도 역시 연평균총자산증가율이 통계상 유의미한 차이를 보이지 않는 것으로 볼 수 있음.

<표 11> 투자유형과 연평균총자산증가율에 대한 분산분석 결과

Source	편차의 제곱합	자유도	평균제곱	F	유의확률
투자유형과 연평균총자산증가율	2822.530	2	1411.265	1.470	0.234
잔차	91013.747	95	958.039		
전체	93836.277	97	967.384		

Number of Observation=98, Root MSE=30.9522,
R-squared=0.0301, Adj R-squared=0.0097.

<표 12> 투자유형과 연평균총자산증가율에 대한 다중비교 결과

	계수값	표준오차	T-Statistic	유의확률	95% 신뢰구간 (하한값, 상한값)	
P&A	-0.011	5.957	0.000	0.999	-11.837	11.815
Green field	0.137	7.504	0.020	0.985	-14.761	15.034
M&A	12.397	8.591	1.440	0.152	-4.658	29.452

다. 실증분석 결과의 해석

- 본 연구에서 투자유형과 성과의 차이를 분산분석을 통해 분석한 결과, 지표에 걸쳐서 볼 때, 투자유형과 성과간 통계상 유의미한 차이가 나타나지 않은 것으로 분석됨. 이러한 결과는 앞서 UNCTAD의 WIR에서 보고된 기존 연구결과의 정리된 내용과 일치하는 것임.
- 다만, 수익성 지표 중 영업이익율은 10% 유의수준에서 투자유형과 관련이 있는 것으로 나타났으며, 그 효과는 P&A와 Greenfield는 큰 차이가 없지만(Greenfield형 투자가 P&A보다는 약간 높은 것으로 나타남), M&A형 투자가 이들 두 투자유형보다 낮은 수준을 보이고 있는 것으로 나타났음.

- P&A 투자의 경우 M&A와 투자성격의 본질상 국내기업을 인수한 투자라는 유사성에도 불구하고 영업이익율에서 P&A가 M&A보다 높게 나타났다는 점은 흥미로운 사실임.
 - 이 결과는 P&A형 투자와 M&A형 투자의 성과차이는 구조조정과 관련해서 의미있게 해석될 수 있음. 즉, 자산인수방식의 경우 인수협상 단계에서 채권단 등과 구조조정에 대하여 합의하고 국내 기업의 자산 또는 사업부문을 인수하였다는 점에서 사업의 리스크를 투자이전에 줄였고, 그에 따라 높은 영업이익율을 보일 수 있었다고 볼 수 있음.
 - 반면, M&A 형 투자의 경우 상당수에서 외국인투자자가 국내기업을 인수한 이후에 구조조정을 추진하는 입장에 있기 때문에 그 성과가 장기간에 걸쳐서 나타날 가능성이 높음. 특히 2000년에서 2003년까지의 기간이 구조조정 과정의 기간일 가능성이 높아 영업이익율이 낮게 나타난 것으로 해석될 수 있음.
- 한국에 투자한 이후 지속적인 투자확대를 하고 있는지 여부를 판단할 수 있는 2000년 대비 2003년 총자산증가율의 경우 M&A형 투자가 가장 높은 증가율을 보였고 그 다음이 Greenfield형 투자로 나타남. 자산인수방식 투자는 총자산의 감소를 보임. M&A의 계수가 매우 크지만 표준오차 또한 크므로 유의성이 떨어지는 결과라 할 수 있음. 2000~2003년 연평균 총자산 증가율을 대입한 분산분석에서도 이와 유사한 결과를 보임.
- 비록 통계적인 유의성은 떨어지지만 자산증가율에서 M&A형 투자가 P&A형 투자보다 높게 나타났다는 점은 앞서 영업이익율 지표에 대한 분석에서 P&A형 투자가 M&A형 투자보다 10% 유의수준에서 큰 차이가 있는 것으로 분석된 점과 대비됨.

- 즉, M&A형 투자는 P&A형 투자에 비해서 영업이익율이 낮음에도 불구하고 총자산은 지속적으로 확대하였으며, 역으로 P&A형 투자는 높은 영업이익에도 불구하고 총자산은 확대되지 않았다는 점임.
- 이는 P&A형 투자의 경우 투자이후 발생한 수익이 재투자로 연결될 가능성이 낮은 반면, M&A형 투자의 경우 투자이후 수익이 높지 않음에도 불구하고 한국에서 장기적 관점에서 투자를 확대하고 있는 것은 아닌가 하는 생각을 갖게 함.

III. 사례 연구

1. LG Philips LCD

가. 투자유형 구분: Greenfield형 투자인가 M&A 투자인가?

- LG Philips LCD는 1999년 LG전자와 Philips의 합작계약(JV Contract)을 통해 설립. 신규 설립이 아니라 JV 계약 성사 후 LG LCD의 후신으로 탄생한 기업
 - 1998년 LG LCD는 LG전자로부터 분리
 - LG와 Philips 두 파트너는 1년 반에 걸친 협상 끝에 Philips 측이 JV계약에 의해서 설립된 LG Philips LCD의 주식 50%를 16억 달러에 인수하는 것에 합의
 - 이 금액 가운데 10억 달러는 현금으로 LG전자에 유입되고, 나머지 금액인 6억 달러는 신주의 제3자배정 형태로 LG Philips LCD로 투입됨.

- LG Philips LCD의 신주 50% 인수를 위한 자금거래와 흐름을 고려할 때, Philips의 투자는 국경 간 M&A와 Greenfield 투자의 혼합된 형태라 할 수 있음.
 - Philips가 10억 달러를 LG전자 측에 직접 지불한 사실은 해당 거래가 M&A 투자로 분류될 수 있다는 사실을 의미함.
 - 그러나 6억 달러가 LG Philips LCD의 신주를 인수하기 위한 목적으로 사용되었다는 사실은 이 거래가 Greenfield 투자로 분류될 수 있음을 의미함.
 - 정부에 신고될 때, LG Philips LCD에 투자된 6억 달러는 Greenfield 투자로 분류되어 10년의 조세감면 혜택을 받음(최초 7년간 50%, 그 후 3년간 25%).

나. Philips 투자의 경제적 기여

(1) 재무자원 및 투자

- LG전자가 Philips측에 지분 50%를 넘기면서 받은 현금 10억 달러는 LG전자의 재무구조 개선에 긍정적으로 작용함.
 - LG전자는 LG화학과 함께 LG 그룹의 핵심 계열사이므로 LG전자의 재무구조 개선은 LG그룹 전체의 재무구조의 안정성에 크게 기여할 수 있었음.
 - 또한 같은 시기에 LG는 LCD 산업에서 경쟁 우위를 확보하기 위하여 지속적인 투자를 해야 하는 상황이었고, 마침 Philips측의 6억 달러를 확보함으로써 투자문제를 해결함.

(2) 글로벌 경쟁력

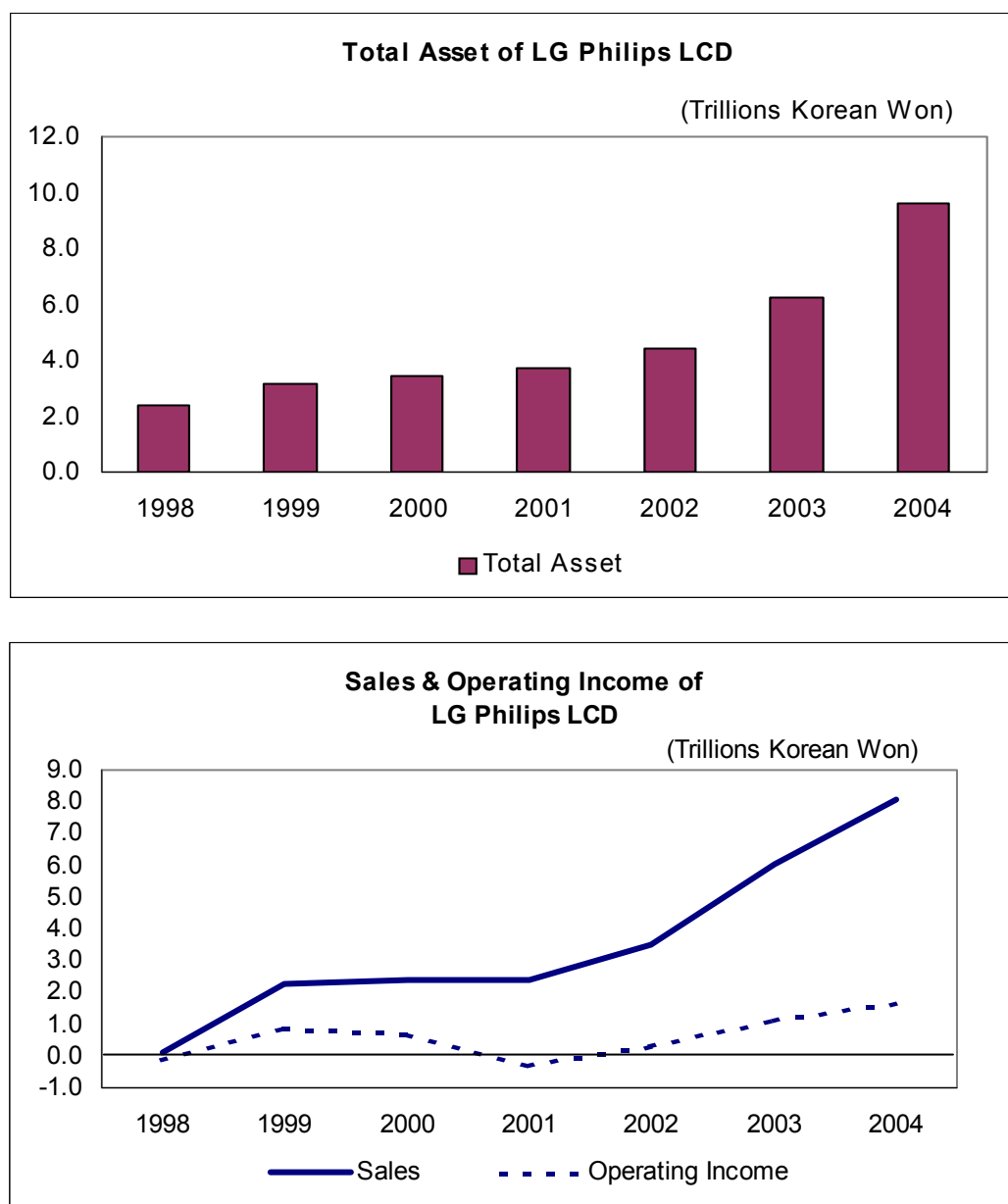
- LG는 세계 시장에서의 입지를 확보하기 위해 노력해 왔으며 1990년대 중반까지 가전용품 및 반도체 사업에 집중해 옴. 특히 1990년대 중반 이후로는 LCD 사업을 전략적으로 육성하여 세계적인 전자업체로 국제 시장에 뛰어듦. 그 결과 LG는 LCD 제조기술 축적에 있어 기존 일본 업체들을 포함한 후발 경쟁업체들 수준까지 가는 성공을 거둠.
- 그러나 LG 경영진은 LCD 업계에서 단지 진보된 LCD 제조 기술만으로 글로벌 경쟁력을 확보할 수 없다는 사실을 인지하고 있었음.
 - Philips는 브랜드 파워 면에서뿐만 아니라 전문기술자, 글로벌 유통망 확보 등에서도 경쟁우위에 있어 LG의 전략적 파트너로서 최적의 조건을 갖추고 있었음. Philips가 전자업계에서 세계적인 명성의 전문가들을 확보하고 있다고 할지라도 세계적으로 No.1 제품이라 할 만한 제품은 부재한 상황이었음. 따라서 Philips는 이미 대량생산 인프라와 기술을 갖춘 LG와의 파트너십을 통해, 세계적인 No.1 제품 브랜드 이미지를 형성할 수 있기를 기대하였음.
 - LG는 Philips측에 "Single One = World Number One"이라는 협력 모델을 제시함(Lee, Yun & Lee, 2000). 두 파트너 모두 상호보완적인 효과에 대한 확신이 있었고, 50:50 자본합작의 전략적 제휴에 합의하는데 이르렀음.

(3) 재무성과

- 두 회사의 제휴는 양측 모두의 글로벌 경쟁력을 강화하기 위한 노력의 결과였음.

- 2004년 7월, LG Philips LCD는 뉴욕과 서울의 주식시장에 상장될 당시 1억 달러를 조달. 상장 후 두 파트너 회사는 각각 45:45의 지분을 보유, 나머지 10%는 한국과 미국에서 일반투자자에게 매각함.

[그림 1] LG Philips LCD의 재무성과



- LG Philips LCD와 Nippon Electric Glass는 360억 원을 각각 4대 60의 비율로 투자하여 파주시에 Paju Electric Glass를 설립하였음.
 - LCD glass 공장이 현재 건설 중이며, 세 개의 외국 LCD 부품업체들이 파주 단지 투자를 위한 MOU 체결을 놓고 한국 정부와 협상 중에 있음. 한편, 40여개의 한국 LCD 부품업체 및 장비 회사들이 파주단지에 투자하기로 결정하였고 공장 설립을 진행 중임. 파주시에 따르면 2008년까지 3만 5천개의 새로운 일자리를 창출할 수 있을 것으로 봄.

2. BASF Korea

가. BASF의 한국 투자내용과 유형구분

- BASF는 전 세계 40여 국에서 9천여 종의 화학제품을 생산하고 있는 다국적 기업. BASF는 1954년 FOHAG(극동무역회사)를 통해 처음 한국과 거래를 시작했고 1980년에 효성 그룹과 50:50 JV를 통해 효성 BASF를 설립함으로써 한국에 투자하기 시작함.
 - 1982년에는 BASF Korea라는 이름으로 100% 자회사를 설립.
 - 1988년에는 한양 그룹과 50:50 JV로 한양 BASF 우레탄(이후 한화-BASF 우레탄으로 변경)을 설립함.
 - 한국 외환위기 이전까지 BASF는 Greenfield형 투자로 이들 세 개의 회사에 지속적으로 설비 확장 및 투자를 해 왔음.
- 그러나 외환위기 이후, BASF는 M&A형과 Greenfield형 투자의 혼합 형태의 투자 양상을 보여 왔음. 1998년, BASF는 4건의 대형 M&A 거래를 성사시킴.

- BASF는 효성과 한화의 지분을 각각 640억 원 (약 4천 2백만 달러), 천억 원 (약 6천 5백만 달러)에 인수하여 JV 파트너 관계를 정리함.
 - BASF는 대상 그룹으로부터 9천억 원 (6억 달러)의 라이신 공장을 인수함. 당시 대상은 라이신 사업에서 큰 수익 (연간 8백억 원의 순이익)을 내며 세계 라이신 시장의 20%를 차지하고 있었음.
 - 1998년 12월, BASF는 동성화학으로부터 폴리올 사업 부문을 111억 원 (7백만 달러)에 인수함.
 - 이상의 M&A 이후, BASF의 모든 한국 계열사들은 100% 자회사인 BASF Company Ltd.로 합병됨.
 - 2000년 11월에는 BASF가 한화석유화학의 1,450만주를 1200억 (1억 1천 달러)의 가격에 인수하여 안정적인 원료 공급선을 확보.
 - 2001년 6월에는 SK의 SM(스티렌 모노머) 공장을 1690억 원 (1억 3천만 달러)에 인수함.
- 금융위기 이후 앞서 언급한 M&A 사례 이외에도 BASF는 기존 공장과 신규 공장 설립의 확장을 통해 대규모의 Greenfield형 투자를 지속해 옴.
- 600억 원을 투자하여 군산에 비타민 B2 공장을 설립.
 - 울산과 여천에 1,200억 원 이상의 비용을 들여 시설을 확충.
 - 2000년에는 2003년 완공 예정이었던 TDI 공장 설립을 위해 4억 US\$를 투자. 우리 정부는 이 투자 건에 10년간의 조세감면 제공.

- 앞서 살펴보았듯이 BASF의 투자 중 일부는 Greenfield형 투자인 반면 일부 다른 투자는 M&A의 형태를 띠고 있음. 그러나 현재 BASF의 한국에서의 모든 투자가 서로 다른 투자유형과는 상관없이 BASF Company Ltd.안에 등록됨. 이러한 상황에서, 지난 25년의 BASF의 투자를 Greenfield로 봐야하는지 아니면 M&A로 봐야하는지에 대한 해답을 얻을 수 있는가? 그것이 가능하다고 해도 어떤 해석을 통해 가능한지는 의문임.

나. BASF 투자의 경제적 기여

(1) 재무자원 및 투자

- BASF는 1980년 최초 투자 이래로 한국에 총 22억 달러 이상의 투자를 해 왔음.
- Greenfield형 투자가 총 투자액의 50%, 나머지 50%는 M&A형 투자임.
 - 금융위기 당시 대부분의 M&A 자금이 한국 측 파트너 또는 다른 기업들로 들어왔고, 이는 한국 기업들의 유동성 문제를 해결하는데 기여함
 - BASF는 최근 전 세계적으로 수요가 감소하는 상황에 직면했음에도 불구하고 한국으로의 투자를 늘릴 계획을 세우고 있음.

(2) 투자동기

- BASF 본사의 한 임원은 BASF의 한국 투자동기에 대한 설명으로, “한국은 고급 인력이 풍부하다. 임금이 빠르게 상승하고 있지만 우리는 한국에의 투자를 늘릴 계획이다. 한국은 선진 화학산업이 발전되어 있고 많은 우수 인력의 확보가 가능하다.”라고 발언 (한경뉴스, 2002년 7월 22일).

- BASF의 투자 증가는 제품 생산에 있어 수직적 통합과 규모의 경제 실현을 주요 목표로 삼고 있음.
- BASF의 확장 전략과 한국의 선진 화학산업 및 고급 인력은 잘 맞아떨어진다고 할 수 있음.

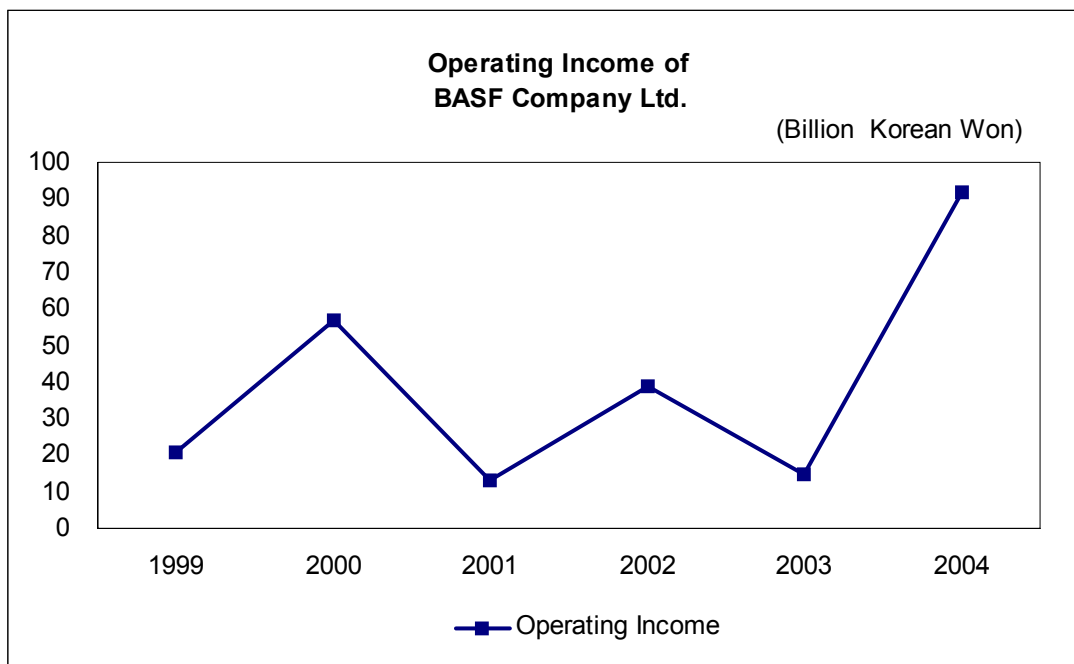
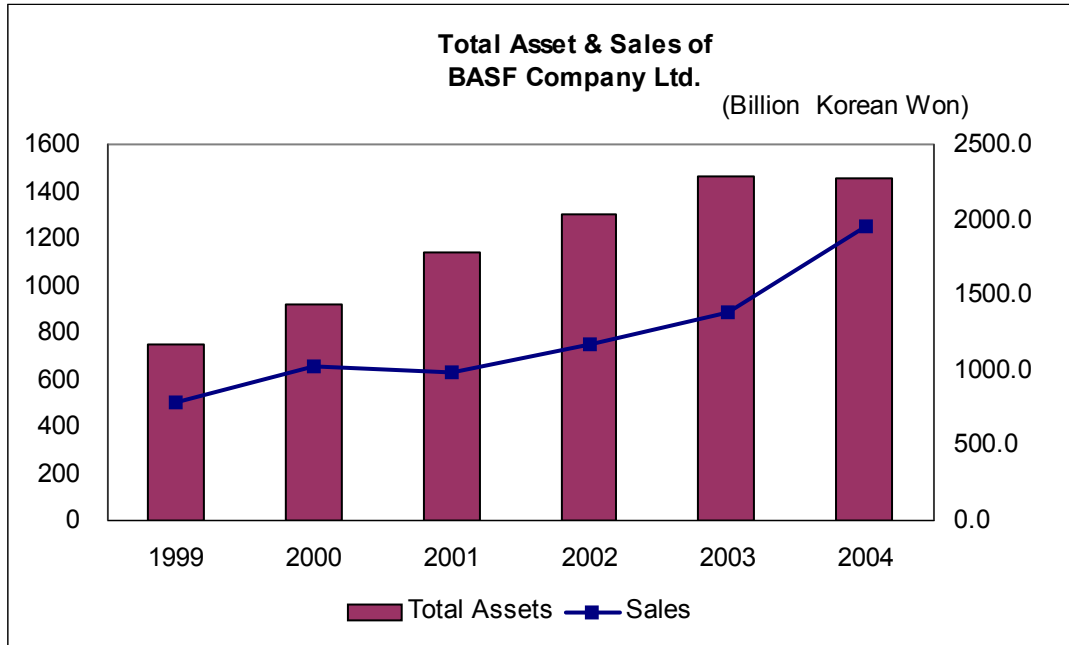
(3) 재무성과

- 1999년과 2004년의 재무성과를 비교할 때, 주요 M&A 투자가 성사 되었을 때, 모든 재무지표가 개선된 것을 확인. 지속적인 투자로 인하여 1999년 총자산 7,530억 원, 매출액 7,840억 원에서, 2004년 총 자산 1조 4,500억 원, 매출액 1조 9,600억 원으로 증가함. 2004년 영업수익은 1999년의 200억 원에서 340% 증가한 917억 원, 2004년 순이익은 1999년 168억 원에서 184% 증가한 478억 원으로 증가

(4) 고용

- BASF의 기여 중 하나는 1999년 모든 계열사의 합병 당시 기존 한국 회사의 직원을 해고하지 않고 모두 유지했다는 점. 이러한 성과의 근본적인 이유는 BASF가 M&A 투자와 함께 Greenfield형 투자를 통해 지속적인 확장 과정에 있었기 때문.

[그림 2] BASF Company Ltd.의 재무성과



(5) 연관 및 파급 효과

- 한국에서 BASF의 연관 및 파급효과는 관련 제조 공정들을 하나로 통합하려는 시도 때문에 과소평가될 수 있는 것이 사실. 그러나 실제로 화학산업은 높은 수준의 전후방파급효과를 가져올 수 있어, BASF의 투자 증대는 한국 화학산업을 한 단계 발전시키는 결과를 가져올 것임. BASF의 환경친화적 경영은 화학산업이 공해산업이라는 기존의 인식을 바꿀 수 있음. 게다가 한국 BASF 매출액의 40%가 수출된다는 사실을 감안할 때, BASF는 한국 화학산업의 수출 경쟁력에도 큰 공헌을 하고 있다고 말할 수 있음.

IV. 결론 및 정책과제

- 본 연구에서는 외국인직접투자의 유형을 정부의 통계취합 기준과 달리하여 M&A형 투자와 Greenfield형 투자 그리고 자산인수방식(P&A)의 투자로 구분하여 외국인투자의 유형별 성과를 비교분석함.
- 본 연구의 실증분석결과 이들 투자유형간 수익성 및 후속투자 등의 성과에서 통계적으로 유의미한 차이를 발견하지는 못하였음. 이는 앞서 국제적인 연구 결과와도 일치하고 있음.
- 이러한 전반적인 결과에도 불구하고 구체적인 분석결과를 보면 몇 가지 시사점이 도출 가능함.
 - 첫째, 비록 통계적 유의성은 입증되지 않았지만, 이들 성과지표들 전반에 걸쳐서 Greenfield형 투자가 P&A나 M&A형 투자에 비해서 평균값 등에서 대체로 높은 수준을 보였다는 점임.

- 둘째, 10% 유의수준에서 영업이익율 지표를 볼 때 P&A형 투자가 M&A형 투자보다 높게 나타났다는 점임. 이 점은 총자산증가율 지표에서 M&A가 가장 높게 나타났고, P&A는 음의 효과를 보였다는 점과 함께 주목을 받을 수 있음.
- 이러한 두 가지 분석결과는 우리나라의 외국인투자유치 정책의 향후 방향설정에도 시사하는 바가 크다고 할 수 있음.
 - 먼저 Greenfield형 투자에 한정하여 인센티브를 제공하는 등 Greenfield형 투자에 우호적인 정책기조는 계속 유지할 필요가 있음을 간접적으로 확인시켜주고 있음.
 - 다만, P&A형 투자를 신규투자자로 구분하여 5년의 조세감면 인센티브가 여전히 제공되고 있는 부분(조세특례제한법 제121조의2 제12항)은 개정될 필요가 있음. 이는 P&A형 투자의 경우 M&A형 투자와 본질상 차이가 없을 뿐만 아니라 오히려 본 연구에서 분석되었듯이 구조조정 효과가 M&A형 투자보다 크지 않을 수 있기 때문.
- 한편, 본 연구의 사례분석의 결과는 본 연구의 한계점을 극명하게 보여주는 동시에 투자유형별 성과분석 또는 외국인자본에 대한 인식 등에 대한 향후 연구방향을 제시하고 있음.
 - 즉, LG Philips LCD 사례와 BASF 사례에서 보듯이 투자유형이 최초 진입하는 형태에서는 차이가 있을 수 있으나 시간이 지나면서 투자유형의 구분이 갖는 의미는 점점 희석될 수밖에 없으며, 중요한 것은 각 개별 외국인투자기업들이 어떠한 동기를 갖고 한국에서 어떤 방식으로 경영활동을 전개하는가 하는 점이라는 것임.

- 이러한 연구결과를 종합적으로 볼 때, 외국인투자가 Greenfield형 투자이든 M&A형 투자인지 여부에 따라서 호불호의 인식을 갖는 것은 바람직하지 않음.
 - Greenfield형 투자는 그 나름대로 고용창출과 생산능력의 확대라는 측면에서 기여의 강점이 있으며,
 - P&A형 투자를 포함한 M&A형 투자의 경우 기업구조조정을 통한 개별기업의 경쟁력 강화 및 시장 전반의 경쟁제고를 통하여 우리 경제에 긍정적인 측면이 있음.
- 따라서 인센티브 등 유인책은 신규 고용 및 생산능력 창출과 연계 시키되, M&A형 투자에 대해서도 정부가 여건개선 등을 통해 투자 유치노력을 경주할 필요가 있음.

<참고문헌>

<http://dart.fss.or.kr/> Financial Statements of 114 FDI firms.

Hankyung Daily News, July 22. 2002

Lee, Seongbong(2001). "Tax Benefits Analysis of Incentives for Foreign Direct Investment in Korea", *International Tax Review*, Vol. 19, No. 12, pp. 396-401.

Lee, Seongbong, Mikyung Yun & Donggi Lee(2000), Promotion Policy for Cross-border M&A in Korea, KIEP Report to the Ministry of Commerce, Industry and Energy.(Korean)

UNCTAD(2000). World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development(New York and Geneva: United Nations)

Yun, Mikyung(2000). "Cross-border M&As and their impact on the Korean economy", paper presented at theUNCTAD Seminar on Cross-border M&As and Sustained Competitiveness in Asia: Trends, Impacts and Policy Implications (Bangkok, 9-10 March), mimeo

_____. 2001. "Impact of FDI on Competition in Korean Manufacturing Industries: 1991-97." *Journal of International Economic Policy Studies*. No 2, pp, 111-140.