

중국기업의 해외 인수 합병의 성과 결정요인[†]

유승훈*

<요 약>

본 연구는 중국의 해외 인수 합병 현황과 영향 요인에 대한 관련 이론과 기존의 연구를 살펴본 뒤 중국 기업의 해외 인수 합병의 성과에 미치는 영향을 실증분석 하였다. 분석의 결과 과거성과, 인수지분율, 국유지분율, 문화적 차이는 성과에 정의 영향을 미치는 것으로 나타났으며 문화적 차이가 클수록 과거성과의 인수합병의 성과에 미치는 영향이 크게 나타나는 중재효과가 있음을 보이고 있다. 그러나 조직 연령, 수출비중, 잉여현금흐름은 유의한 영향을 미치지 않고 있다.

핵심주제어: 해외 인수 합병, 국제화, 상호작용효과, 기업성과.

I. 서론

최근 20년 동안 중국 경제가 급속히 발전하면서 많은 중국 기업들은 인수합병을 통해 해외로 진출하게 되었다. 이렇게 증가한 이유는 2005년 이후 중국은 대규모의 대외거래 흑자와 중국 내 외국인 투자의 급속한 증가로 인한 거대한 외환보유고의 증가로 세계최대의 외환보유국이 되었다. 이에 따라 미국으로부터 위안화의 절상압력을 받는 등 부정적인 측면이 나타나기 시작했다. 이에 따라 중국정부의 해외투자 활성화 정책에 따라 해외투자 규모가 더욱 커지게 되면서 해외 인수합병 활동이 더욱 활발해지고 있다.¹⁾

글로벌 금융 위기 이후 큰 폭으로 감소했던 세계 M&A 시장은 2010년부터 회복하기 시작해 2015년 전년대비 54.4% 증가한 5조 달러로 사상 최대를 기록하고 있다. 나아가서 중국 기업 주도의 M&A 규모도 2013년 이후 세계 인수 합병 시장보다 훨씬 빠른 속도로 성장해서 2015년 전년대비 104% 증가하여 역대 최대인 6412억 달러를 기록하고 있다(Trade Brief, 한국무역협회 2016).

특히 최근 중국 국가 정책이 민영기업의 해외 인수 합병 활동을 장려하고 있기도 하다. 물론 여전히 국유기업이 해외 인수합병의 주체이지만 중국 민영기업의 점유율은 지속적으로 증가하고 있다. 중국 기업은 기업 간의 연합을 통해 해외 인수합병 비용의 압력을 완화하고 투자 리스크도 효과적으로 줄여가고 있다.

하지만 아직 많은 중국기업이 해외 인수합병 경험이 부족한데다가 목표 대상국의 국가 정책과 관련 법률, 그리고 문화차이와 같은 외부 환

경이 생소하기 때문에 기업 측면에서 해외 인수 합병 후에 발생하는 차이, 거래 쌍방의 업무 규범, 잉여현금흐름 등의 문제가 일어날 수 있다. 기존의 중국기업의 해외 인수합병 사례들을 살펴보면 종종 인수 과정에만 적극적이고 해외 인수합병 후의 감독 관리와 문화의 통합을 소홀히 하면서 인수 성과 창출을 못하는 등 문제가 존재하여 왔다.

한국 역시 풍부한 외환보유액과 시중의 풍부한 유동성에 때문에 원화의 절상압력, 부동산 및 증시의 버블 우려 등이 제기되고 있다. 이 시점에서 중국의 대규모 해외기업 인수 합병 움직임은 한국에 많은 시사점을 제공하고 있다.²⁾ 천연자원 확보를 위한 전략적 목적, 해외시장진출, 고급브랜드 확보, 선진기술의 확보를 위한 중국기업의 해외기업 인수 합병은 세계수출시장에서 첨예하게 경쟁하고 있는 한국기업의 향후 경쟁력변화에 지대한 영향을 미친다고 볼 수 있다.

이에 따라 본 연구에서는 중국기업의 국제 인수합병이 기업의 인수 후 경영 성과에 어떠한 영향을 미치며, 국제 인수합병 성과에 영향을 미치는 요인을 실증 분석 하고 전략적 함의를 생각해보고자 한다.

II. 선행연구

Jensen와 Meckling(1976)은 기업의 소유권이 경영권과 분리한 구조에서 경영자가 주주와 이익상충의 문제가 대리인 문제로 제기한다. 이러한 대리인 문제는 인수합병 동기를 설명하고 이용되기도 한다. 즉, 인수합병이 대리인 문제를

1) 중국 정부의 저우추취(走出去, outward FDI) 전략은 중국의 대외개방을 가속화하여 중국 경제의 글로벌화를 촉진 할 뿐만 아니라 중국기업들의 국제경쟁력을 강화하는 계기가 되었다.

2) 최근 중국의 하이얼은 삼성전자를 제치고 GE의 가전산업부를 인수 하였다. 하이얼은 값싼 중국산이란 이미지를 벗고 전자산업의 원조격인 GE브랜드를 앞세워 글로벌시장에서 단숨에 삼성 LG전자를 위협할 수 있는 위상을 확보한 것으로 평가되고 있다.

해결한다는 견해도 있고, 그와는 반대로 인수합병이 대리인 문제를 유발시킨다는 견해도 있다.

Williamson (1985)의 거래 비용이론은 내부화 이론의 정립에 가장 큰 영향을 준다. 따라서 내부화 이론은 기업 간 거래비용이 큰 경우에는 시장을 통한 다른 기업과의 거래(외부거래)대신 거래를 내부화 함으로써 중간재 등의 거래비용을 줄일 수 있는 것이다.

제도적 요인들이 중국기업들이 해외 인수 합병거래의 성사에 미치는 영향을 실증 분석한 Zhang et.al.(2011)은 1982년부터 2009년 데이터를 사용하여 분석하였다. 피투자국이 제도적으로 열악하거나 피투자국 정부가 국가 안보에 매우 민감하거나 마지막으로 중국기업들이 국영기업일 경우에 중국기업들이 해외 인수 합병 시도가 결렬이 됨을 실증적으로 보여주고 있다. 나아가서 피투자국의 제도요인이 성공적인 인수합병에 미치는 기업요인인 피투자국 학습경험에 중재 역할을 하는 것으로 보고하고 있다.

Zhang & Haico(2010)은 중국기업의 해외인수 합병의 성공을 인수합병의 성사 여부를 기준으로 하여 분석하였는데 이런 기준에서 볼 때 중국기업의 성공률은 미국 등 선진국기업이나 여타 개도국들의 성공률보다 낮은 것으로 나타나고 있다. 이들 성공률에 미치는 요인을 거시 변수와 미시 변수 그리고 산업특유 요인과 인수합병 특유요인의 네 가지 범주에서 실증분석 하여 본 결과 중국기업의 해외 경험 부족이 중요한 장애요인임을 알 수 있었다. 그리고 에너지 환경 바이오등 국가전체의 경쟁력과 보안에 미치는 민감한 산업에서는 인수합병의 성사율이 높지 않음을 보여주고 있다.

Feng and Wu(2001)은 회계데이터를 요인분석을 통하여 중국 기업의 중국내 인수 합병에 관한 연구를 하였다. 인수합병 첫해는 성과의 변화가 없었고 다음해 성과의 증대를 보고하고 있다.

Zhu and Wang(2002)은 67 케이스를 이용하여 중국기업의 인수합병에 대한 분석에서 인수기업과 피인수 기업 모두에서 ROI와 ROE 성과가 증대함을 보여주고 있다.

Zhang(2003)은 사건연구를 통한 중국기업의 인수 합병을 분석하였는데 피인수 기업의 성과는 개선된 반면에 피인수 기업의 성과는 감소하였다. Jia(2003)은 인수기업의 성과와 인수경험은 역 U 관계가 있음을 보여주고 있다.

Deng(2009)은 중국기업의 해외 인수합병에 관한 흡수 역량 관점에서 분석하였다. 흡수역량 이론에 의하면 중국기업은 그들 기업의 경쟁우위를 획득하기위해 인수 합병을 이용하는데 이러한 인수 합병의 성과는 인수 기업의 흡수 역량이 대단히 중요한 변수임을 보여주고 있다.

Wu 와 Xie (2010)은 중국 증시에 상장된 해외인수 합병을 분석하고 인수전 인수기업의 성과와 국유비율이 높을수록 해외 인수 후에 성과가 높ی 나타남을 보여주고 있다.

이용환 et.al(2015)은 중국기업의 국제 인수합병 성과 요인에 관한 연구에서 인수 합병 전 국제적 경험과 인수 합병 기업 간의 문화적 차이, 인수 합병기업이 취득한 피인수 합병기업의 지분율 등은 기업의 성과에 부정적인 영향을 미치며 인수합병기업이 피인수 합병기업에게 지불한 인수대금은 기업의 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

III. 중국기업 해외 인수합병 현황

2008년 금융위기의 충격으로 전 세계 다국적 기업들의 확장 추세가 주춤하고 있는 가운데, 중국기업들의 해외 인수합병은 세계경제발전이 정체된 상황 속에서도 성장 추세가 지속되고 있다. 중국경제의 지속적 성장과 특정 산업에서 자원

부족 타개책으로 해외자원개발 투자가 늘어나고 있고 또한 대부분의 해외투자 기업은 치열한 국내시장의 경쟁에 노출되면서 해외시장을 확대를 통해서 기업성과의 향상을 실현하려고 하고 있다.

경쟁우위를 달성하기 위해서는 마케팅, 브랜드의 인지도, 기술수준과 같은 무형자산을 갖추어야 한다. 이러한 무형자산은 국한된 국내 시장보다 해외의 선진 기업에 대한 인수합병을 추진함으로써 달성할 수 있다.

총체적으로 지난 10년간(2005년-2014년)은 중국 기업의 해외 M&A 급속히 증가하는 단계였다. 해외 M&A 거래 금액보다 건수 수량이 더 신속하게 발전하는 것이 이 기간의 특징이다.

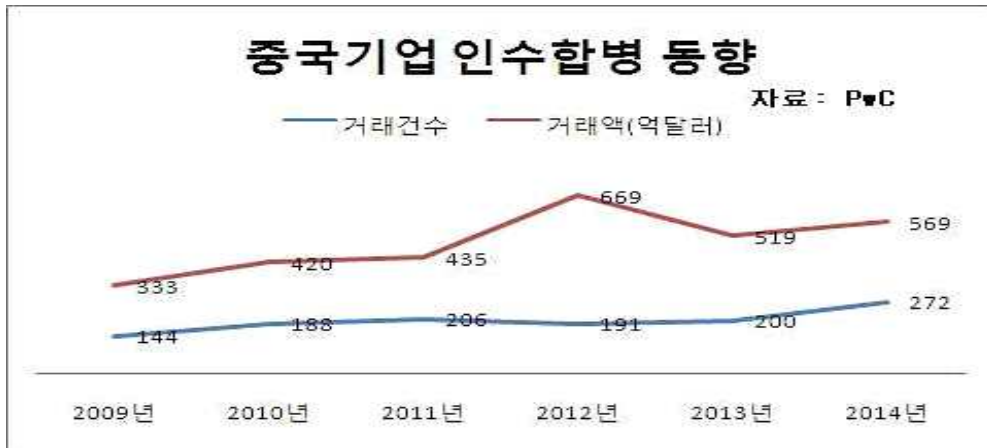
중국기업의 해외 인수합병 이렇게 크게 증가한 이유는 중국의 외환보유고가 증가함에 따라 해외투자가 더욱 장려되고, 이로 인해 해외 인수합병보다 활발해졌기 때문이다. 또한 중국기업의 역량이 더욱 강화되면서, 원부자재 확보를 위한 기업인수, 고급기술을 확보하기 위한 기업인수 및 현지시장을 확보하기 위한 기업인수의 필요

성이 증가하였기 때문이라고 할 수 있다.

중국기업의 인수합병 건수가 크게 늘어남과 동시에 대형 인수합병도 활발해지고 있다. 특히 중국기업의 해외 인수합병 건수는 2011년의 206건에 비해 2013년에는 200건으로 감소하였으나 해외 인수합병의 거래액 규모는 2008년 105억 달러, 2011년 435억 달러 그리고 2014년 569억 달러 규모에 이르고 있었다. 이는 원유 및 가스 산업에서 천연자원을 확보하기 위하여 대형 해외기업에 대한 인수합병 있었기 때문이다.

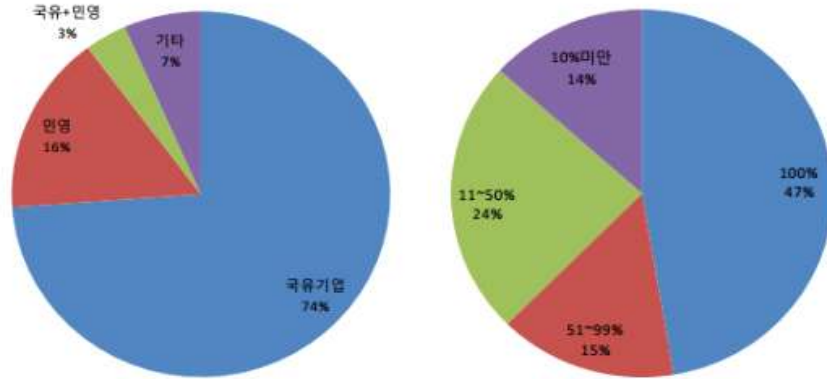
2014년 중국 기업이 참여한 기업 인수합병 거래 규모는 569억 달러에 달해 2013년 동기 대비 44%나 증가했다. <그림 1>³⁾

중국기업의 해외 인수합병 투자에서 국유기업은 73.9%로 가장 큰 비중을 차지하고 있고(순민영기업: 15.9%) 국유기업은 취득한 피인수기업의 지분 비율은 평균 65%이며, 경영권 확보 기준인 50%를 상회하는 비중이 70%에 달한다. 중국 해외 인수합병 유형별 비중과 중국 해외 인수합병 지분투자 현황을 정리하면 <그림 2>와 같다.



<그림 1> 중국 기업 해외 M&A 규모

3) 그림 <1>부터 그림 <5>의 출처는 PWC, The emergence of China:New frontiers in outbound M&A. 2015, pp 6-15



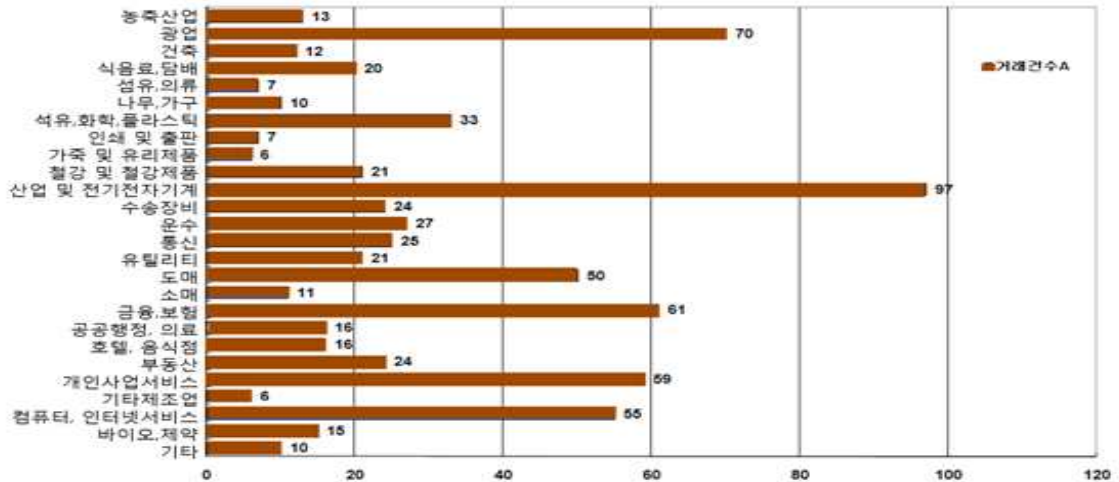
<그림 2> 해외M&A 한 중국기업 유형별 비중(좌), 취득 지분 비율(우)

중국기업의 해외 인수합병 현황을 산업별로 살펴보면 다음과 같다. 산업별 건수를 보면, 2008~2014년 사이에 중국은 549개의 해외 인수합병 건수를 행하고 있다. 이 중 산업 및 전기전자기계 97건, 광업 70건, 금융 및 보험이 61건으로 상위를 차지하고 있다. 제조업 가운데는 산업 및 전기전자기계 97건, 석유·화학·플라스틱 33건 및 수송 장비 24건 등이 있다. 제1차 산업에서는 광업이 70건으로 상위를 차지하고 있다.(그림 3)

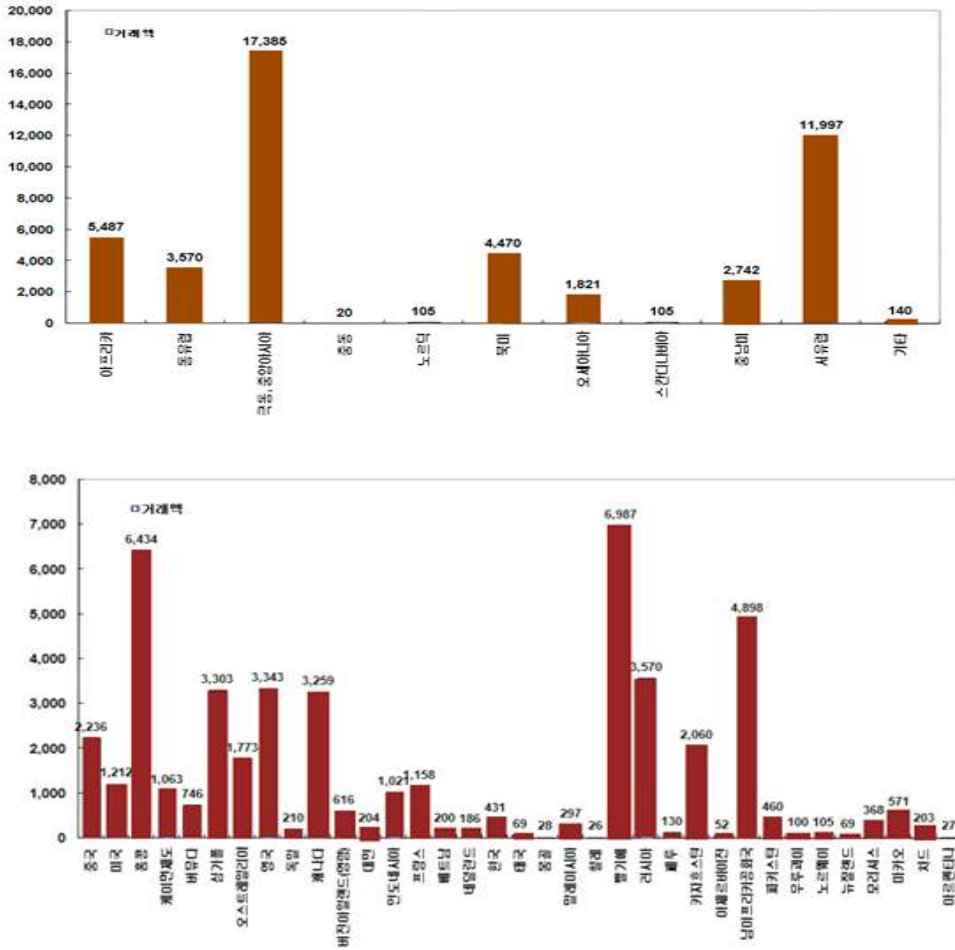
중국의 해외 인수합병 중에서 특히 중요한 분

야는 해외 원자재 확보를 위한 철광, 원유 및 가스업체의 인수·합병이다. 이에 따라 철광, 원유 및 가스 산업에서 해외기업에 대한 해외 인수합병의 많은 건수를 차지하고 있다. 이들 부문 가운데 특

히 석유 및 가스업체의 해외 인수합병은 거래 단위가 매우 큰 대형 해외 인수합병 사건이란 특징을 보여주고 있다. 따라서 단일 산업수준에서는 이들 분야의 거래액이 가장 높은 수준을 보여주고 있다.



<그림 3> 중국 기업 산업별 해외M&A 건수(2008년-2014년)



<그림5> 중국기업 지역 및 국가별 해외 M&A 거래 규모(2008-2014)

과가 높을수록 피투자기업을 인수 합병을 통하여 경영관리의 효율성을 증대시켜 기업 가치를 증대시키기 용이하게 된다.(Wu & Xie 2010). Lang et al (1989)는 공개매수를 통한 인수의 경우에 인수기업의 Tobin Q 값과 인수 후 성과에는 정의 관계가 있다고 분석하고 있다. Servaes(1991)는 인수기업의 Tobin Q와 인수 기업과 피 인수기업의 주주부의 증대와 정의 관계가 있음을 보여주고 있다. Tobin Q는 기업의 시장가치를 대체비용으로 나누어 준 것으로서 기

업의 인수 전 성과와 경영능력을 대위하는 변수이다. 이러한 논의에 따라 다음과 같은 가설을 제시한다.

<가설 1> 해외 인수합병 전의 기업의 경영 성과 수준은 인수합병의 성과에 유의한 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

피투자국에 경험이 많으면 학습효과가 커지게 되고 이는 인수 후 합병에 정의 영향을 미치게

된다. Vermeulen & Barkema(2001)은 이러한 경험 효과가 인수합병 후 성과에 중요함을 보여주고 있다. 중국기업들의 피투자국 수출집약도가 높을수록 피투자국에 경험이 풍부한 것으로 볼 수 있다. 나아가서 문화적 차이가 낮을수록 이들과의 기업들을 인수합병 할 때 중국의 인수 기업들은 피투자국 기업들에 대해 외국비용(cost of foreignness)가 감소하게 된다.(Zhang et al 2011) 따라서 인수기업의 인수 전 경영성과 수준이 인수 후 성과에 미치는 영향은 수출집약도가 높을수록 문화적 차이가 낮을수록 커진다고 볼 수 있다. 즉 수출집약도와 문화적 차이는 인수합병 전 기업의 경영성과와 인수합병 성과사이의 중재 변수 역할을 하게 된다.

<가설 2-1> 수출집약도가 높을수록 인수합병 전 기업의 경영성과와 인수합병 후의 성과의 정의 관계가 강해진다.

<가설 2-2> 문화적 차이가 높을수록 인수합병 전 기업의 경영성과와 인수합병 후의 성과의 정의 관계가 약해진다.

대리인문제(agency problem)란 기업의 소유자와 경영이 분리되어 있을 경우 주주의 목표와 경영자의 목표가 상충됨으로써 발생하는 문제이다. 주주의 목표는 주가 또는 기업가치 극대화인 반면 주주의 대리인인 경영자의 목표는 대부분 성장과 매출액 극대화이다.(Jensen & Meckling 1986) 이 경우 경영자들은 계약 외 상황에 대한 통제권을 갖게 되는바 투자자의 자본을 배분하고 처분하는데 상당한 재량권을 행사하게 될 수 있다. 이러한 대리인문제와 관련한 합병 및 매수의 성과에 영향을 미치게 된다.

잉여현금흐름이란 정의 순현재가치를 창출하는 투자 프로젝트에 대한 투자를 하고도 기업내

유보된 현금을 말하는데 이러한 잉여현금은 대리인 비용의 한 원천이 된다. 만약 기업의 지배구조가 불안정할수록 기업내 잉여현금의 크기가 클수록 대리인 비용은 크지게 된다.

예를 들면 기업의 잉여현금흐름이 큰 상태에서 부채가 없거나 적은 경우에 주주와 경영자 사이에 배당과 관련해 심각한 이익의 충돌이 발생한다. 즉 경영자들은 그들의 이익을 극대화하기 위해서 여분의 현금을 배당하지 않고 기업내 유보한 뒤 과잉투자나 미래 손실에 대한 유보 혹은 개인적 용도에 지출할 유인이 크다는 것이다.(Jensen 1986)

만약 적절한 경영관리 시스템이 부재한 상태에선 잉여현금흐름은 이러한 대리인 비용을 야기하게 되고 결과적으로 인수합병은 바람직한 성과를 야기하지 못하게 될 것이다. 즉 부적절한 인수 합병에 사용된 여유현금은 더 바람직한 용도로 사용되어져 기업의 생산성을 높일 수 있다는 것이다.

<가설 3> 기업의 잉여현금흐름은 인수합병의 성과에 유의한 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

기업 지배구조의 중요한 부분인 소유권 구조는 기업의 경제적 성과의 중요한 결정요인이다. 특히 상당수의 상장 중국기업의 경우 국영기업이다. 공기업은 사기업에 비하여 대리인 문제로 인한 비용이 더 크다. 이는 공기업이 사기업에 비하여 지니는 특성들 때문인데, 주인-대리인 관계의 복잡성 때문이다. (Boes and Peters,1991) 중국의 경우 국유주식과 법인주식의 수량은 일반 공개 주식보다 훨씬 비중이 크다. 이런 경우 내부통제(inside control)가 훨씬 커지게 된다. 그래서 중국의 공개된 주식 기업을 분석할 때는 국영주식비율이 차지하는 큰 비중을 중요 특징 중의 하나라는 것을 고려해야 한다.

대부분의 국유기업은 기업의 최고경영층과 국영 소유주간의 책임이 명확히 확정되어 있지 않고 있다. 공기업은 권한과 책임의 소재가 명백한 단층적 구조가 아니라 법령 혹은 정부 지시 등 복합적 원천으로부터 권한을 부여받고, 그만큼 책임도 분산되는 복합적 외부구조를 지니고 있다. 국가는 제때에 그 권리를 효과적으로 행사하여 관리자의 행위를 감시하거나 통제할 수 없기에 기업 관리자는 자신의 이익만 추구하기가 더욱 쉬워지는 것이다.

이러한 기업 경영층의 대리인 유인은 그들이 가진 직급의 높이와 기업의 규모가 커질수록 커지는바 기업은 이들 관리자에 의해 부적절한 투자와 기업규모의 확대를 추구하게 된다. 부당한 관리에 대한 처벌제도가 미비되어 있는 중국기업의 경우 따라서 기업경영자는 단기간 내에 부적절한 인수합병을 실시하는 가능성이 높아질 수 있다.(Perry and Rainey, 1988) 또한 이러한 국영기업에서 소액주주와 채권소유자는 효율적으로 경영자의 행위를 감시 및 통제할 수 없기에 경영자는 기업성장에 대한 기여보다 자신의 이익을 추구하는데 더욱 중점을 둘 것이다. 나아가서 경영통제권과 규제 등을 통하여 중국정부는 기업활동에 깊숙이 관여하고 있다.(Child & Rodrigues 2005) 따라서 중국 국영기업은 피투자국에선 중국 정부의 대리인으로 보여지는데 기술유출, 국가경쟁력 보호 등을 위해 오히려 피투자국에서 정치적 민감성과 공공의 반대를 야기하기도 한다.(Athreye and Kapur 2009) 중국 가전업체인 메이더 그룹이 2015년 독일 최대 산업용 로봇업체 쿠가를 인수하려고 할 때 독일 정계가 나서 다른 나라에서 이 기업을 사달라고

요청을 한 적이 있다. 이는 단순한 안보의 차원을 벗어나 브레이크 없는 중국의 글로벌 M&A에 대한 피투자국의 반감을 나타내고 있다. 이러한 근거를 바탕으로 다음과 같이 가설 3을 제기한다.⁴⁾

<가설 4> 국영기업(높은 국유주식 비율)은 인수합병의 성과에 유의한 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

Cyert & March(2001)는 조직학습 이론의 관점에 따라서 기업이 자체의 역사와 기타 경험과정을 통해서 학습할 수 있다고 한다. 이러한 관점을 기반으로 일부 기업은 인수전 기업의 경험이 인수합병후의 성과에 어떠한 영향을 주는지에 대해 연구가 이루어져 왔다.(Haleblian과 Finkelstein 1999, Hayward 2002, Zollo와 Singh 2004)

Hitt(1998) 등은 인수합병 혹은 구조조정을 경험한 기업들은 경영관리체계가 유연하고 따라서 변화에 적합하다고 한다. 특히 인수기업과 피인수기업 모두 끊임없이 경영개선을 해야 하기 때문에 이들 기업의 유연성은 인수 후 기업의 구조조정을 용이하게 하는 중요한 요인이다.(Jemison 과 Sitkin 1986)

인수기업의 인수전 경험이 많을수록 기업의 정보시스템, 보수체계, 전략적 계획수립과 회계시스템등을 적절히 변화시켜 인수합병의 시너지 효과를 높이는데 용이하게 된다. 뿐만 아니라 피인수기업을 선택하고 인수가를 결정하는데도 이러한 인수전 인수기업의 경험이 중요한 자산이 된다고 볼 수 있다.

4) 중국의 칭화유니 그룹을 앞세워 2015년 미국 반도체 업체 샌디스크를 인수하려고 했지만 미국 외국인투자 위원회가 국가 안보를 내세워 조사에 나서자 자진해서 철수 한 바 있다. 미국의 경우 1988년 제정된 엑손 플로리오법에 따라 안보에 위해가 된다고 판단되는 외국인 투자는 행정부가 직접 조사하고 철회를 요구할 수 있다. 2016년 호주 정부는 중국 국가전망공사가 약 8조원에 호주의 전력공급기업 인수를 국익에 배치된다고 저지한바 있다.

Pugh(1969) 등은 경험이 풍부한 기업은 일반적으로 새롭게 설립된 기업 보다 더욱 많은 변화를 겪게 되고 그 과정에서 더욱 많은 경험을 얻을 수 있다. 이러한 경험은 기업자산의 일부라고 할 수 있다고 하였다. Fowler와 Schmidt(1989)의 연구에서는 조직연령은 한 기업의 초과 수익과 정의 관계가 있음을 보여주고 있다.

<가설 5> 기업 조직연령은 인수합병의 성과에 유의한 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

취득한 피인수기업의 지분율이 높을수록 인수합병기업의 기업 가치를 극대화하는 의사결정을 할 개연성이 더 높아지다는 것이다. 지분율의 증가는 인수합병 완료된 후에 인수합병기업의 재량권을 강화시킬 수 있다. 또한, 지분을 늘림으로써 경영 통제권을 완전히 장악할 수 있다. Darren(2004)은 인수합병을 통해 취득한 피인수합병기업의 지분이 높을수록, 인수합병의 성공률 및 완료된 후 뚜렷한 성과를 얻을 수 있다고 하였다.

<가설 6> 취득한 피인수합병기업의 지분율은 인수성과에 유의한 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

V. 표본자료의 수집과 변수의 조작적 정의

본 연구는 중국기업을 연구대상으로 선정하여 해외 인수합병의 성과에 영향을 미치는 요인들을 선정 하였다. 따라서 중국 인수 합병 보고(China Acquisition Report 2006-2012)와, 관련

기업의 홈페이지뉴스 및 중국기업 사이트를 통하여 광범위한 수집을 통해서 2006년부터 2012년까지 해외 인수합병을 실시하고 다음의 조건을 만족하는 167개의 중국기업을 표본으로 선정하였다.

선정한 표본기업은 아래와 같은 조건을 만족해야 한다.

- (1) 해외 M&A를 한 중국 기업은 반드시 중국 국내에 상장한 기업이어야 한다.
- (2) 만약에 하나의 상장기업이 한해에 여러 번의 인수활동을 하였다면 이 기업의 마지막 인수기록만 사용한다.
- (3) 재무제표의 신뢰도를 확보하기 위해 표본에 포함된 상장기업의 재무제표는 감사기관으로부터 제약을 받지 않아야 한다.

본 연구에서는 종속변수로서 총자산이익률(ROA)의 증가율을 해외 인수합병의 성과의 대위변수로 사용한다.⁵⁾

해외 인수합병을 실시한 연도 기준으로 2년 후의 총자산이익률과 인수하기 1년 전의 총자산이익률의 차이를 1년 전의 총자산이익률을 나누어 준 값을 성과로 사용한다. 2년 후의 총자산이익률을 사용한 이유는 인수 합병의 성과는 적어도 이년이 지나야 나타나게 된다. 인수 합병 첫해는 추가적 투자와 적응을 위한 구조 조정 등의 비용이 수반하기 때문이다.

과거 기업성과(Pre-acquisition performance)는 해외 인수합병 발생 연도 기준으로 실시하기 전 1년과 2년의 각각 순이익 변화율을 과거성과의 지표로 삼았다.

5) 효율적 자본시장을 전제로 사건연구를 통하여 초과수익율을 나타내는 정도를 인수합병의 성과지표로 사용하기도 한다.(Lang et al 1989). 중국의 주식시장은 아직은 효율적이라 보기 어려우며 주가가 개별기업의 성과를 반영하기 보다는 국가정책이나 여러 인위적 조작에 의해 영향을 받는 선진화 전 단계이므로 사건 연구는 적합한 방법으로 보기가 어렵다.

잉여현금흐름(free cash flow)은 해외 인수합병1년전 총자본대비 순현금흐름의 변화율로서 측정하였다.

국유지분 비율(Proportion of the state owned shares)은 국영소유와 법인소유의 지분을 합하여 국유지분 비율로 산정한다.

조직연령(Organizational age)은 기업을 설립 시점부터 해외 M&A를 실시한 년도의 기간으로 측정한다.

취득한 지분율은 인수합병을 통해 인수한 피인수합병기업의 지분 비율을 말한다. 인수합병을 실시하는 목적 중의 하나가 피인수기업의 통제권 확보하는 것이고 취득한 피인수기업의 지분율이 기업의 통제권의 중요한 요소이다.

제조업은 중국내 고정투자 규모가 지속하게 확대하는 과정에서 고속도로 발전하고 있다. 그러나 중국 제조업 기업은 핵심 기술이 부족함과 혁신적인 능력이 낮음 등의 문제도 존재한다. 이런 단점을 개선하고 기업 경쟁능력을 향상시키기 위해 많은 제조업 기업은 해외 인수합병을 통해서 선진기술을 확보하려고 하고 있다. 따라서 통제변수로서 제조업 기업(1)과 비 제조업기업(0)의 더미변수를 설정한다.

또 다른 통제 변수로 문화적 차이 변수를 고려하였다. 본 연구에서는 Kogut and Singh(1988)의 문화적 차이를 측정하는 식을 이용하였다. 문화적 거리가설(cultural distance hypothesis)에 따르면 인수/피인수 기업의 문화가 비슷한 경우 인수기업은 피인수기업을 쉽게 통제할 수 있다. 반대로 문화적 거리가 크면 문화적 충돌에 따른 다양한 문제에 직면하게 된다는 것이다.(Larsson and Risberg 1998)

<표 1> 변수 요약

변수	정의	출 처
과거성과	인수합병 2년전부터 1년전 사이의 순이익 변화율	1.深圳證券交易所 http://www.szse.cn/ 2.上海證券交易所 http://www.sse.com.cn/ (기업 재무제표 분야)
잉여현금흐름	인수 합병 1년전 총자본 대비 순현금흐름의 변화율	1.深圳證券交易所 http://www.szse.cn/ 2.上海證券交易所 http://www.sse.com.cn/ (기업 재무제표 분야)
국유지분율	국유주식 비율	中國上市公司數據庫(China Scope) http://www.chinascopefinancial.com/
조직연령	기업을 설립부터 해외 M&A를 실시하기까지 시간	中國上市公司數據庫(China Scope) http://www.chinascopefinancial.com/
인수지분율	피인수합병기업의 취득 지분 비율	中國上市公司數據庫(China Scope) http://www.chinascopefinancial.com/
문화적 차이	Hofstede Index	Kogut and Singh(1988)
수출집약도	중국의 대 피투자국 수출액/피투자국 총수입액	한국무역협회 각국 수출통계

<표 2> 기술통계량

	No.	최소치	최대치	평균	표준편차
인수합병성과	167	-7.12	9.16	4.21	3.47
과거성과	167	-2.69	12.89	1.57	0.54
잉여현금흐름	167	-.083	.314	.230	1.72
국유지분율	167	0%	94.73%	69.04	27.64
조직연령	167	7	75	25.42	17.62
인수지분율	167	7.4	100%	61.9	12.92
산업터미	167	0	1	.78	0.23
문화적차이	167	0.12	2.41	1.31	1.06
수출집약도	167	0.19	2.92	0.65	1.12

예컨대 개인주의적 문화를 가진 기업이 집단주의 문화 기업을 인수하는 경우 인수 기업에선 당연시 되는 성과급제도의 인센티브 시스템이 피인수 기업에선 상당한 저항에 직면하게 된다. 즉 지나치 개인적 성과의 강조가 조직 내 인간관계의 해체등 집단주의 문화기업에선 역작용이 더 크게 나타나서 통합후 성과에 악영향을 미치게 된다.(Sales and Mirvis, 1984) 이상과 같은 맥락에서 인수기업과 피 인수기업의 문화적 차이가 크면 외국비용이 증대함에 따라 인수 합병 후 성과에 부의 영향을 미치는 효과를 통제하기 위해서 문화적 차이 변수를 고려하였다.

$$\text{문화적차이(cultural distance)} = \sum_{j=1}^4 \frac{(H_{aj} - H_{bj})^2}{4^* V_j}$$

여기서 H_{aj} 는 중국기업의 문화적 거리 J 점수이다

H_{bj} 는 호스트 국가 문화적거리 J 점수이다. V_j 는 J점수의 분산이다.

또 다른 통제변수로서 수출집약도 변수를 추가 하였다. 수출집약도는 피투자국의 총수입액에서 중국의 수출이 차지하는 비중으로 측정하였다. 이 변수는 왜도(skewness)를 줄이기 위해 로그변환을 하였다. 수출집약도가 높을수록 중국

기업들이 피투자국에 알려진 정도와 피투자국 시장에 익숙한 정도가 크기 때문에 인수합병 후 성과에 정의 영향을 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위해서 이 변수를 고려하였다.

VI. 실증분석

변수들의 기술통계량은 <표 2>에서 볼 수 있듯이, 종속변수인 총자산 수익율의 평균값은 4.21%를 나타내고 최소치는 -7.12%로 부(-)의 값으로 나타났다. 과거성과는 평균 1.7% 이므로 중국기업의 인수합병 전 성과는 높지 않음을 보여주고 있다. 기업의 잉여현금흐름 평균치는 0.23로 나타나고 최고치 0.314로 나타났다. 중국기업의 국유주식 비율의 평균치는 69.04%로 나타나고 최고치는 94.73%로 나타났다. 해외 인수합병을 한 중국기업은 국영기업이 다수이다.

중국기업이 취득한 피인수합병기업 지분율의 평균치는 69.04%로 나왔다. 중국 기업이 인수합병을 실시하는 과정에 피인수합병기업의 과반수 이상 주식을 인수하고 있다. 많은 중국 기업이 자사의 국제적인 경쟁력을 높이고, 선진 기술의

획득, 국제 시장 진출과 브랜드 확장을 하기 위해 피인수합병기업의 다수 지분을 선호하는 것으로 보인다.

통제 변수 산업 분류의 평균치 0.78로 나왔다. 이결과는 167개 표본 기업 중에서 제조업 기업이 큰 비중을 점유하고 있는 것이다. 독립변수들의 다중공선성의 문제는 분산팽창지수(VIF)가 충분히 낮게 나타나 다중공선성의 문제는 없는 것으로 판단된다.

본 연구에서는 통제변수, 독립변수 그리고 상호작용 효과를 검증하기위해 위계적 회귀분석으로 검증하였고, 검증결과는 <표 3>과 같다. 회귀식 1에서 통제변수중 문화적 차이만 10%수준에서 유의하게 나타났고 수출집약도와 산업더미 통제효과는 통계적 유의성이 없는 것으로 나타나고 있다. 특히 문화적 차이 변수는

예상과 달리 부호가 양으로 나타나 문화적 거리가 클수록 인수 합병 후 성과가 높게 나타나고 있다. 전략적 차원에서는 이러한 문화적 차이가 오히려 시너지 창출에 긍정적인 영향을 끼치며 이는 인수 합병 후 높은 성과로 이어진다는

Bligh(2006)의 주장이 중국기업의 해외인수 합병의 경우 설명력이 있다고 볼 수 있다.

회귀식 2 에서 계수를 보면 기업 과거 성과는 유의수준 5%에서 기업 인수성과에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. Lang et al(1989)과 Servaes(1991), Morck et al.,(1990)등의 연구에서도 인수 합병 전 기업의 우수한 경영성과는 기업특유 자산으로서 우수한 마케팅 능력, 제품 차별화, 우수한 관리능력 규모의경제등에 의해 가능하다고 하였다. 따라서 인수전 기업의 성과가 기업인수 성과에 정(+)의 영향을 미치는 것은 이러한 기업의 경영능력이 반영된 것으로 볼 수 있다.

해외 인수합병기업의 잉여현금흐름은 계수 부호는 양으로 나타났으나 유의하지 않은 것으로 나타났다. 즉 잉여 현금 가설은 기각이 되었다. 이러한 결과는 기업의 잉여 현금 흐름이 실제로는 항상 잉여 현금이 아닐 수 있다는 점이다. 왜냐하면 기업들이 인수 합병 후 기업 구조 조정 등 적응 과정을 거치면서 상당량의 현금이 필요할 수 있기 때문이다. 그러므로 이러한 사전적

<표 3> 위계적 회귀분석

		회귀식 1	회귀식 2	회귀식 3
	상수	-7.34***	-7.02***	-6.85***
통제변수	문화적차이	1.42*	1.41*	1.34*
	수출집약도	0.71	0.73	0.72
	산업더미	0.34	0.35	0.33
독립변수	과거성과		2.19**	2.14**
	잉여현금흐름		1.37	1.38
	국유지분율		1.43**	1.39**
	조직연령		0.15	0.14
상호작용	인수지분율		0.69*	0.78**
	과거성과*수출집약도			0.11
	과거성과* 문화적차이			1.02**
모형 F 값		1.38	8.78***	9.84***
adj. R ²		0.12	0.37	0.41
F for Δadj. R ²			5.64**	3.12**
*** P<.01	** P<.05	* p<.1	N=167	

기업의 잉여 현금흐름이 인수 합병 후 성과에 정의 영향을 미치게 될 수도 있다.

기업의 국유주식 비율은 인수성과에 영향을 통계적으로 유의하게 나타냈으나 부호가 양으로 나타나서 가설을 지지하지 않고 있다. 가설과 반대의 결과가 나타난 것에 대해 몇 가지 설명을 해볼 수 있을 것이다. 첫째 주주로서 국유성의 특징이 중국기업들의 인수 합병 후 성과에 부의 영향을 미칠 것으로 예상 했으나 실제로는 이들 국유기업들이 정부의 호혜적인 지원을 받을 수 있다는 점이다. 두 번째로는 이러한 국유기업들은 소유권이 집중되어 있는 경향이 있다. 그런데 해외 인수 합병의 경우 국가 외환 관리국과 국유자산 관리청의 엄격한 심사를 통과해야 하는데 이렇게 국유 소유권이 집중된 기업의 경우 이러한 심사를 쉽게 통과할 수 있기 때문에 해외 인수 합병의 여타 관리 비용이 절감 될 수도 있기 때문이다. 세 번째로는 국유기업들은 풍부한 자원을 가지고 독점적인 성향을 갖고 있기 때문에 인수후 합병 성과가 높게 나타날 개연성이 있다고 볼 수 있다.(Qian et al. 1995).

기업의 역사가 오래수록 기업들은 조직학습을 통하여 신기술 개발과 같은 무형 자산의 창출과 넓어진 경험의 폭에 의해 기업들이 새로운 환경에 적응할 수 있는 능력이 커지므로 해외 인수 합병 후 성과를 개선하는데 정의 영향을 미친다고 보았으나 실증분석의 결과 기업의 조직연령 변수는 인수 성과에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 중국기업의 경우 2000년대 이후 집중적으로 인수 합병이 이루어져 그 이전의 중국기업의 조직학습은 인수합병의 성과에 그다지 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 해석이 된다.

피인수합병기업의 지분율이 인수합병기업 성과에 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

상호작용 효과 분석을 검증한 회귀식 3에서 보면 수출집약도는 중재효과(moderating effect)가 없는 것으로 나타났고 문화적 차이는 중재효과가 있는 것으로 나타났으나 중재효과의 방향은 예상과 반대로 나타났다.

우선 수출집약도는 중재효과가 없는 것으로 나타난 이유는 대위변수(proxy variable)의 문제가 있을 가능성을 생각해볼 수 있다. 수출비중이 높을수록 투자기업이 피투자국에 대한 더 많은 정보와 익숙함 때문에 정의 상호작용 효과가 있을 것이라 보았으나 실제로 수출비중이 피투자국의 외국비용을 측정하기에 적합하지 않을 가능성이 있다고 보여 진다. 즉 수출비중의 개념을 피투자국 친밀도로 대위하는 것이 적절하지 않을 수 있다는 점이다.

반면에 부호는 반대로 나타났으나 문화적 차이는 중재효과가 있는 것으로 나타났다. 이는 문화적 차이가 클수록 기업의 과거성과와 인수 합병후 성과의 정의 영향이 커지는 것으로 나타났다. 이는 통제변수 검증에서 기업의 문화적 차이는 성과에 정의 영향을 미치는 것으로 나타난 것을 감안하면 결과가 일관성이 있는 것으로 판단된다. 즉 문화적 배경이 서로 다른 경우 기업 간 역량의 상호보완성(capability complementarity)이 지식 이전 등의 방법을 통해 시너지 효과로 발현될 경우 기업의 과거 성과가 인수 후 성과에 더욱 긍정적인 영향을 미치게 됨을 생각해볼 수 있다.

VII. 결 론

글로벌 경쟁이 격화되면서 경쟁력 제고, 비용 절감, 규모 확대 등을 위한 중국 기업들은 해외 인수합병 활동을 강화하고 있으며 중국정부 역

시 풍부한 위환 보유고를 바탕으로 기업들의 적극적인 해외 진출을 촉진하는 정책을 펴고 있다. 중국기업들은 단기간에 자사의 브랜드 경쟁력 제고는 어렵다는 판단 하에 해외 인수합병을 통하여 글로벌 기업의 브랜드 파워와 유통 네트워크를 활용하고 있다.

해외 시장 진출에 참여하는 중국기업들의 수가 급격히 늘어나고 있지만 선진국 기업들과 비교하여 보면 질과 양에서 부족한 점이 많다.

이에 따라 본 연구는 중국 기업의 해외 인수 합병의 성과에 미치는 영향에 미치는 요인들을 실증분석 하고자 하였다.

본 연구는 2006년부터 2012년까지 국내의 선전(深圳)증권거래소, 상해증권거래소에 상장된 기업 중 외국기업을 대상으로 해외 인수합병을 실시한 기업을 대상으로 하였다. 본 연구는 해외 인수합병의 성과와 영향 요인에 대한 관련 이론과 기존의 연구 성과에 대해 살펴보고, 해외 인수합병의 성과에 영향을 미친다고 판단된 요인, 즉, 기업 인수합병을 실시 전의 경영성과, 잉여현금흐름, 국유주식 비율, 조직 연령과 취득한 피인수합병 기업의 지분을 다섯 개를 선택해서 다중 회귀 분석을 실시했다.

분석의 결과 과거성과, 인수지분율, 국유지분율, 문화적 차이는 성과에 정의 영향을 미치는 것으로 나타났으며 문화적 차이가 클수록 과거 성과의 인수합병의 성과에 미치는 영향이 크게 나타나는 중재효과가 있음을 보이고 있다. 그러나 조직 연령, 수출비중, 잉여현금흐름은 유의한 영향을 미치지 않고 있다.

특히 인수/피인수 기업 간 문화적 차이와 인수 합병 이후 성과 간 선행연구는 서로 모순된 결과를 보이고 있다(Teerikangas and Very 2006). 특히 일반적으로 국제 인수 합병에서 기업 간 뚜렷한 문화적 차이가 성과에 부정적인 영향을 준다는 예상과 달리 일부 연구들은 오히

려 정의 영향을 보여주고 있다. 본 연구에서는 정의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이에 따라 인수 합병이라는 특수한 상황에서 기업 간 문화적 차이가 가지는 의미는 매우 복합적인 측면이 강해 다양한 시각으로 분석해야할 필요성이 있음을 알 수 있다.

회귀분석 결과를 보면, 기업 과거 성적은 유의수준 5%에서 기업 인수성과에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 인수기업들의 기업의 내부 역량이 인수 성과에 매우 중요함을 시사하고 있다. 최근의 자원기반 관점과 흡수역량이론에 의하면 이러한 기업의 내부 역량이 사업의 성과에 지대한 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다. 이에 따라 중국기업들은 해외 인수 합병과 같은 고도의 국제화 전략을 추구할 때에는 외국비용을 충분히 극복하고 나아가서 시너지 효과를 창출할 수 있는 내부 역량을 면밀히 검토하는 것이 중요하다.

중국기업들이 가장 취약한 부분이 무형자산과 같은 핵심역량이다. 익숙한 문화와 법률 환경을 가진 중국시장에서도 다국적 경쟁자들과 경쟁하는 것은 어려운데 전혀 낯선 해외에 가서 경쟁우위를 유지하는 것은 쉽지 않다. 따라서 해외인수 합병을 행하는 중국기업은 이러한 내부역량을 충분히 고려하여야 위험을 관리할 수 있다고 본다.

그리고 기업 성과와 기업이 취득한 피인수합병기업의 지분율은 유의한 정(+)의 상관관계를 나타냈다. 이러한 사실은 파트너의 기회주의로 인한 거래비용으로 인해 중국기업들은 통제수준이 높은 인수 합병에서 좋은 성과를 가지는 것으로 유추 해볼 수 있다

추후의 연구에선 성과에 영향을 미치는 다양한 기업특유의 요인을 검증하는 것이 필요하며 단기적인 인수성과를 평가하는 것을 이외에도 장기적 성과에 미치는 영향 요인에 관한 연구가

필요하다.

참고문헌

1. 이용환 · 정선혜 · Chenjingzhu(2015), “중국기업의 국제 인수합병 성과 요인에 관한 연구”, *Journal of Digital Convergence*, 13, 125-134.
2. Trade Brief 한국무역협회(2016)
3. Athreye, S. & Kapur, S.(2009), “Introduction: The internationalization of Chinese and Indian Firms—trends, motivations and strategy”, *Industrial and Corporate Change*, 209-221
4. Barney, J. B.(1991), “Firm resources and sustained competitive advantages,” *Journal of Management*, 17, 99-120
5. Bligh, M.C.(2006), “Surviving Post merger Culture Crash: Can Cultural Leadership Lessen the Casualties?”, *Leadership*, Vol. 2, No. 4, 395-426
6. Boes, D. and Peters, Wolfgang(1991), “A Principal-Agent Approach on Manager Effort and Control in Privatized and Public Firms,” *Privatization and Economic Efficiency*, Edward Elgar.
7. Bradley & Michael & Desai & Kim. E. Han.(1988), “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms,” *Journal of Financial Economics*, 267-318.
8. Cyert(2001), “An Assessment and Review,” *The Academy of Management Review*, pp. 57-74.
9. Chang & S. J.(1995), “International Expansion Strategy of Japanese Firms: Capability Building Through Sequential Entry,” *Academy of Management Journal*, Vol. 38, 363-407.
10. Child, J, Rodrigues, S. B.(2005), “The Internationalization of Chinese Firms: a case for the theoretical extension?”, *Management Organizational Review*, 381-410
11. Deng, Ping(2009), “Why do Chinese Firms tend to acquire strategic assets in international expansion?,” *Journal of World Business*, 44, 74-84.
12. Feng, Genfu and Linjiang Wu(2001), “Empirical Study of Performance of Mergers and Acquisitions of Chinese Public Companies,” *Economic Research*, Vol. 134-45.
13. Fowler, K. L. & Schmidt, D. R.(1989), “Determinants of tender offer post-acquisition financial performance”, *Strategic Management Journal*, 339-349.
14. Felix Lowinski, Dirk Schiereck & Thomas W.(2004), “The Effect of Cross-Border Acquisitions on Shareholder Wealth—Evidence from Switzerland”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.1, 313-330.
15. Haleblan, J. & S. Finkelstein(1999), “The Influence of organizational acquisition experience on acquisitions performance :A behavioral perspective,” *Administrative science quarterly*, 44(1) 29
16. Harrison J. S., M. A, Hitts, R. E. Hokisson

- & R. D. Ireland(1991), "Synergies and Post acquisition performance: Difference versus Similarities in Resource Allocatio," *Journal of Management*, 17, 173-190
17. Hayward, M. L.(2002) "When do firms learn from their acquisition experiecn? Evidence from 1900-1995," *Strategic Management Journal*, 23(1) 21.
 18. Hennart J. F.(1997), "The choice between mergers/acquisition and joint ventures:the case of Japanese investors in the United States," *Strategic Management Journal*, 18(1), 1-12
 19. Hitt, M. & Tyler B. B.(1991), "Strategic decisoin models: Integrated different perspectives," *Strategic Management Journal*, 12: 327-351
 20. Hitt, M., Harrison, J., Ireland R. D. & Best A.(1998), "Attributes of Succssful and Unsuccessful Acqisitions of Us Firms", *British Journal of Management*, 9 (2) 91
 21. Jemison D. B. & Sitkin S. B.(1986), "Corporate Acquisitions: A Process Perspective", *Academy of Management Review*, 11, 145-163
 22. Jensen, Michael C. & Meckling(1976), "Theory of firm:managerial behavior, agency costs and ownership sturcture," *Journal of financial Economics*, 3 305-306.
 23. Jensen, M. C.(1986), "Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Financial and Takeover," *American Economics Review*, 76-96.
 24. Jhang Jianhong, Zhou Chaohong and Ebbbers Haico(2011), "Completion of Chinese overseas acquisitions: Institutional persepectives and evidence," *International Business Review* 20, 226-238
 25. Jia Changjie(2003), "Influence of Previous Mergers and Acquisitions upon performance of mergers and acquisitions," *Quantitative and Technical Economic Research*, 12 47-52.
 26. Kang, William P.(2004), "Empowerment Effects Across Cultures," *Journal of International Business Studies*, Vol.35, 46-60.
 27. Kling Gerhard and Weitzel Utz(2011), "The Internationalization of Chinese companies: Firm Characteristics, industry effects and corporate governance," *Research in International Business and Finance*, 357-372
 28. Kogut, B. and H. Sin호(1988), "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode," *Journal of International Business Studies* Vol 19 No 3. 411-432
 29. Larsson, R. and A. Risberg(1998), "Cultural Awareness and National versus Corporate Barriers," *Cultural Dinensions of International Mergers and Acqisitions*, Beril and New York: Walter de Gruyter, 39-57
 30. Lang L. H. R. M. Stulz & Walkling R. A.(1989), "Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers," *Journal of Financial Economics*, 137-154.
 31. Lou, Y, & Peng, P. W.(1999), "Learning to Compete in a Transition Economy: Experience, Environment, and Performance," *Journal of International Business Studies*,

- Vol. 30, No. 2, 269-295.
32. Malhotra Shavin, Sivakumar K. & Zhu Peng Cheng(2011), "Curvilinear relationship between cultural distance and equity participation: An Empirical analysis of cross-border acquisitions," *Journal of International Management* 17: 316-332
 33. Morck, R. A. & R. W. Vishny.(1990), "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?," *The Journal of Finance*, 31-45.
 34. Mitchell Madison(1996), "Overseas M&A," *Business Review*, Vol.5, 34-38.
 35. Muller, D. C.(1969), "A Theory of Conglomerate Mergers," *Journal of Financial Economics*, 11, 634-659.
 36. Mueller, D. C.(1969), *A Theory of Conglomerate Mergers*. 643-659.
 37. Perry, J. L. and Rainey, H. G.(1988), "The Public Private Distinction in Organization Theory: A Critique and Research Strategy," *Academy of Management Review*, 13.
 38. Pugh, D. S. & Hickson, D. J., Honings, C. R. & Tumer C.(1969), "The context of organizational structure," *Administrative Science Quarterly*, 91-114.
 39. Qian Yinyi and Aoki, M.(1995), "Corporate Governance Structure during Transition Economy: Insider Control and Function of Bank," *China Economic Publishing House*.
 40. Rui, Haaichuan & Yip, George S.(2008), "Foreign acquisitions by chinese firms: A strategic intent perspective," *Journal of World Business*, 43, 213-226.
 41. Sales, A. L. and P.H. Mirvis(1984), "When Cultures Collide :Issues in Acquisitions," in J.Kimberly and R, Quinn eds, *The Challenge of Managing Corporate Transition*, Homewood, IL: Dow Jones and Irwin.
 42. Servaes, H.(1991), "Tobins's Q and gains from takeovers," *Journal of Finance*, 46(1) 409-411
 43. Teerkangans, S. and P. Very(2006), "The Culture-Performance Relationship in M&A," *British Journal of Management*, Vol. 17 31-48.
 44. Teece, D. Pisano, G., & Shuen S.(1987), "Dynamic capabilities and strategic management," *Strategic Management Journal*, 18, 509-533.
 45. Vermeulen, F., & Barkema, H. G.(2001), "Learning through acquisitions," *Academy of Management Journal*, 44: 457-476.
 46. Wells, Louis T.(1983), *The rise of foreign investment from developing countries*. Cambridge, Mass.
 47. Williamson, O.(1985), *The economic institution of capitalism*, New Yorkm NY: Free Press.
 48. William, Schert G.(1997). "Cross-Border Mergers among Multinational Businesses," *Multinational Business Review*, Vol.9, 77-88.
 49. Wu, Changqi and Xie, Ningling(2010), "Determinants of Cross-Border Merger \$ Acquisition Performance of Chinese Enterprises," *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 2, 6896-6905
 50. Zhang, Jianhong, Zhoy, Chaohong and Ebbbers Haico(2011), "Completion of Chinese overseas acquisitions: Institutional persepectives and evidence," *International Business*

- Review*, 20 226-238
51. Zhang, Xin(2003), "Whether Mergers and Acquisitions and Reorganization can Create Value?," *Economic Research*, 6.
52. Zhu, Baoxian and Yikai Wang(2002), "Effect analysis of Chinese publish improvement of mergers and acquisitions Practice 1998," *Economic research*, 11.

Abstract

The Performance Determinants of Chinese overseas M&A[†]

Yu, Seung-Hun*

A large number of Chinese enterprises have grown up and become increasingly competitive. Chinese firms have ventured abroad to search for new sources of growth. Overseas mergers and acquisitions of Chinese companies has been developed rapidly through extensive opening policy and active support system by government.

The main purpose of this study is to identify the factors that affect the outcomes of overseas mergers and acquisitions made by Chinese firms in recent years, particularly, financial performance of the acquiring firms.

This study aims to analyze systematically financial performance and its determinants of Chinese overseas M&A in recent years. This study chooses a sample of 167 overseas mergers and acquisitions in the manufacturing industry in China and the relevant data were collected during the period 2006 to 2012. The data were analyzed by using a multiple regression analysis to identify determinants of corporate performance. We showed that cultural distance, past performance, state ownership, and interaction between cultural distance and past performance. Findings of this study can provide useful guidance to outward Chinese M&A in the future.

Key Words: Cross-border mergers and acquisitions, Chinese enterprises, firm performance, Internationalization.

[†] This study was supported by the Fund for the Humanities & Social Studies at Pusan national University 2015

* Professor, Business Administration, Pusan National University, shyu@pusan.ac.kr