

중국기업의 국제 인수합병 성과 요인에 관한 연구

이용환*, 정선혜**, Chenjingzhu***

금오공과대학교 경영학과 교수*, 금오공과대학교 경영학과 박사수로**, 금오공과대학교 경영학과***

A Study on the Firm Performance Factor of Cross-border Merger and Acquisition in China

Young-Hwan Lee*, Seon-Hye Jeong**, Chenjingzhu***

Professor, Dept. of Business Administration, Kumoh National Institute of Technology*

Dept. of Business Administration, Kumoh National Institute of Technology**

Graduate student, Dept. of Business Administration, Kumoh National Institute of Technology***

요약 본 연구는 중국기업의 국제 인수합병이 기업의 경영성과에 어떠한 영향을 미치며, 국제 인수합병 성과에 영향을 미치는 요인들을 분석하고자 하였다. 이에 따라 2000년부터 2007년까지 중국 증권거래소의 유가증권시장에 상장된 기업 중 국제 인수합병을 시행한 중국기업을 대상으로 국제 인수합병 성과 및 그 성과에 영향을 미치는 요인들을 실증 분석하였다. 연구결과, 인수합병 전 국제적 경험과 인수합병 기업 간의 문화적 차이, 인수합병기업이 취득한 피인수합병기업의 지분율은 기업의 성과에 부정적인 영향을 미치며, 인수합병기업이 피인수합병기업에게 지불한 인수대금은 기업의 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 연구는 중국기업의 성공적인 국제 인수합병을 위한 개선방안을 제시해줄 뿐 아니라 중국기업과 수출시장에서 경쟁적인 위치에 있는 우리나라 기업들의 향후 경쟁력에도 유용한 시사점을 제공해 줄 것이다.

주제어 : 국제 인수합병, 문화적 차이, 국제적 경험, 국가제도수준, 인수지분율, 인수대금, 경영성과

Abstract Cross-border M&A brings positive benefits to corporations and social economic development which can not be given by any investment ways, having greatly reduced the investment risks and costs to enter the host country market, resulting in the rapid development of the Cross-border M&A in china. This study examines the factors affecting firm performance of Cross-border merger and acquisition on Chinese manufacturing industry. This study chooses a sample of 31 Cross-border M&A in the manufacturing industry in China and the relevant data were collected during the period 2001 to 2007. The data were analyzed using a multiple regression analysis to identify the factors that affect Firm performance. It is found that the Firm performance is significantly affected by the oversea investment experience, cultural distance between countries, cost in M&A transaction and the number of transaction shares.

Key Words : cross-border mergers and acquisitions, cultural difference, firm performance

* 본 논문은 금오공과대학교의 연구지원으로 수행되었음.

Received 15 October 2014, Revised 17 November 2014

Accepted 20 January 2015

Corresponding Author: Seon-Hye Jeong(Dept. of Business Administration, Kumoh National Institute of Technology)

Email: ssunj@kumoh.ac.kr

ISSN: 1738-1916

© The Society of Digital Policy & Management. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0>), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

1. 서론

기업은 기업 내부에 존재하는 경영자원을 효율적으로 활용하여 성장을 추구할 수도 있지만 기업 내부의 자원 만으로는 충분하지 못한 성장요인을 기업 외부에서 획득함으로써 성장을 강화시켜나갈 수 있다.

인수합병(Merger and Acquisition)은 기업 외부에서 성장요인을 획득할 수 있는 전형적인 방법으로 둘 이상의 기업이 결합되어 하나의 기업이 되는 합병(Merger)과 기업이 피인수기업의 주식이나 자산을 전부 또는 일부 취득함으로써 경영권을 획득하는 인수(Acquisition)를 포함하는 개념이다.

국제 인수합병은 국내 기업 간 인수합병의 외연적 확장으로서의 측면과 해외 직접투자의 한 방법이라는 측면을 동시에 갖는다. 이러한 의미에서 주주에게는 해외 직접투자의 대체안적 성격도 갖게 되며, 국제 포트폴리오를 구성하기 어려운 국내 투자자를 위한 기업의 전략적 대안이 된다.

기업은 국제 인수합병을 통해 피인수기업의 자원이거나 기술력을 확보하고 현지 시장 진출 및 새로운 시장 개척과 시장 선점 등을 통하여 기업가치를 제고하고 재무적 성과를 향상시킬 수 있다. 국제 인수합병은 현지시장에 신속하게 진입함으로써 시장 점유율을 확보할 수 있을 뿐만 아니라 신규 시장 진입장벽을 회피할 수 있고 피인수기업의 자원을 효율적으로 이용할 수 있어 기업의 위험 및 비용을 감소시킬 수 있는 이점을 가지고 있다. 더욱이 선진기술의 확보, 규모의 경제, 재무구조개선 등을 통해 기업가치를 극대화시킬 수 있는 긍정적인 효과가 있다.

국제 인수합병은 전 세계적으로 기업 환경의 변화를 일으키고 있으며, 이는 비단 선진국뿐만 아니라 중국, 인도 등 개발도상국들의 기업들도 피인수자가 아닌 인수자로서 세계 인수합병 시장 공략에 적극적으로 나서는 동기가 된다.

최근 중국 경제의 성장과 더불어 중국 기업의 해외 진출이 활발히 모색되고 있는 추세이다. 2003년 중국 기업의 인수합병에 대한 해외 직접 투자만 2.9억 달러로 2003년 이후 투자 수준은 7배로 늘었다. 2006년 상무부에 등록된 중국 기업(금융업체 제외)은 대외 직접 투자액이 161.3억 달러로 전년 대비 31.6%의 증가율을 보였으며,

2006년 말 누계는 733.3억 달러로 추정되고 있다. 2007년에는 투자 수준이 GDP의 0.8%에 도달했으며, 2010년에는 1분기에만 중국 국내 해외 직접 투자 기업, 비 금융 기업의 대외 직접 투자금액이 7.52억 달러를 실현하였고 전년 동기 대비 투자금액 증가율이 103.3% 상승하였다. 이는 중국 정부가 국내 기업들의 해외 직접투자를 장려함에 따라 기업들의 해외 진출이 크게 성장한 것으로 보인다.

중국의 국제 인수합병은 주로 천연자원 확보를 위한 거래를 성사함으로써 비교적 대규모 인수·합병을 추진하고 있으며, 선진기술의 획득이나 브랜드 확보, 선진시장 진출을 위한 목적으로 인수합병을 추진하고 있다. 그러나 대부분의 기업들은 국제 인수합병이 성공적으로 이루어지지 못했을 경우, 그에 따르는 기업 손실과 경영 위험으로 인해 적극적으로 인수합병을 진행하지 못하게 되는 경우가 많다. 이는 중국 기업들의 국제 인수합병이 인수기업의 기업가치에 긍정적 또는 부정적인 요인으로 작용하였는지에 대한 실증적인 평가가 미흡한 것으로 사료된다.

이에 따라 본 연구는 국제 인수합병을 시행한 중국기업들에 대한 실증 연구를 통해 중국기업의 국제 인수합병이 기업의 경영성과에 어떠한 영향을 미치며, 국제 인수합병 성과에 영향을 미치는 요인들을 분석하고자 한다. 이는 중국기업의 성공적인 국제 인수합병을 위한 해결방안을 제시해줄 뿐만 아니라 중국기업과 수출시장에서 경쟁적인 위치에 있는 우리나라 기업들의 향후 경쟁력에도 유용한 시사점을 제공해줄 것이다.

2. 선행연구 및 가설설정

2.1 인수합병 성과에 대한 연구

그동안 수많은 선행연구들이 인수합병이 기업가치 및 주주의 부에 미치는 영향을 실증적으로 검증하였으나 연구결과는 연구방법과 시기 또는 나라별로 다소 차이가 있다. 미국, 유럽의 인수합병 성과 연구에 따르면 정(+)의 초과수익률을 보이기도 하고 부(-)의 수익률을 보이기도 한다. 한국의 연구는 대체로 인수합병기업과 피인수합병기업이 모두 유의한 정(+)의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 중국의 연구에서는 인수합병 성과가 단기적으로 하락하나 장기적으로 상승하는 결과가 나타나기도 했다. 이러한 차이는 분석모형이나 표본과 기간 설정 등 연

구방법의 차이와 그밖에 국제 인수합병 시장의 제도와 관행에 기인할 가능성이 있다.

장영광(1985)은 합병공시 전 피인수합병기업의 초과수익률은 합병기업의 초과수익률 보다 2배 정도 높으며 공시 후 인수합병기업의 초과수익률은 증가하는 추세를 보였으나 피인수합병기업은 하락하는 추세를 보였다[1]. 김희석(1990)은 시장모형과 함께 업종조정수익률모형을 이용하여 분석하였는데 인수합병기업의 주주들은 공시일 약 5주 전부터 공시일 까지 약 2.7%의 초과수익을 얻었고, 피인수합병기업의 주주들은 공시일 30일 전부터 공시일 까지 약 8.7%의 초과수익을 얻는 것으로 나타났다[2].

陳培元, 張田余(1999)은 인수합병기업의 누적초과수익률은 상승 추세에 있지만 유의하지 않은 것으로 보고하였으나, 李善民, 孫峰과 李增泉(2003)는 인수합병 기간에 주주가 18.89% 초과수익률을 얻은 것으로 보고하였다[3]. 陳正罡(2002)는 사건연구 방법을 사용하여 분석한 결과 인수합병기업은 공시일 전 10일부터 공시일 후 30일까지의 기간에 주주가 양(+)의 초과수익률을 얻는다고 보고하였고 피인수합병기업은 관찰 기간 동안에 초과수익률과 누적초과수익률이 유의적으로 나타나지 않았으며 주주의 부가 감소하는 것으로 보고하였다. 한편, 王謙와 王迎春(2006)는 상하이와 심천 증권거래소에 상장된 기업들을 대상으로 합병 공시 후 인수합병기업의 성과는 하락했지만 다시 상승하는 추세를 보였다고 주장하였다[4]. 高明華(2008)의 연구에서는 상장기업의 인수합병 효과를 검증하기 위하여 1999~2001년의 상장된 314개 기업의 합병 전 후의 재무 성과를 분석하였으며 기업합병 후 단기적으로는 양(+)의 값을 나타내는 것으로 나타났다.

기업인수합병의 장기성과에 관한 연구로, Ghosh(2001)의 연구에서는 인수합병기업의 장기 경영성과가 통제기업에 비해 유의적인 차이가 없었으며, 다만 인수대금을 현금으로 결제한 경우에는 합병 후 현금흐름이 크게 증가한 것으로 보고하였다. Heron and lie(2002)는 1985년부터 1997년 사이에 있었던 859개의 인수합병기업을 대상으로 장기 영업성과를 측정한 결과, 인수합병기업의 영업성과가 비교기업의 영업성과보다 우수하게 나타났다으며, 인수로 인한 영업성과의 개선정도는 인수합병기업의 비용에 비례한다고 주장하였다.

한국의 인수합병 장기성과에 관한 연구로 이원흠

(2007)은 재무적 사건이 장기적으로 기업의 내재가치에 미치는 효과를 구분하여 추정할 수 있는 모형인 내재가치를 이용한 사건연구방법론을 개발하여 인수합병기업의 내재가치 변화를 분석하였다. 그 결과, 단기적으로는 합병 전후의 내재가치 차이가 통계적으로 유의하지 않았으나, 장기적으로는 양(+)의 변화가 뚜렷하게 나타나는 것으로 보아 합병으로 인한 긍정적인 장기 효과가 존재함을 주장하였다[5]. 강효석, 김성표(2009)는 인수합병 후 장기주식성과가 비유의적인 음(-)의 값을 가지지만 합병 전 영업성과가 저조한 기업일수록 합병후 장기초과영업 성과에 정의 영향을 미치는 것으로 분석하였다[6].

중국 자본시장 데이터를 이용한 인수합병연구로, 余光, 楊榮(2000)는 1993년부터 1995년까지의 3년 동안에 상해 증권거래소와 심천 증권거래소에서 인수합병을 공시한 기업 중에서 38개 기업을 표본으로 선정하여 (-211일, -11일)의 기간에서 시장모형 모수를 추정하여(-10일, +10일)의 기간에서 유의한 초과수익률과 누적초과수익률을 얻었다[7]. 馮根福, 吳林江(2001)는 1995년부터 1998년까지 인수합병사례를 대상으로 요인분석을 진행하였으며, 그 결과 상장기업의 인수합병 성과는 합병 당해와 합병 후 1년에 기업 성과가 증가하다가 그 이후에 감소하고 합병 후 3년 음(-)의 값이 나타났다고 보고하였다.

2.2 인수합병 성과에 영향을 미치는 요인 연구

첫째, 기업 조직에서 경험은 주요한 자원이다. Chang(1995)은 국제적인 경험이 풍부한 기업들은 해외시장에서 자신이 보유한 유·무형자산을 보다 잘 활용할 수 있을 뿐만 아니라 해외 기업의 기술이나 자원들을 획득하여 경쟁력 강화를 도모할 수 있다고 하였다[8]. Delios and Beamish(2001)는 이러한 관점과 일치되게 투자기업의 국제경험이 인수합병 성과 향상에 기여한다는 것을 발견하였다[9]. 한충민(2000)의 연구에서는 현지 적합 정도와 투자 기업의 국제화 경험이 기업의 경영성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업의 국제화 경험이 많을수록 해외시장에 대한 경험과 지식이 쌓이게 되며 이질적인 타문화권의 경영환경에 대한 전반적인 이해도를 높이므로 기업의 성패에 영향을 준다고 하며 그 정도가 높을수록 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석하였다[10]. 이에 대한 연구로 김기현(2000), Sakakbara and Yanawaki(2004) 등 국제화 경험이 많을

수록 기업 성과에 정(+)의 영향을 준다는 실증연구가 있다.

둘째, 기업 인수합병의 성공여부를 결정하는 주요 요인 중 하나는 기업문화의 적합성에 관한 부분인데 실제 통합단계에서 적절하지 못한 대처가 인수합병 실패 확률을 높인다고 하였다. Jemison and Sitkin(1986)의 연구에서는 두 기업에 문화적 차이가 존재한다면 인수합병 후, 통합과정에서 많은 충돌을 초래할 수 있다는 결론을 보여주었다. 또한 뚜렷한 문화적 차이가 존재하는 기업의 인수합병은 투자자가 매우 부정적인 평가를 하는 것으로 나타났다[11]. Cannella and Hambrick(1993)는 문화적 충돌이 피인수합병기업의 경영진들의 이직률을 상승시킨다고 하였다.

셋째, 인수합병기업은 피인수합병기업의 지분을 얼마나 인수하는지에 따라 합병 후에 피인수합병기업의 통제권이 달라진다. Kyle(1985), Shleifer and Vishng(1986)는 인수합병기업은 피인수합병기업 지분의 확보율 증가에 따라 기대수익이 상승할 수 있다고 하였다. 반면에 Bradley, Desai and E.H. Kim(1988)는 인수합병 비용에 비해 취득한 주식이 가져올 잠재적인 이익은 매우 작다고 주장하였다[12].

넷째, 인수기업의 규모에 대한 연구로 Moller, Schlingemaun and Stulz(2004)의 연구에 따르면 인수합병기업의 규모가 소규모인 경우에 수익률이 유의한 정(+)의 값을 가지는 반면 대규모 기업의 경우에는 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났으며, 기업규모효과가 존재하는 것을 발견하였다.

다섯째, 인수대금 지급방법에 대한 연구로 Asquith, Bruner and Mullins(1983)는 인수합병기업의 인수대금 지급방법에 따른 수익률 차이를 분석한 결과, 현금지급인 경우 (+)1.03%, 혼합(현금과 주식)인 경우 (-)1.31%, 주식지급인 경우 (-)2.58%의 평균초과수익률이 나타나는 것을 발견하였다. Loughran and Vjih(1997)의 연구에서 합병 후 5년 동안 현금으로 지급한 인수의 경우 유의한 정(+)의 초과수익률을 나타내었고, 주식 지급으로 인수한 경우 유의한 음(-)의 초과수익률이 나타나는 것을 발견하였다[13].

여섯째, 인수합병기업과 피인수합병기업의 관련성이 기업 성과에 영향을 미친다. 이성규, 변영덕, 박상국(2002)은 합병정보는 인수합병기업보다 피인수합병기업의 주주에게 더 높은 초과수익률을 제공하였으며 관련합

병이 비관련합병보다 더욱 높은 수익률을 보이고 있음을 검증하였다. 또한, 인수합병기업과 피인수합병기업 상호간에 상대적인 규모차이가 적을수록 긍정적인 영향을 미치고, 합병 전 부채비율이 높을수록, 합병 전 수익성이 낮은 기업일수록 성장성 증대에 대한 기대 때문인지 합병 정보가 더욱 유리하게 반영된다고 하였다[14].

그밖에, 안종석(1994)은 중국 직접투자기업의 경영실태를 분석한 연구를 통해 기업특유의 우위보다는 현지 투자 환경의 특성을 나타내는 입지특유의 우위요인에 의해 경영성과가 더 많은 영향을 받는다고 하였다[15].

Dor and Prahalad(1991)는 글로벌 통합에 영향을 주는 요인으로 경제적·기술적·경쟁적 환경요인을 들고 있으며 현지화에 영향을 주는 요인으로 시장 환경의 다양성과 함께 사회적·정치적 환경요인, 소비자 기호와 유통채널의 다양성, 현지정부의 규제 등을 들고 있다.

이와 같이 인수합병 성과에 영향을 미치는 요인이 다양하며, 중국기업의 인수합병 성과 연구에서 나온 결론도 차이가 크다. 이것은 중국의 특수한 기업 환경과 관련이 있다. 중국기업의 해외 투자의 특징 중 하나는 주로 국유 기업에 의해 이루어진다는 점이고, 중국에서는 국유 주식 및 법인주식은 주식 시장에서 유통될 수 없기 때문에 기업의 시장가치를 추정할 때의 오류가 크다. 또한 부적절한 회계 제도 및 상장 기업들의 회계 정보를 조정한 수익률 왜곡 등과 같은 원인으로 연구결과의 차이가 발생할 수 있으므로 정확한 자료의 수집과 실증연구가 필요하다.

2.3 가설 설정

국제 인수합병 성과 요인은 선행연구에서 제시한 유의한 변수들을 이용하여, 연구가설을 설정하였다.

1) 국제적 경험과 기업 성과와의 관계

국제적 경험은 인수합병 전에 해외 직접투자 여부로 판단하였다. 해외투자란 생산요소의 국제적인 이동을 의미한다. 이는 자본뿐만 아니라 생산기술 또는 경영기법 등이 국경을 넘어 다른 나라로 이전하는 것도 수반된다.

중국기업은 글로벌 경영 경험이 많이 부족한 상태에서 해외기업의 인수합병으로 급격한 변화를 시도한 경우 기업 간의 문화적 차이, 고급 인재의 유출 및 경영관리 등에서 여전히 문제점이 발생하고 있다. 따라서 국제적

경험이 부족하면 인수합병 과정이 순조롭지 못하며 인수 합병으로 인한 효과도 극대화되지 못할 것이다. Chang (1995), Barkema, Bell and Pennings(1996), 한충민(2000) 등은 국제화 경험이 인수합병기업의 경영성과에 정(+)의 영향을 미친다고 주장하였다.

H1: 국제적 경험은 인수합병기업의 성과에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

2) 국가 간의 문화적 차이와 기업 성과와의 관계

문화적 차이는 국가문화 분석에 가장 보편적으로 사용된 Hofstede의 국가 문화차이 지수를 토대로 Morosini (1998)의 연구에서 도출한 공식¹⁾을 사용하여 두 국가 간의 문화적 차이를 측정하였고, 도출한 수치가 클수록 기업 간의 문화적 차이가 큰 것을 의미한다[16][17].

국제 인수합병기업과 피인수합병기업 간의 국가 문화적 차이 즉 언어 차이, 정치구조의 상이성, 산업 발전 수준의 격차, 교육수준의 차이, 종교적 신앙 등을 포함하는 심리적 거리가 기업 간의 정보의 흐름에 부정적인 영향을 초래할 수 있다.

H2: 국가 간의 문화적 차이는 인수합병기업의 성과에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

3) 피인수합병기업의 국가 제도 발전수준과 기업 성과와의 관계

일반적으로 국가제도는 정치, 경제, 사회, 권력 등을 포함한다. 본 연구는 ICRG(International Country Risk Guide)의 140개국에 대한 국가정치, 경제, 재무위기 등을 점수로 매긴 자료를 통해 국가 제도를 수치화하였다. 이 지표는 100을 만점으로, 피인수합병기업의 국가 제도의 점수가 높을수록, 그 나라의 정치위험이 낮고 제도수준이 높은 것을 의미한다.

인수합병기업이 해외시장에서 직면하는 투자위험은

현지국의 정치적, 경제적 현상과 정부 정책의 지속성 여부의 불확실성이 반영된다. 이러한 위험은 현지에서 경영활동을 수행하는 기업의 생존과 수익성에 영향을 미친다. 예컨대, 현지정부의 정책이 바뀌면 생산, 판매 활동은 물론, 이윤의 본국 송금도 어려워질 수도 있고 극단적으로 현지법인의 자산 몰수, 도산 등의 상황이 일어날 수도 있다.

H3: 피인수합병기업의 국가 제도 수준은 인수합병기업의 성과에 부(-) 영향을 미칠 것이다.

4) 인수합병기업이 지불한 자금의 규모와 기업 성과와의 관계

인수대금은 인수합병기업이 피인수합병에게 현금으로 지불한 인수비용으로 측정하였다. 지금까지 중국의 인수합병기업은 충분한 현금 조달 능력을 가지고 있는 국유기업들이 대부분이고 이들은 인수합병 시 현금으로 인수비용을 지불하는 경향이 있다.

인수합병 시 지불한 자금이 클수록 피인수합병기업의 잠재된 자원의 가치가 크다고 할 수 있으므로 피인수합병기업의 잠재적 가치만큼 인수합병으로 인한 기업의 성과를 높게 될 것이다.

H4: 인수합병기업이 지불한 인수대금은 인수합병기업의 성과에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

5) 인수지분율과 기업 성과와의 관계

인수합병기업이 취득한 피인수합병기업의 지분율이 높을수록 인수합병기업의 기업가치를 극대화하는 의사결정을 할 개연성이 더 높아질 수 있다. 지분율의 증가는 인수합병이 완료된 후에 인수합병기업의 재량권을 강화시킬 수 있고 또한, 지분을 늘림으로써 경영 통제권을 완전히 장악할 수 있다. Josef and Lakanishck(1976) 인수합병 시 취득한 피인수합병기업의 지분율이 높을수록 인수합병의 성공률 및 완료된 후 뚜렷한 성과를 얻을 수 있다고 주장하였다.

H5: 인수합병기업이 취득한 피인수합병기업의 지분율은 인수합병기업의 성과에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

1) $CD_j = \sqrt{\sum_{i=1}^4 (I_{ij} - I_{ic})^2}$; CD_j 는 j국가와 중국 간의 문화적 차이, I_{ij} 는 j 국가의 i 차원의 문화 지수, I_{ic} 는 중국의 I i 차원의 문화 지수를 나타낸다(Morosini, Shane and Singh, 1998).

3. 자료 및 방법론

3.1 표본의 선정과 자료 수집

<Table 1> M&A Firm list

N	Year	M&A Firm	Target Firm
1	2001	Midea	Sanyangcikongguan
2	2001	Haier	Mainigaidi
3	2001	ZOOMLION	BAOLUJIE
4	2001	BOE	Hyundai Elec STN
5	2001	WANXIANG GROUP	Universal Automotive
6	2001	HOLLEY	Philips Semiconductor
7	2002	BOE	Hyundai Elec TFT
8	2002	The Creative Life	Schneider Electric
9	2002	EASTCOM	Luyitong
10	2002	SHANGHAI ELECTRIC	Qiushanyinshua
11	2003	BOE	AOC
12	2003	SINOCHEM GROUP	Atlantis
13	2003	HUASONG	Weiercigangping
14	2003	Newland	JQG
15	2003	TCL	Alcatel
16	2003	Shenyang Hejin Holding	Muller
17	2003	Qinchuan Machinery Development	United American
18	2003	ZHONGJI INDUSTRY	Puluowangsi
19	2004	SHANGHAI ELECTRIC	Wohlenberg
20	2004	ShangGong Group	Durkopp Adler
21	2004	SAIC MOTOR	SsangYong Motor
22	2004	TCL	Thomson
23	2005	Lenovo	IBM PC
24	2005	Zhejiang Qianjiang Motorcycle	Benelli
25	2006	BLUESTAR	Adisseo
26	2007	SINOCHEM GROUP	NEW XCL
27	2007	WANXIANG GROUP	Advanced illumination
28	2007	CIMC	BG Group
29	2007	Youngor Group	Kellwood
30	2007	Sanhua Holding Group	Ranco
31	2007	CHINALCO	Peru Copper

본 연구는 2001년부터 2007년 사이에 상장된 중국기업 중에서 국제 인수합병을 시행한 31개 기업을 표본으로 선정하였다. 표본기업은 심천시 國泰安 정보기술 유한회사에서 연구 개발한 CANAR 연구 데이터베이스를 기초로 구성하였고, 상장기업의 재무제표는 新浪財經사

이트 및 和訊財經사이트에서 각각 추출하였다. 제조업과 직접적인 관련이 없는 서비스업, 금융업, 무역업 등은 표본에서 제외하였다.

3.2 연구모형의 설계

국내외 선행연구에서 국제 인수합병 성과에 영향을 미치는 요인들을 선정하여, 중국기업의 국제 인수합병 성과에 미치는 영향을 분석하였다.

이를 위해 국제 인수합병을 시행한 중국기업의 경영 성과(ROA)를 종속변수로 설정하고, 인수합병 발생 연도를 기준으로 3년 후의 경영성과를 측정하였다. 일반적으로 인수합병 기업의 장기성과는 인수합병 이후 두 기업 간의 통합과정을 고려하여 3년 후의 성과를 측정하여 검증하고 있다. 이와 관련하여 孫嵐(2011)의 연구에서는 인수합병 발생 2년 후에 총자산수익률의 평균치가 더 안정적으로 회복되었고, 이원홍(2007)은 합병 전후 단기적으로는 내재가치 차이가 통계적으로 유의하지 않았으나, 장기적으로 양(+)의 변화가 뚜렷이 나타나는 것을 발견하였고 합병의 장기효과가 존재한다는 것을 보여주었다. 강효석, 김성표(2009)의 연구에서도 인수합병 이후 3년차 성과가 통계적으로 유의적인 값을 보였다.

국제 인수합병 성과에 영향을 미치는 요인으로 국제적 경험, 국가 간 문화적 차이, 취득한 피인수합병기업의 지분율, 인수대금 및 피인수합병기업의 국가 제도수준을 선정하고 인수합병기업과 피인수합병기업 간의 관련성, 합병 전 인수합병기업의 규모를 통제하여 다중회귀분석을 실시하였다. 이는 채택한 설명요인들이 기업성과에 복합적으로 영향을 미치며, 여타 변수들의 영향을 통제하고 각각의 요인이 기업성과에 미치는 영향을 분석하기 위함이다. 분석모형은 다음과 같다.

$$ROA = \alpha + \beta_1 EXP + \beta_2 CD + \beta_3 SYS + \beta_4 COST + \beta_5 SHARE + \beta_6 REL + \beta_7 SIZE + \epsilon$$

ROA : 총자산수익률 (당기순이익률/평균자산총액×100)

ROA은 기업 인수합병 발생 연도 기준으로 3년 후 12월 결산 재무제표상의 기말 잔액으로 산출

평균자산총액 = (기초자산+기말자산)÷2

EXP: 인수합병기업의 국제적 경험 더미변수

(국제적 경험이 있으면 1, 없으면 0)

CD: 국가간 문화적 차이. Morosini(1998)에서 도출한 공식

SYS: 피인수합병기업 국가의 제도수준
 (International Country Risk Guide기준으로)
 COST: 현금으로 지불한 인수대금(단위: 백만달러)
 SHARE : 취득한 피인수합병기업의 지분율
 REL: 인수합병기업과 피인수합병기업 관련성 더미변수
 (동종 기업인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0)
 SIZE : 합병전 인수합병기업의 규모 (Ln(총자산))

4. 실증분석

4.1 기초통계량분석

본 연구의 연구모형에서 사용된 변수들 간의 관계를 파악하기 위해 기초통계량 분석 및 상관관계 분석을 실시하였다. <Table 2>은 변수들의 기초통계량을 나타내고 있다.

<Table 2> Descriptive Statistics

	Mean	Std	Max	Min
ROA	0.269	0.755	3.774	-0.767
EXP	0.350	0.486	1	0
CD	72.795	10.716	91.30	51.66
SYS	80.820	5.287	90.29	63.88
COST	86.876	123.429	1250	1.97
SHARE	0.816	0.259	1	0.24
REL	0.810	0.402	1	0
SIZE	21.75	1.313	24.05	18.37
n = 31				

기업의 경영성과를 나타내는 총자산수익율(ROA)의 평균값은 0.269%로 나타났으며, 국제 인수합병이 기업의 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. ROA의 최소값은 -0.767%로 나타났으며, 이는 인수합병 시에 부채의 증가 혹은 자본의 감소로 기업 성과에 영향을 미칠 수 있고, 인수합병 완료 후 통합과정에서는 인수합병 후에 얻을 수 있는 잠점가치가 반영되지 못한 것으로 볼 수 있다. 또한 표본기업 중 인수합병 전에 해외 투자의 경험이 있는 기업 수는 11개이다. 표본기업의 35%정도 해외 투자의 경험이 있는 이유는 중국 정부가 적극적으로 해외 진출을 촉진하는 정책을 펴고 있는 정책적 의지가 반영된 것이라 생각된다.

국가 간 문화적 차이의 평균값은 72.795로 나타났으며

중국기업들과 피인수합병기업 간의 문화적 차이가 상대적으로 크다는 것을 보여준다. 이는 기술 추구형과 시장 추구형 인수합병을 실행한 중국기업은 대부분 유럽과 미국의 기업을 인수합병 하였기 때문이다. 피인수합병기업의 국가 제도수준은 최대값이 90.29, 평균값은 81.82로 나타났다는데, 이것 또한 인수합병 대상기업이 주로 유럽과 미국 기업이라는 것과 관련이 있다고 볼 수 있다.

인수대금의 최소값과 최대값은 각각 197만달러와 125백만달러로 중국기업은 해외 인수합병 시 기업 규모와 자기자본 조달 능력에 따라서 인수합병규모가 큰 차이를 보이고 있다. 중국기업이 취득한 피인수합병기업 지분율의 평균값은 81.67%로 높게 나왔다. 이러한 결과는 중국기업이 인수합병 시 피인수합병기업의 대부분의 지분을 인수한다는 것이다. 대다수 중국기업은 자사의 국제적인 경쟁력을 높이고, 선진 기술의 획득, 국제 시장 진출과 브랜드 확장을 하기 위해 피인수합병기업의 전부 혹은 대부분의 자산과 지분을 취득하는 상황이다.

표본기업에서 인수합병기업과 피인수합병기업 간의 관련성이 있는 기업 수는 25개이다. 중국기업은 해외인수합병 시 수평적인 인수합병을 실행하는 편이다. 이것은 중국기업이 해외 인수합병을 통해 해외 자원조달 및 확보, 선진 기술 획득, 해외 유통망 등을 확보하려는 동기로 설명할 수 있다.

4.2 상관관계 분석

<Table 3>은 변수들 간의 상관관계를 피어슨 상관계수로 나타낸 것이다. 분석 결과를 보면 표본기업 중에서 기업 성과에 유의한 상관관계가 있는 변수는 국가간의 문화적 차이와 인수대금으로 나타났으며, 문화적 차이가 기업 성과와 5%에서 유의한 부(-)의 상관관계를 나타냈고, 인수대금은 기업 성과와 1%에서 유의한 정(+)의 상관관계를 나타냈다.

이는 문화적 차이가 클수록 기업 성과에 부정적인 영향을, 인수대금이 높을수록 기업 성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 것으로 추측할 수 있다. 그리고 국제적 경험과 피인수합병기업의 취득한 지분율 간에 5%에서 유의한 부(-)의 상관관계를 보여준다. 나머지 변수들은 기업 성과에 유의한 상관관계를 나타내지 않았다. 변수들의 절대값은 대부분 0.4이하이므로, 변수 간에 다중공선성이 존재하지 않는다고 판단할 수 있다.

<Table 3> Correlation coefficients between the firm performance(ROA) and explanatory variables

	ROA	EXP	CD	SYS	COST	SHARE	REL	SIZE
ROA	1							
EXP	-0.209	1						
CD	-0.406**	0.027	1					
SYS	0.000	0.128	0.121	1				
COST	0.470***	0.277	-0.067	0.167	1			
SHARE	-0.236	-0.356**	0.191	0.222	-0.033	1		
REL	-0.260	-0.149	0.237	0.134	-0.393**	0.129	1	
SIZE	-0.274	0.286	0.159	0.145	-0.099	-0.139	0.277	1
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1								

4.3 다중회귀분석

기업의 국제적 인수합병 성과에 영향을 미치는 요인을 분석하기 위해 다중회귀분석을 시행한 결과는 <Table 4>와 같이 나타났다. 회귀모형(F= 4.584)의 적합도가 유의수준 1%에서 유의한 것으로 나타났으며 모형의 설명력은 58.3%이다.

인수합병기업의 국제적 경험(B=-0.716)은 유의수준 1%에서 기업 성과에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 인수합병기업이 지불한 인수대금(B=3.280)은 유의수준 1%에서 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 인수합병기업이 취득한 피인수합병기업의 지분율(B=-1.073)과 국가 간의 문화적 차이(B=-0.020)는 유의수준 5%에서 기업 성과에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 피인수합병기업 국가의 제도 수준, 두 기업 간의 관련성과 인수합병기업의 합병전 규모는 기업 성과에 유의한 영향을 미치지 않았다.

인수합병기업의 국제적 경험은 본 연구의 가설과는 달리 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났는데, Haleblian and Kelstein(1980)의 연구에서 현재의 상황을 고려하지 않고 이전의 경험에 의존하는 것은 기업 성과에 부정적인 영향을 미친다고 주장한 것과 일치하였다.

피인수합병기업 국가의 제도수준이 인수합병기업 성과에 미치는 영향은 정(+)의 값을 나타냈지만 통계적으로 유의하지 않았다. 피인수합병기업에게 지불한 인수대금이 클수록 인수합병기업 성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 중국기업이 인수합병을 통해 해외기업의 기술력, 국제 유통망, 마케팅 능력 등의 경영자원

을 취득하고자 한 것으로 보아 인수대금이 클수록 피인수합병기업의 잠재가치가 크다는 것으로 판단되며 Kusewitt(1985)의 결론과 일치하였다.

취득한 피인수합병기업의 지분율은 본 연구의 가설과 달리 인수합병기업 성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이는 Pound et al.(1998)의 연구에서와 같이 지분율과 기업 가치 간에 관계를 입증한 결과와 일치하였다. 취득한 피인수합병기업의 지분율이 많을수록 인수합병 후 통합해야 하는 물적, 인적 자원이 많아지며 통합과정에서 위험을 높일 수 있기 때문에 큰 손실을 초래할 수 있다.

<Table 4> Multiple regression results

Independent Variable	Estimate	t-statistic
intercept	2.281	1.215
EXP	-0.716***	-2.871
CD	-0.020**	-2.003
SYS	0.014	0.672
COST	3.280***	3.522
SHARE	-1.073**	-2.378
REL	0.037	0.122
SIZE	-0.065	-0.746
Dependent Variable = ROA		
R ²	0.583	adjusted-R ² 0.455
F-value	4.584**	
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1		

5. 결론 및 요약

중국 정부는 “Go Global”이란 기치아래 중국기업의 해외 투자를 적극적으로 장려함으로써 해외진출이 양적으로나 질적으로 크게 성장하였지만 국제 인수합병에 관한 실증 연구는 미비한 실정이다. 이에 따라 본 연구는 중국기업의 국제 인수합병이 기업성파에 미치는 영향과 국제 인수합병 성과에 영향을 미치는 요인들을 실증 분석하고자 하였다.

본 연구는 2000년부터 2007년까지 중국증권거래소의 유가증권시장에 상장된 기업 중 해외기업과의 인수합병을 시행한 기업을 대상으로 국제 인수합병 성과 및 그 성과에 미치는 영향 요인에 대한 국내외 선행연구를 고찰하고, 국제 인수합병 성과에 영향을 미친다고 판단된 요인들을 선정하였다.

검증 결과는 다음과 같이 요약된다. 첫째, 중국기업의 국제적 경험은 기업 성과에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 인수합병기업의 국제적 경험은 시행착오를 줄일 수 있지만, 경영진의 국제적 경험에 대한 고정된 사고가 인수합병 과정에서 여러 가지 위험을 초래하여 오히려 부정적인 영향을 미친 것으로 보인다.

둘째, 기업 간의 문화적 차이는 기업 성과에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 중국기업의 인수합병은 일반적으로 선진국을 선택함으로써 국가 간 문화적 차이가 매우 크고, 인수합병 후 선진국 기업의 조직 문화 차이도 기업에 부정적인 영향을 미치는 것으로 사료된다.

셋째, 피인수합병기업의 국가 제도 수준은 인수합병기업 성과에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않았다. 중국기업의 국제 인수합병 대상기업이 주로 유럽과 미국 기업이라는 점에서 피인수합병기업의 국가제도 수준이 인수합병 성과에 크게 영향을 미치지 못한 것으로 보인다.

넷째, 취득한 피인수합병기업의 지분율은 인수합병기업 성과에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 중국기업은 1980년부터 국제 인수합병을 시도했지만 실제적인 인수합병은 2000년대에 활발히 진행되었다. 그동안 중국기업들은 국제 인수합병 과정에서 성숙하지 못했고 많은 기업들이 인수합병 후 효과적인 통합을 할 수 없었다. 인수합병기업이 얻은 권리만큼 기업의 복잡한 경영구조 및 피인수합병기업의 노동조합, 조직문화를 충

분히 포용하지 못한 점 등이 기업 성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 사료된다.

다섯째, 인수합병기업이 피인수합병기업에게 지불한 인수대금은 유의수준 1%에서 기업 성과에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 중국은 제조업 강국이지만 제조업 분야의 핵심 기술 수준이 선진국의 기술력에 미치지 못한다. 중국기업의 해외 투자의 주요 목적은 피인수합병기업의 기술력, 브랜드가치, 국제적 유통망 등을 얻기 위한 것으로 중국기업은 인수합병 시 상대적으로 더 많은 인수대금을 필요로 하게 된다. 즉 지불한 인수대금이 클수록 피인수합병기업의 가치가 인수합병기업의 성과에 반영된다고 볼 수 있다.

실증분석 결과를 보면, 중국기업은 국제 인수합병을 통해 기업성과를 비교적 향상시킬 수 있었지만, 국제 인수합병 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미치는 요인들이 상황에 따라서 실패 요인이 될 수도 있었다. 따라서 중국기업은 다양한 분야에서 해결 방법을 찾아야 하며, 중국기업의 국제 인수합병의 성과를 높일 수 있는 요인들에 대해 전면적으로 분석하고 연구하는 것이 필요하다.

본 연구의 한계점으로는 선정한 표본 수가 절대적으로 부족해서 인수합병의 성과 요인에 대한 대표성이 있다고 하기에는 조금 미흡한 부분이 있다. 그러나 이러한 한계점에도 불구하고 본 연구는 중국기업의 국제 인수합병의 성과에 미치는 요인을 실증연구를 통해 분석하였고, 성과 요인에 대한 원인과 해결방안 및 시사점을 면밀히 분석하고자 하였다.

ACKNOWLEDGMENTS

This research was supported by the research fund of Kumoh national institute of technology.

REFERENCES

- [1] Yung-Gang Jang, An Empirical Study on the Influence of M&A on Shareholders Wealth. Ph.D. dissertation, Korea University, 1985.
- [2] Hee-Seok Kim, The Effect of Merger and Acquisitions on shareholder wealth. Ph.D. dissertation,

Seoul National University, 1990.

[3] Li Shanmin and Chen Yugang, A Study on Wealth Effects of M&A of Listed Companies. *Journal of economy*, 11, 2002.

[4] Wang Qian and Wang Yingchun, The Analysis of Chinese Enterprise Cross-border Merger and Acquisitions Performance. *Journal of Accounting Communication*, 3(4), 5-10, 2006.

[5] Won-Heum Lee, A Value-Based Event Study Approach : A Study on the Long-term Effects of M&A's. *Asian Review of Financial Research*, 20(1), 2007.

[6] Hyo-Seok Kang and Sung-Pyo Kim, Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions in Korea. *Journal of Korea Institute of Finance*, 23(4), 63-101, 2009.

[7] Yu Guang and Yang Rong, An Empirical Analysis of Stock Price Reaction to Merger and Acquisitions. *Journal of Contemporary Finance and Economics*, 7, 69-74, 2000.

[8] Chang, S. J., International Expansion Strategy of Japanese Firms: Capability Building through Sequential Entry. *Academy of Management Journal*, 38, 363-407, 1995

[9] Barkema, H. G., Bell, J. and Pennings, J., Foreign Entry, Cultural Barriers and Learning. *Strategic Management Journal*, 17, 151-66, 1996.

[10] Chung-Min Han, What Determines the Performance of Korea's FDI in China?. *Journal of Korean Academy of International Business*, 11(2), 375-396, 2000.

[11] Jemison, D. B. and Sitkin, S. B., Corporate Acquisitions: A Process Perspective. *Academy of Management Review*, 11(1), 145-163, 1986.

[12] Bradley, M., Desai, A., E.H. Kim, Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics* 21, 3-40, 1988.

[13] Tim Loughran, Anand M. Vijh, Do Long-Term Shareholders Benefit Form Corporate Acquisitions?.

The Journal of Finance, 1.52(5), 1765-1790, 1997.

[14] Seong-Kyu Lee, Young-Deok Byun, Sang-Guk Park, A Study on the Market Response of M&A Announcement. *Journal of Korea Accounting Information Association*. 18, 1-22, 2002.

[15] Jong-Seok Ahn, Korean Firms' Direct Investment in China And Its Future Directions. *Journal of Korean Academic Association of Business Administration*, 10, 157-188, 1994.

[16] Hofstede, G., Motivation, Leadership, and Organization: Do American Theories Apply Abroad. *Organizational Dynamics*, 9(1), 42-63, 1980.

[17] Piero morosini, Scott Shane and Harbir Singh, National Cultural Distance and Cross-Border Acquisition Performance. *Journal of International Business Studies*, 29, 137-158, 1998.

이 용 환(Lee, Young Hwan)



- 1987년 3월 : The Ohio Univ. MBA
- 1992년 6월 : Univ. of Georgia 금융재무학 박사
- 2002년 2월 ~ 현재 : 금오공과대학교 경영학과 교수
- 관심분야 : 기업재무, 투자론
- E-Mail : yhlee@kumoh.ac.kr

정 선 혜(Jeong, Seon Hye)



- 2012년 2월 : 금오공과대학교 경영학과(경영학석사)
- 2014년 2월 : 금오공과대학교 경영학과(경영학박사수료)
- 관심분야 : 기업재무, 투자론
- E-Mail : ssunj@kumoh.ac.kr

Chenjingzhu



- 2013년 2월 : 금오공과대학교 경영학과(경영학석사)
- 관심분야 : 기업재무
- E-Mail : jingzhu@kumoh.ac.kr