

인수합병과 제휴 경험이 글로벌 인수합병 성과에 미치는 영향

The Influence of M&A Experience and Alliance
Experience on Cross-border M&A Performance

박 은 경* Eun-Kyoung Park
한 병 섭** Byoung-Sop Han

| 목 차 |

I. 서론	V. 실증분석 결과
II. 문헌연구	VI. 결 론
III. 연구 가설 설정	참고문헌
IV. 연구방법 및 조작적 정의	Abstract

국문초록

본 연구는 인수합병 기업의 경험이 글로벌 인수합병 성과에 미치는 영향을 분석하기 위해 글로벌 인수합병을 분석하였다. 구체적으로 경험을 글로벌 인수합병 경험, 국내 인수합병 경험, 제휴 경험, 경험의 이질성 및 최초의 글로벌 인수합병으로 구분하였으며, 이들이 성과에 미치는 영향을 연구하였다. 가설은 약 15년에 걸쳐 한국 기업이 수행한 글로벌 인수합병을 대상으로 검증되었다. 분석 결과, 국내 인수합병 경험 및 글로벌 인수합병 경험은 성과에 정(+)의 영향을 미치며, 국내 인수합병 경험이 더욱 강하게 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 최초의 글로벌 인수합병은 성과에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타난 반면, 경험의 이질성은 글로벌 인수합병 성과에 부(-)의 영향을 미치며, 제휴 경험은 인수합병 성과에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다

* 전남대학교 경영학부 강의전담교수, 제1저자

** 전남대학교 경영학부 부교수, 교신저자

다. 또한 글로벌 인수합병 경험이 성과에 미치는 영향은 비선형관계인 U자형 형태가 더욱 설명력이 높은 것으로 밝혀졌다. 본 연구는 인수합병 기업의 선행 경험을 제휴경험, 최초경험, 글로벌 경험, 국내 경험 등으로 세분화하여 글로벌 인수합병 성과에 미치는 영향을 밝혔으며, 특히 축적된 경험의 이질성이 성과에 부정적인 영향을 미친다는 사실을 분석해냈다는 점에서, 글로벌 인수합병 성과 결정요인에 대한 더욱 깊이 있는 연구가 될 것으로 보인다.

<주제어> 인수합병, 제휴, 성과, 경험, 비선형

I. 서론

글로벌 기업은 해외시장에 신속히 진입하기 위한 수단 및 진입장벽을 회피하기 위한 목적으로 인수합병을 활용한다(King et al., 2004). 시장 지배력 확보, 진입장벽 회피, 새로운 시장 및 기술에 대한 접근을 용이하게 한다. 이와 더불어 피인수합병기업들의 핵심 역량을 획득하고, 가치 창출 및 시너지 효과를 확보하여 기업이 경쟁우위를 점하고 신속히 성장하기 위해 활용한다고 여겨진다(Haunschild, 1993; Vermeulen and Barkema, 2001). 그러나 그 실효성에 대해서 1980년대 이후 학자들 및 주주들은 비평적인 태도를 취하고 있다.

인수합병을 진행하는 기업은 조직문화 및 경영관리 체계, 보상 체계, 정리 해고 가능성, 인수합병기업의 지시에 대한 피인수합병 기업의 저항과 같은 기업 간의 마찰, 인수합병 통합 기업의 사업영역 확장과 같은 여러 가지 과제에 직면하게 된다(Lubatkin, 1987; Chatterjee et al., 1992; Datta et al., 1992). 또한 인수합병기업은 피인수합병기업 및 현지 소비자의 상이한 선호도와 취향, 언어, 사업 관행, 이질적인 국가문화에 노출되고, 이들 요인은 관련 기업들 간의 부적절한 의사소통 및 갈등, 긴장을 야기하며, 궁극적으로 인수합병 실패를 경험하게 된다(Barkema et al., 1996).

기존의 선행연구들에서도 대부분의 기업들이 인수합병 후 시너지 창출에 실패하고 있다는 실증 자료를 제시하고 있으며(Brush, 1996), 피인수합병 기업은 인수합병된 후 통합기업의 가치 창출 및 성과를 개선하는 데 기여하지 못하고 있다는 사실이 연구를 통해 확인되었다(Ravenscraft and Scherer, 1989). 또한 다른 해외직접투자방식인 신설투자가 인수합병에 비해 기업 생존에는 부정적인 영향을 끼치나, 성과 측면에서는 인수합병보다 더 나은 결과를 보이고 있음을 밝히고 있다(Li and Guisinger, 1991; Vermeulen and Barkema, 2001).

이러한 상황 하에서 글로벌 인수합병의 성공을 위해 해외시장에서 글로벌 인수합병 기업이 인수합병 전 단계에서 발생하는 통합 문제를 해결해야 하며, 성과에 영향을 끼치는 요인들을 살펴 볼 필요성이 제기된다. 글로벌기업들은 새로운 시장에 접근하기 위해 끊임없이 기업 인수합병을 통해 성장해 오고 있다. 이들은 인수합병을 한번으로 종료하는 것이 아니라 기존의 인수합병 경험을 통해 학습하여 기업이 성장하기 위한 중요한 수단으로 반복적으로 활용하고 있다. 따라서 학습을 통한 적극적인 지식 활용과 적절한 관행을 개발할 필요성이 제기된다. 그러나 이러한 지식과 관행의 총체적인 가치는 시간과 공간상의 제약을 받게 된다(Miller, 1993; Barkema et al, 1996). 구체적으로 살펴보면 Barkema et al.(1996)은 동일 문화권에 속한 국가들에서 확보한 경험에 반해 동일 국가에서의 인수합병 경험이 보다 유익하게 작용한다는 사실을 밝히고 있다. 이렇게 축적된 지식 및 관행들은 문제에 직면했을 때 부지불식간에 문제를 해결하는 태도에 영향을 미치게 된다. 결과적으로 기업들은 축적된 지식을 온전히 적용할 수 없는 상황이거나 오히려 불이익이 발생하는 상황에서도 새로운 상황에 적절치 못한 기존 관행을 빈번하게 적용시키는 경향이 있다(Nadolska and Barkema, 2007).

글로벌 인수합병 경험으로 인한 학습과 성과 간 관계를 분석한 선행연구들에서 주장하는 바를 살펴보면 다음과 같이 구분해 볼 수 있다. 우선 경험이 성과에 영향을 미치지 않거나 부정적인 영향을 준다는 연구(Zollo and Singh, 2004)와 과거 경험이 유사한 경우는 인수합병 기회 포착을 위한 일반적인 기량의 부족을 가져오는 반면, 매우 이질적인 경우는 일반적인 기량은 충족되나, 직면한 인수합병 형태로부터 이익을 확보할 수 있는 전문적인 기량의 부족을 초래하게 됨으로써 인수합병 성과 창출에 부정적인 영향을 미친다는 연구들이 있다(Haspeslagh and Jemison, 1991; Levinthal and March, 1993; Hayward, 2002). 이에 반해 상반된 견해를 제시하고 있는 연구들은 관련 업종에 대한 과거 인수합병 경험이 인수합병 후 성과에 긍정적인 영향을 미치며, 과거 경험을 통해 관련 노하우를 확보함으로써 상이한 자산의 통합을 성공적으로 이루어 내게 되고, 시너지 효과를 긍정적으로 창출하게 되어 인수합병 성과에 긍정적인 영향을 미치게 된다고 주장한다(Vermeulen and Barkema, 2001; Hayward, 2002). 또한 인수합병 성과를 측정하는 변수에 약간의 차이가 존재하기는 하나 경험과 성과 간에 U자의 관계를 갖으며, 유사한 사업영역에서의 경험이 있는 경우, 성과가 더욱 더 높아진다는 결과를 제시하고 있다(Baum and Ingram, 1998; Halebian and Finkelstein, 1999; Nadolska and Barkema, 2007). 이렇듯 인수합병 경험이 성과에 미치는 영향에 대해 일치된 견해를 보이지 못하고 있는 실정이다. 이에 다양한 측면의 경험요인을 보다 심도있게 고려하여, 성과에 미치는 영향을 분석해 볼 필요성이 제기된다. 따라서 인수합병 경험과 제휴 경험이 성과에

미치는 영향을 분석하고 기업에 전략적 시사점을 제공하고자 한다.

II. 문헌연구

글로벌 인수합병은 시장 지배력을 확장하고, 신기술 등을 조속히 확보하기 위해 활용되는 진입전략이다(Nadolska and Barkema, 2007). 그러나 기업은 기업문화, 경영관리 체계, 임금 체계 등의 차이, 피인수 기업의 저항 및 통합 기업 규모의 증가 등에서 기인하는 어려움에 봉착하게 되며, 글로벌 인수합병의 경우 낮은 선호도, 상관습, 국가 간 문화적 차이 등에 직면함으로써 곤경에 처하게 된다(Barkema and Schijven, 2008). 이들은 인수합병을 어렵게 하며, 잘못된 의사소통 가능성 및 긴장을 높이게 되고 실패에 이르게 한다(Barkema et al., 1996).

글로벌 인수합병의 성공률을 높이기 위해서는 이들 문제를 해결하기 위한 지식 및 관례(Routines) 등이 필요하다. 학습은 일련의 사건들로부터 지식과 관례를 이끌어 내는 것을 말하며, 이들을 향후 발생할 사건에 적용시키는 것이다. 그러나 이들은 공간과 시간에 구속된다(Barkema et al., 1996; Levitt and March, 1988). 현지 경험은 다른 곳에서의 경험보다 훨씬 유용하게 적용된다. 같은 맥락에서 동일 문화권에 속한 다른 국가에서의 경험보다 동일국가에서의 경험이 훨씬 인수합병에 긍정적인 영향을 미친다(Barkema et al., 1996). 또한 실제 해외투자 초기 단계에서 오래된 지식을 새로운 상황에 그대로 적용함으로써 실패하는 경우를 보게 된다(Lubatkin, 1987). 즉 경험학습 관점에서 경험은 기존에 축적된 양에 더해, 경험의 최신성(Recency) 및 성문화 가능성(Degree of codification)이 더욱 중요한 역할을 할 개연성의 소지가 있다. 이에 구체적인 선행연구들을 살펴보면 다음을 들 수 있다.

Levitt and March(1988)는 글로벌 인수합병의 성공률은 기업들이 과거 해외 및 국내 경험에서 개발된 관행들을 새로운 환경에 부적절하게 적용시켰을 때 낮아지게 된다고 주장한다. 그러나 시간이 흐름에 따라 실패한 인수합병 경험은 기업들이 그들의 관행을 변화시키고, 효율적으로 인수합병을 할 수 있도록 유도하게 된다. 더불어 기존의 레퍼토리에 새로운 관행을 추가하고, 보다 새로운 성공적 레퍼토리를 신속하게 만들어 내어 인수합병 성공률을 높이게 된다. 그러나 다른 해외시장 진출방식인 합작 경험은 글로벌 인수합병의 성공에 영향을 주지 못하는 것으로 밝혀졌다.

Hitt et al.(1996)은 관련 업종에 대한 과거 인수합병 경험이 인수합병 후 성과에 긍정

적인 영향을 미친다고 주장한다. 과거 경험을 통해 관련 노하우를 확보함으로써 상이한 자산의 통합을 성공적으로 이루어 내게 된다. 이에 따라 인수합병의 시너지 효과를 긍정적으로 창출하게 되고, 성과에 긍정적인 영향을 미치게 됨을 밝히고 있다.

Haleblian and Finkelstein(1999)은 행태적 학습관점에서 기업 인수합병 관련 사전 경험이 기업의 인수합병 성과와 U자형의 관계가 있으며, 유사한 사업 분야의 경험이 있는 경우는 성과가 더욱 높아짐을 밝히고 있다. 이 연구에서는 학습이론이 인수합병에도 동일하게 적용될 수 있음을 검증하였다.

Vermeulen and Barkema(2001)는 비관련 사업을 인수합병 하는 경우, 높은 수준의 자율성을 부여받아 사업을 영위하게 된다. 따라서 인수합병 기업과 피인수합병 기업의 비관련성이 반드시 인수합병 성과에 부정적인 영향을 미치지 않는다고 주장한다. 자사의 핵심시장과 부분적으로 동일한 특성을 갖고 있는 제품 및 서비스 시장으로 진출하는 경우 오히려 성공률은 낮아지게 된다. 그 이유는 기업 간 이질성이 유사성에 비해 인수합병 통합 기업의 시너지 창출 및 학습에 대한 다양한 기회를 제공하기 때문이라고 역설한다. 그러나 관여된 기업들 간의 차이가 시너지, 학습, 가치 창출을 방해할 만큼 크지 않을 경우에게만 해당된다고 밝히고 있다.

Hayward(2002)는 6개 산업에 속한 214건의 인수합병을 대상으로 인수합병의 특성, 성과 및 시기가 피인수합병 기업 선택을 위한 지식 확보에 기여하는 가를 조직학습 관점에서 규명하였다. 이 연구는 해당 인수합병이 선행 인수합병들과 유사성이 높을수록 성과는 향상된다고 주장한다. 구체적으로 보면 해당 인수합병과 매우 유사한 유형의 인수합병 경험을 많이 한 기업은 기존 경험에 대한 과도한 자신감으로 성과가 오히려 낮아질 수 있다. 반면, 선행 인수합병과 매우 이질적인 인수합병을 하는 경우도 선택 및 통합을 위해 활용할 수 있는 전문적 역량이 부족하여 성과가 낮아지게 된다. 한편 학습역량은 선행 인수합병에서 약간의 손실이 발생한 경우에 더욱 많이 축적될 수 있으며, 바람직한 인수합병을 위해 적극적으로 탐색하게 된다. 그런 까닭에 기업은 선행 인수합병을 활용하는 것과 사업 및 규모면에서 유사한 인수합병을 통해 새로운 기회를 탐구하는데 균형을 유지할 필요가 있다. 또한 기업은 우수한 인수합병 대상 기업을 통합하기 위해 인수합병 기대 성과를 면밀히 분석해야 한다. 경영진들이 성과를 과대평가한 경우에 비해 부족한 면을 집중 조명한 건축 성과 목표가 훨씬 유익하다. 성공하는 기업은 성급히 인수합병을 하지 않으며, 평균적으로 6개월에서 12개월의 인수합병 간격을 유지한다고 주장한다. 이에 더해 인수합병 기업 규모가 작고, 인수합병에 대한 필요성이 적을수록 인수합병 간격이 짧아짐을 밝히고 있다.

Nadolska and Barkema(2007)는 25개 기업의 1,038개 글로벌 인수합병을 대상으로 경

험이 해외 인수합병 속도 및 빈도에 미치는 영향을 분석하였다. 이 연구에서는 글로벌 인수합병을 위한 관행 및 지식 원천으로서 경험을 세 가지 형태로 구분하였다. 구체적으로 글로벌 인수합병과 관련된 경험, 국내 인수합병과 관련된 경험, 국제합작투자자와 관련된 경험으로 구분하였다. 이들 변수들은 글로벌 인수합병 성과에 영향을 미치나 학습 과정은 기업에 따라 상이하게 나타나게 된다. 이와 더불어 현지국가의 문화 및 진입방식과 관련된 지식을 축적하게 된다면 새로운 환경에서도 적용될 수 있을 것이고, 글로벌 인수합병의 속도와 빈도는 증가한다고 주장한다. 결과적으로 해외 경험이 많아질수록 글로벌 인수합병이 증가한다는 사실을 증명하고 있다. 글로벌 인수합병을 하고 새로운 기업을 통합하려는 관심과 노력은 시간이 흐를수록 인수합병과 관련된 관행들, 즉 피인수 합병 기업들을 획득하고 통합하는 과정이 효율적으로 변하게 되며, 기업은 보다 빈번히 글로벌 인수합병을 하게 됨을 밝히고 있다.

Barkema and Schijven(2008)은 1980년대부터 1990년 중반까지 인수합병 성과에 대한 학습 역량의 영향력을 검증하고, 상황이론(Contingency theory)에 근거하여 인수합병을 규명하였다. 이들은 인수합병 실패 경험, 학습 메커니즘, 해당 기업들로부터 얻은 경험과 동일한 전략으로 통합된 인수합병 기업을 운영하는 경우, 조직학습 관점 및 상황이론 측면에서 인수합병의 통합 과정을 설명할 수 있다고 주장한다.

Ⅲ. 연구 가설 설정

1. 선행 인수합병 경험

조직학습 관점은 경험 및 학습을 통해 지식을 창출 및 이전하고, 경영관리 행태, 전략 및 구조를 변화시킴으로써 성과가 높아지게 된다고 주장한다(Muehlfeld, Sahib and Witteloostuijn, 2012). 글로벌 인수합병을 통해 확보할 수 있는 기회는 기업 성장에 중요한 역할을 하며, 인수합병 경험을 통해 획득할 수 있는 지식 및 역량은 글로벌 인수합병 성과를 높이는 중요한 원천이 된다(Haleblian and Finkelstein, 1999; Shimizu et al., 2004). Barkema and Schijven(2008)은 1980년대부터 1990년 중반까지 수행된 인수합병을 대상으로 경험을 통한 학습효과가 성과를 높이는 역할을 한다는 것을 검증하였으며, Vermeulen and Barkema(2001)도 글로벌 인수합병을 수행하는 경우는 국내 인수합병에 비해 더욱 복잡한 환경을 고려해야 하므로, 해외에서의 경험 및 학습의 중요성을 강조하

고 있다. Collins et al.(2009)은 글로벌 인수합병 경험이 있는 기업은 기존의 국내 인수합병 경험만을 보유한 경우에 비해 낮은 글로벌 인수합병을 수행하며, 글로벌 거래는 더욱 전문적인 기술과 경영관리 기법이 요구된다고 주장한다. 한편 과거 인수합병 거래를 통해 확보한 현금 및 경제적인 가치의 상승은 글로벌 인수합병의 동기로 작용한다(Gonzalez et al., 1997). 기존 인수합병의 성과가 낮았던 인수합병 기업은 인수합병 실패 경험을 감추거나, 역량 부족을 만회하기 위해 새로운 방법을 모색한다. 반면, 선행 인수합병 성과가 성공적인 경우는 이미 기업의 인수합병 역량이 확보된 것으로 여겨진다(Capron and Shen, 2007). 따라서 후속 인수합병 성과에 긍정적인 영향을 미치게 될 것으로 보인다.

가설 1a) 선행 인수합병 경험은 글로벌 인수합병 성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.
 가설 1b) 인수합병을 성공한 경험은 글로벌 인수합병 성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

2. 선행 제휴 경험

Nadolska and Barkema(2007)에 따르면 국제합작투자 경험과 국제인수합병의 존속 기간(longevity)은 U자 형태의 관계를 갖는다. 그리고 Zollo and Reuer(2010)는 제휴 경험이 통합과 관련된 현안에 관해 정보를 제공하지 못하므로 과거 제휴 경험은 통합 비율이 많은 경우에는 부정적인 결과를 가져온다고 주장한다. 실제 금융자료를 통한 분석에서 이들은 제휴 경험이 오직 인수합병 기업이 인수합병 후에 경영진을 교체하지 않는 경우는, 장기에 걸친 주식 수익과 재무적 성과에 부정적인 영향을 준다는 것을 증명하고 있다. 제휴는 해당 기업이 상대 기업의 특정 부분만을 활용하는 것이 가능하며, 기업 전체를 통합해야 할 문제는 피할 수 있다(Hennart and Reddy, 1997). 기업이 제휴를 통한 특정부문의 성장에 주력함으로써 차후 기업전체가 생존할 수 있는 기회를 놓치게 되는 경우가 생기기도 한다(Vermeulen and Barkema, 2001).

인수와 합병을 구분한다고 했을 때, 이들은 전반적인 과정이 유사하다. 구체적으로 인수와 합병의 전략적 계획 과정은 시장 확장, 비용의 효율화, 제품의 혁신과 같은 유사한 전략적 목적을 달성하기 위하여 겨냥된 거래 당사자들에 대한 검색을 필요로 한다. 또한 인수와 합병은 협상과 평가과정을 포함하고 있으며, 두 가지 활동 모두 기업 개발, 인적 자원, 정보기술, 커뮤니케이션과 같은 기업의 기능별 활동에 의해 지지된다. 이와 함께 거래 후 즉시 다루어져야 하는 현안 중에는 결합된 자산을 어떻게 조직하고, 지원 활동

및 주 활동, 자원의 배치 및 조정, 조직의 변화를 관리하고 소통하는 방법, 주도권을 조정하는 방법 등의 문제들이 존재하게 된다.

한편 인수합병과 제휴 과정은 금융권의 개발부서처럼 동일한 인적자원에 의해서 다루어지는 경향이 있다. 그래서 인수합병과 제휴관리에 대한 지식은 개별 경영진 뿐 아니라 기업 조직 전체를 통해 나머지 그룹에서도 축적될 수 있다. 이들 기업수준의 조직적인 관계들은 인수합병과 제휴 두 가지 활동 모두에서 유사하게 형성, 개발 및 적용될 수 있다.

그러나 이러한 유사점에도 불구하고, 과거 제휴 경험의 가치는 여러 측면에서 달라질 수 있다. 제휴와 인수합병은 통제와 조정 수준의 차이를 의미하는 지배구조가 다르다. 과정 관점에서 보면, 인수합병을 위한 거래 결정과정은 보다 공식적이고 광범위한 실사 과정을 통해 이루어진다. 그 이유는 인수합병이 제휴에 비해 훨씬 더 큰 자원의 몰입을 요구하게 되며, 시장에 통합적으로 접근하기 위해 행하는 선행 투자의 개념이 있기 때문이다. 반대로 제휴 구조는 그 본질, 즉 신뢰, 통제, 학습의 상호 진화에 있어 보다 유동적인 경향이 있다고 주장한다(Inkpen and Currall, 2004; Zollo and Reuer, 2010).

가설 2) 제휴경험은 글로벌 인수합병 성과에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

3. 경험의 이질성

과거에 축적한 전체 인수합병 경험의 유사성뿐만 아니라 이질성이 현재의 인수합병 성과에 미치는 영향에 대한 연구가 이루어지고 있다(Haleblian and Finkelstein, 1999). Hayward(2002)에 따르면 이질적인 경험은 학습을 복잡하게 만들며, 일관성이 없는 사업에 몰두하게 됨으로써 관료주의적인 비용을 초래하게 된다. 그리고 매우 동질적인 경험을 가지고 있는 경우에는 탐구하려는 의지를 배제하게 됨으로, 인수합병 기업의 성공에 부정적인 영향을 끼치게 된다. 6개 산업을 대상으로 한 연구에서 기존 동일한 산업에서 경험이 체화되어 있는 경우 해당 인수합병의 단기 수익과 역 U자 형태의 관계를 갖고 있음을 밝히고 있다. 이러한 결과는 해당 인수합병이 너무 이질적이지도 않고 너무 동질하지도 않은 경우에 성과가 높아지는 경향이 있음을 보여 주는 것이다. 이에 반해 Schijven and Barkema(2007)은 전이이론(Transfer theory)을 이용하여 기업이 인과관계가 상당히 모호한 상황을 피해줌으로써 학습 의욕을 길러 주는 측면에서 초기에는 동일 산업 내에서의 비교적 동질한 경험을 필요로 한다고 주장하는 동태적 접근법을 제안하고 있다. 이후 구축된 전문적인 기량을 발판 삼아 기업이 보다 폭넓게 다양한 인수합병들로

부터 학습하고, 여러 상황에 적용 가능한 인수합병 역량을 개발하게 된다(Barkema and Schijven, 2008).

가설 3) 축적된 경험의 이질성은 글로벌 인수합병 성과에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

4. 국내 인수합병 경험

국내 인수합병 경험은 인수합병을 통해 해외로 진출하려는 기업에게 인수합병 거래 과정 및 기업, 시장, 경쟁자 정보 분석 방법과 관련된 지식을 제공하게 된다(Reuer et al., 2004). 국내에서 인수합병 경험 덕분에 기업들은 기존의 기업들을 검색하고, 선택하고, 인수합병 및 자신의 기업에 통합한 일련의 과정을 배우게 된다. 국내 경험을 기반으로 개발된 관행들은 후속 글로벌 인수합병을 하는데 있어 효율성을 높이게 된다(Nadolska and Barkema, 2007). 그러나 국내 인수합병과 글로벌 인수합병은 여러 측면에서 차이를 보이게 된다. 즉, 문화적 그리고 제도적 환경에서의 차이는 글로벌 인수합병에서 불확실성을 높이게 되며(Gatignon and Anderson, 1988), 피인수합병 기업의 상이한 규범, 전략, 운영 절차에 대한 지식을 요구한다. 초기에 해외로 진출하는 기업은 새로운 환경에 적절하지 않더라도 기존의 환경에서 적용되던 관행들을 그대로 통제 및 적용함으로써 실패율은 높아지게 된다. 그러나 국내에서의 계속된 인수합병 경험의 증가는 인수합병 통합 과정을 보다 이해하게 되고, 기업문화의 차이를 평가 및 인정하게 됨으로써 기존의 관행들을 그대로 적용하는 경향이 감소하게 된다(Nadolska and Barkema, 2007). 따라서 이러한 인수합병 과정은 글로벌 인수합병에서 보다 효율적으로 바뀌게 됨으로써 성과에 긍정적인 영향을 미치게 될 것이다.

가설4) 국내 인수합병 경험은 글로벌 인수합병 성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

5. 글로벌 인수합병 경험

초보자들은 주로 중요하지 않은 피상적인 것들에 주력하는 반면, 전문가들은 피상적인 수준의 정보 및 근본적인 문제를 동시에 처리한다. 이질적인 사건 사이에서 차이점을 지각하는 능력은 부적합한 일반화의 오류를 감소시킨다(Novick, 1988). 유사한 관점에서, 인수합병 경험이 부족한 초보자 수준의 인수합병 기업들은 풍부한 인수합병 경험을 가

진 인수합병 기업들에 비해 부적합한 일반화의 오류를 범할 개연성이 더욱 높아지게 된다. 기업이 처음 시도하는 인수합병은 현지의 인수합병 절차 및 방법을 기본적인 수준에서 고려할 가능성이 높다. 최초의 인수합병 이후에 이루어지는 인수합병의 경우 기업들은 여전히 초보 수준임에도 불구하고, 국가 간의 제도적, 문화적인 차이를 무시하고(Reis et al., 2013), 부적합한 일반화를 하게 된다. 이에 따라 후속 인수합병들은 최초의 인수합병보다 더욱 낮은 성과를 보이게 된다. 그러나 기업이 인수합병 경험을 축적함에 따라 인수합병 거래 간의 근본적인 차이점을 인지하고, 이에 대처하는 기술 및 능력을 확보하게 된다. 부적절하게 일반화시키는 경향은 감소하며, 성공을 견인하는 적절한 일반화를 하게 된다. 그런 까닭에 초기에 발생하는 인수합병 경험과 성과의 부정적인 관계는 인수합병 경험이 증가함에 따라 긍정적인 관계로 바뀌게 된다(Haleblian and Finkelstein, 1999). 이들은 심리학에 근거한 전이이론에 근거하여 이와 같은 주장을 하였으며, 이를 국내 인수합병 경험의 경우와 글로벌 인수합병 경험의 경우로 구분에서 적용해 보면 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 5a) 최초의 글로벌 인수합병은 글로벌 인수합병 성과를 높일 것이다.

가설 5b) 글로벌 인수합병 경험은 글로벌 인수합병 성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 5c) 글로벌 인수합병 경험은 글로벌 인수합병 성과와 비선형(U자형태)의 관계가 있을 것이다.

IV. 연구방법 및 조작적 정의

1. 자료 수집 및 연구방법

본 연구에서는 Zephyr의 2000년부터 2015년 말까지 이루어진 글로벌 인수합병 자료를 활용하였다. Zephyr는 매년 인수합병, 기업 공개, 합작투자, 벤처캐피탈 거래 및 기업의 재무정보에 관한 정보를 제공한다. 백만 건 이상의 거래관련 정보를 보유하고 있으며, 매년 7만 5천 건 정도의 거래를 추가하고 있다.

<표 1> 한국기업의 연도별 글로벌 인수합병 건수

연도 (공시기준)	거래 건수	건수 비율	총 거래금액 (백만EUR)
2000이전	6	0.50	35,093
2000	9	0.75	1,558,215
2001	11	0.92	189,444
2002	22	1.83	2,042,769
2003	55	4.58	1,933,228
2004	78	6.50	3,920,030
2005	67	5.58	991,445
2006	65	5.42	5,480,302
2007	74	6.17	5,494,313
2008	73	6.08	1,271,715
2009	90	7.50	9,546,367
2010	149	12.42	13,515,600
2011	91	7.58	4,357,014
2012	130	10.83	9,542,202
2013	107	8.92	3,639,885
2014	91	7.58	2,406,014
2015	61	5.08	1,436,010
총합계	1,200	100(%)	67,359,656.41

자료: Zephyr DB를 바탕으로 저자 작성

본 연구는 총 1,687개의 한국기업의 글로벌 인수합병을 대상으로 금융보험 및 부동산 투자, 서비스, 국민연금과 같은 정부 투자를 제외하고, 1차, 2차 산업을 대상으로 분석하였으며, 활용한 자료는 1,200건이다. 분석에 포함된 변수들의 결측치를 제거한 후 최종 분석대상은 총 918건이다.

<표 1>은 한국 기업의 투자 대상국 별 글로벌 인수합병 건수 및 금액을 제시하였다. 금액이 알려지지 않은 투자도 건수에 포함시켰다. 1997년부터 2000년 이전에 이루어진 투자가 6건에 해당하는데, 분석에서는 제외하였다. 구체적으로 살펴보면, 최근까지 15년 여에 걸쳐 한국기업이 진행한 글로벌 인수합병은 매년 약 1% 정도씩 증가하다가 2010년을 최대치로 하여 점차 감소하고 있음을 알 수 있다. 이는 세계 경기가 둔화됨에 따라 한국기업의 적극적인 글로벌 인수합병도 감소한 것으로 보인다. 최근 3년 동안의 추이를 살펴보면, 2012년 10.83%였으나 2015년 5.08%로 절반 이상이 감소한 것으로 나타나, 글로벌 인수합병을 통한 해외 진출이 급격하게 줄었음을 알 수 있다.

<표 2>는 투자 대상국별 투자 건수 및 투자 비율을 제시하고 있다. 구체적으로 살펴보면 중국이 209건으로 18.66%로 나타나 1위의 투자 대상국이며, 그 뒤를 이어 미국이 208건으로 18.57%, 일본이 65건으로 5.8%, 호주가 43건으로 3.84%, 홍콩이 37건으로 3.3%, 인도가 35건으로 3.13%, 인도네시아가 33건으로 2.95%, 베트남이 33건으로 2.95%를 나타내고 있다.

<표 2> 한국기업의 투자 대상국별 글로벌 인수합병 건수와 비율

투자 국가	거래 건수	비율	투자 국가	거래 건수	비율
중국	209	18.66	독일	27	2.41
미국	208	18.57	캐나다	24	2.14
일본	65	5.8	태국	24	2.14
호주	43	3.84	영국	24	2.14
홍콩	37	3.3	필리핀	18	1.61
인도	35	3.13	브라질	16	1.43
인도네시아	33	2.95	프랑스	15	1.34
베트남	33	2.95	이탈리아	12	1.07
싱가폴	29	2.59	러시아	12	1.07
말레이시아	28	2.5	기타	282	17.86
우즈베키스탄	28	2.5	총계	1,200	100(%)

자료: Zephyr DB를 바탕으로 저자 작성

20건 이상 30건 미만으로 싱가포르, 말레이시아, 우즈베키스탄, 독일, 캐나다, 태국, 영국 등을 들 수 있으며, 이들은 전체에서 각각 2.14%~2.59%를 나타내고 있다. 10위권 국가 중 중국, 인도, 인도네시아, 베트남, 말레이시아, 우즈베키스탄이 전체의 29.74%에 이르고 있어, 한국기업의 글로벌 인수합병이 선진국 뿐 아니라 개도국에도 많이 진행되고 있음을 알 수 있다. 그리고 기타에 해당하는 국가로는 체코, 캄보디아, 카자흐스탄, 멕시코, 네덜란드, 케미언제도, 스페인, 타이완, 버뮤다, 마다가스카르, 페루, 사우디아라비아, 벨기에, 슬로바키아, 아랍에미리트, 노르웨이, 파키스탄, 파나마, 터키 등이 있으며, 각각 4건~11건, 0.26%~0.98%에 해당한다. 1건 미만의 국가도 28개국에 이르고 있는 것으로 나타났다. 결과적으로 글로벌 인수합병 투자 대상국이 전체 교역 대상국 순위와도 별 차이가 없는 것으로 보인다.

<표 3> 한국기업의 산업별 글로벌 인수합병 건수와 비율

산업(US SIC)	건수	비율(%)
농업, 임업 및 어업	2	0.18
광산업	38	3.44
건설업	17	1.54
제조업	784	71.01
운송, 전기, 통신 및 가스	144	13.05
도매무역	71	6.42
소매무역	47	4.26
총합계	1,103	100

자료: Zephyr DB를 바탕으로 저자 작성

글로벌 인수합병을 진행한 한국기업의 산업별 분포를 보면 <표 3>과 같다. 구체적으로 살펴보면 미 분류된 경우를 제외하고, 총 1,103건의 거래 중에서 제조업이 784건으로 71.01%로 나타나고 있고, 그 뒤를 이어 운송, 전기, 통신 및 가스 산업이 144건으로 13.05%, 도매무역이 71건으로 6.42%, 소매무역이 47건으로 4.26%, 광산업이 38건으로 3.44%, 건설업이 17건으로 1.54%, 농업, 임업 및 어업이 2건으로 0.18%로 나타났다. 따라서 글로벌 인수합병의 대부분이 제조업 부문에서 발생하고 있다는 사실을 알 수 있다.

2. 종속변수

종속변수 및 독립변수 자료는 Bureau Van Dijk의 Zephyr DB를 통해 확보하였다. 일반적으로 인수합병 성과는 시너지 창출효과나 재무 가치의 성과로 분석된다. 본 연구는 영업현금흐름을 기반으로 하는 재무 가치의 성과로 분석하였으며, 국내 인수합병 성과 연구의 경우 완료일을 기점으로 1년에서 3년 동안의 성과를 분석하였으나 본 연구는 자료의 한계로 글로벌 인수합병 거래완료 후 1년 동안의 이자비용과 법인세 차감 전 영업 이익인 EBIT(Earnings Before Interest and Tax)를 기준으로 측정하였다.

3. 독립변수 및 통제변수

1) 인수합병 경험 및 성공 경험

글로벌 경제에서 인수합병을 통한 기회 및 중요성은 증가하고 있으며, 인수 경험을 통한 학습은 경쟁우위 창출에 중요한 원천이므로(Shimizu et al., 2004), 글로벌 인수합병을 행하는 기업은 기존 경험으로부터 학습해야 한다(Very and Schweiger, 2001). 이들 인수합병 경험은 공시된 인수합병을 완료하였을 때, 인수합병 실사 및 협상 등의 과정에서 경험을 통해 지식을 학습할 수 있다고 보았다(Muehlfeld et al., 2012). 인수합병 경험은 주로 수행된 인수합병 거래를 합산하여 측정되었으며(Ingram and Baum, 1997), 본 연구도 이를 토대로 인수합병 경험을 해당 글로벌 인수합병 전에 완료되었던 모든 글로벌 인수합병 수를 합산하여 측정하였다. 인수합병 성공 경험은 해당 글로벌 인수합병 전에 완료되었던 성공한 인수합병 수를 합산하여 측정하였다(Haleblian and Finkelstein, 1999).

2) 제휴 경험

인수합병 경험은 선행 연구들에서 기존에 이루어졌던 인수합병 건수를 합산하는 방법으로 측정하였다(Ingram and Baum, 1997; Haleblain and Finkelstein, 1999). 따라서 본 연구는 제휴 경험 또한 인수합병 경험과 동일한 관점에서 표본 기업이 해당 인수합병을 수행하기 전에 완료했던 제휴 수를 합산하여 측정하였다.

3) 경험의 이질성

본 연구는 이중 산업에서 수행했던 경험들이 해당 인수합병 성과에 어떠한 영향을 미치는가를 분석하고 있다. 이를 위해 동일 기업이 수행한 기존의 인수합병들과 해당 인수합병의 이질성을 비교하여 측정하였다. Haleblain and Finkelstein(1999)이 측정에 활용했던 변수를 토대로 산업분류코드 SIC의 4단위를 기본으로 선행 인수합병들의 동종 산업 인수합병 수와 이중산업 인수합병 수를 합산한 후 해당 피인수합병 기업과 상이한 산업에서 경험했던 인수합병 비율을 계산하여 측정하였다. 즉 전체 인수합병 경험 중에서 이중산업에서 경험했던 인수합병 건수를 합산하여 비율로 환산한 후 이를 변수로 활용하였다.

4) 국내 인수합병 경험 및 글로벌 인수합병 경험

앞서 설명한 바와 같이 인수합병 경험은 선행 연구에서 주로 기존에 수행된 인수합병 건수를 합산하여 측정하였다(Ingram and Baum, 1997; Nadolska and Barkema, 2007). 따라서 본 연구도 이들 방법을 활용하였으며, 국내 인수합병 경험은 해당 글로벌 인수합병 전에 완료되었던 국내 인수합병 건수를 합산하여 측정하였고, 글로벌 인수합병 경험은 기존에 수행된 글로벌 인수합병 건수를 합산하여 측정하였다.

5) 최초의 글로벌 인수합병 투자

본 연구는 글로벌 인수합병을 최초로 수행하는 경우 일반적으로 성과가 후속 인수합병에 비해 높게 나타난다는 주장(Haleblain and Finkelstein, 1999)을 근거로 이를 분석해 보고자 하였다. 이에 본 연구는 최초의 글로벌 인수합병 투자인 경우는 '1', 그렇지 않은 경우는 '0'의 값을 부여하였다.

6) 인수합병 기업의 규모

인수합병 기업의 규모는 자산이나 매출액으로 평가된다(Homburg and Bucerius, 2006). 이에 본 연구는 인수합병 기업의 자산으로 측정하였다.

7) 인수합병 기업과 피인수합병 기업의 동종 산업여부

Haleblian and Finkelstein(1999)는 동종 산업여부를 측정하는 방법으로 SIC코드를 활용하였으며, 본 연구도 이를 적용하여 4자리수로 같으면 동종 산업 그렇지 않으면 이종 산업으로 보고 '1'과 '0'의 값을 부여하였다.

V. 실증분석 결과

1. 기초통계 및 상관관계 분석

경험이 글로벌 인수합병 성과에 미치는 영향을 분석하기에 앞서 독립변수들 간의 상관관계를 분석하였다. <표 4>에서 보는 바와 같이 변수들 간의 상관관계가 상당히 높은

<표 4> 변수들 간의 상관관계

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨
① 인수합병 경험	1								
② 성공경험	.894***	1							
③ 제휴경험	.087***	.051	1						
④ 경험의 이질성	.134***	.127***	.008	1					
⑤ 국내 인수합병 경험	.967***	.788***	.093***	.126***	1				
⑥ 최초 글로벌인수합병	-.424***	-.446***	-.140***	-.089***	-.368***	1			
⑦ 글로벌 인수합병 경험	.958***	.942***	.072	.131***	.854***	-.456***	1		
⑧ 기업 규모	.550***	.500***	.189***	.136***	.527***	-.478***	.532***	1	
⑨ 동일산업	-.042	-.046	.046	-.755***	-.037	.021	-.046	-.075**	1
Mean	7.392	2.656	.568	.805	3.402	.475	3.99	13.97	.291
Std. Dev.	12.741	3.532	1.299	323	6.998	.499	6.232	2.596	.454

주: *p < 0.1, **p < 0.05, ***p < 0.01 수준에서 유의

경우도 존재하고 있어서, 최종 분석에 앞서 다중공선성을 제거하기 위하여 VIF 값을 모델마다 확인하였으며, 중요한 독립변수와 다중공선성의 소지가 있는 변수는 제거하고, 모델별로 분석하였다.

2. 분석 결과

인수합병 경험이 성과에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음과 같이 구분해 분석하였다. 총 인수합병 경험은 국내 인수합병 경험과 글로벌 인수합병의 합계이므로, 이들 간에는 다중공선성이 존재한다. 글로벌 인수합병 경험은 VIF 값이 10.97에 해당하고, 국내 인수합병은 14.76에 해당한다. 따라서 이들의 영향력을 검증하기 위해 별개의 모델로 분석하였으며, 총 인수합병 경험은 모델 1에서 검증하였다. 모델 2에서는 글로벌 인수합병 경험과 국내 인수합병 경험으로 분류하여, 분석하였다. 또한 글로벌 인수합병 경험의 성과에 미치는 영향력이 비선형의 관계를 보이고 있는가를 분석하기 위해, 선형관계에서의 글로벌 인수합병 경험과 비선형관계에서의 글로벌 인수합병을 구분하여 분석하였다. 이에 따른 결과는 <표 5>에 제시되어 있다. 모델 1은 통제변수를 분석하였으며, 모델 2와 모델 3은 총 인수합병 경험과 글로벌 인수합병 및 국내 인수합병 간의 다중공선성으로 인해 별개로 분석하였다. 모델 4는 글로벌 인수합병과 성과 간의 비선형관계를 분석하기 위해 글로벌 인수합병 경험 2차항과의 관계를 분석하였다.

가설 검증을 위한 회귀분석은 <표 5>에 제시되어 있다. 첫째, 모델 1을 기준으로 인수합병 경험이 글로벌 인수합병에 미치는 영향을 분석한 결과, $p < 0.01$ 로 신뢰수준 99%에서 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 가설 1a는 채택되었다. 인수합병 성공 경험이 글로벌 인수합병 성과에 미치는 영향을 분석한 결과 $p < 0.01$ 로 신뢰수준 99%에서 유의한 것으로 나타났으며, 가설 1b도 채택되었다. 이러한 결과는 글로벌 인수합병 성과가 인수합병 경험이 축적될수록 높아진다는 것을 의미하며, 글로벌 인수합병 경험을 통해 글로벌 환경과 관련된 지식, 인수합병 관련 지식을 축적하게 되어 글로벌 인수합병 성과가 향상된다는 주장과 일치한다(Haleblian and Finkelstein, 1999). 따라서 글로벌 인수합병 성과를 향상시키기 위해 인수합병을 지속적으로 수행할 필요가 있다. 가설 1b에서 제시한 글로벌 인수합병 성공 경험 또한 글로벌 인수합병 성과를 높이는 역할을 하는 것으로 나타났다. 기업은 경험을 통해 지식을 습득한다. 본 연구에서는 실패 경험과 성공 경험을 구분하여 살펴보고자 하였으나, 자료 한계로 인해 성공 경험이 글로벌 인수합병 성과에 미치는 영향만을 분석하였다. 결과적으로 인수합병 성공 경험을 통한 지식 습득은 글로벌 인수합병 성과를 높이는 데 기여하는 것으로 보이며, 선행 인수

인수합병과 제휴 경험이 글로벌 인수합병 성과에 미치는 영향

합병 성과가 성공적인 경우 인수합병 거래 역량을 확보하게 되어 글로벌 인수합병 성과를 높이게 된다는 주장과 일치하는 결과라고 볼 수 있다(Capron and Shen, 2007).

둘째, 제휴경험은 글로벌 인수합병 성과에 부정적인 영향을 미칠 것이라고 하는 가설은 $p > 0.24$ 로서 유의하지 않은 것으로 나타났으며, 가설 2는 기각되었다. 따라서 제휴 경험이 많아질수록 글로벌 인수합병 성과가 낮아지지는 않는다는 것이다.

<표 5> 인수합병과 제휴 경험이 글로벌 인수합병 성과에 미치는 영향

구분	글로벌 인수합병 성과			
	모델 1	모델 2	모델 3	모델 4
인수합병 경험		88113.97 (7807.60)***		
성공경험		112446.1 (21867.89)***	-39781.69 (35933.66)	-23200.85 (28195.56)
제휴경험		-38680.13 (25009.57)	-33903.69 (32316.22)	-9436.066 (30918.9)
경험의 이질성		-546112.1 (167387.6)**	-548010.8 (215675)**	-400075.6 (206167.4)*
국내 인수합병 경험			25965.11 (12008.36)**	19710.34 (10915.78)*
최초의 글로벌 인수합병		610245.5 (78299.35)***	709248.7 (106837.8)***	177099.4 (105478.7)*
글로벌 인수합병 경험			242273.1 (24240.08)***	
(글로벌 인수합병 경험) ²				7478.012 (532.6272)***
기업 규모	372112.4 (23164.24)***	130329.8 (22570.1)***	133394 (22049.51)***	183330.4 (20409.92)***
동일산업	-393678.8 (130525)***	-573726.5 (148504)***	-556624.5 (145069.9)***	-442330.3 (138795.1)***
constant	372112.4 (23164.24)***	-1814805 (377650.1)***	-1908535 (369125.2)***	-1815505 (352662)***
F값	135.37***	163.77***	155.82***	181.78***
R2	0.2283	0.5575	0.5783	0.6154
ΔR2		0.329		0.037
N	918	918	918	918

주: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 수준에서 유의, ()은 표준잔차

그러나 계수를 살펴보면, (-)의 관계를 갖고 있음을 확인할 수 있다. 유의하지는 않지만 부정적 관계가 있는 것으로 판단할 수 있다. 제휴와 인수합병은 통제와 조정을 의미

하는 기업의 지배구조에 차이가 있으며, 제휴는 특정한 사업부 등 일부만을 활용하는 것이 가능하며, 기업 전체를 통합하는 문제는 고려되지 않는다.

그리고 인수합병은 제휴에 비해 훨씬 많은 자원을 투자해야 하는 경우가 많으며, 인수합병 거래 과정이 제휴에 비해 훨씬 광범위한 실사 과정을 통해 이루어진다는 점을 감안할 때, 제휴 경험이 글로벌 인수합병의 성과 창출에 도움이 되지 않는다는 주장을 어느 정도 뒷받침하는 것으로 보인다(Inkpen and Currall, 2004; Nadolska and Barkema, 2007).

이렇듯 제휴는 인수합병과는 상이한 지식을 필요로 하며, 제휴 경험을 통해 습득한 지식을 글로벌 인수합병에 적용하는 것은 성과를 높이거나 낮추는 데 영향을 주지 않으며, 오히려 글로벌 인수 성과를 낮출 가능성이 있음을 의미하는 것으로 보인다.

셋째, 해당 글로벌 인수합병 거래전의 인수합병 기업이 축적한 경험의 이질성은 글로벌 성과에 미치는 영향을 분석한 결과, p 값 <0.05 로 95% 신뢰수준에서 유의한 것으로 나타났다. 따라서 가설 3은 채택되었으며, 인수합병 기업이 축적한 경험의 이질성이 높아질수록 글로벌 인수합병 성과는 낮아진다. 본 연구에서는 경험의 이질성을 해당 거래와 다른 산업에서 인수합병 경험이 많은가를 두고 평가하였다. 이질적인 경험이 많아질수록 학습을 통한 지식 습득을 복잡하게 한다. 또한 과거 경험과 일관성이 없는 사업에 진출하는 경우 관료주의적인 비용을 초래하게 된다(Hayward, 2002). 따라서 이들 특징에 의해 기업이 축적한 경험과 해당 글로벌 인수합병과 상이한 경우 성과는 낮아진다고 볼 수 있다.

넷째, 국내 인수합병 경험이 글로벌 인수합병 성과에 영향을 분석한 결과, p 값 <0.01 로 99% 신뢰수준에서 유의한 것으로 나타났으며, 가설 4는 채택되었다.

다섯째, 해당거래가 인수합병 기업 최초의 글로벌 인수합병 거래인 경우 성과가 높아질 것이라는 가설을 검증한 결과, p 값 <0.01 로 신뢰수준 99%에서 유의한 것으로 나타났으며, 가설 5a는 채택되었다. 또한 글로벌 인수합병 경험이 많을수록 글로벌 인수합병 성과는 높아질 것이라는 가설을 검증한 결과, p 값 <0.01 로 99% 신뢰수준에서 유의한 것으로 나타났으며, 가설 5b는 채택되었다. 이어서 글로벌 인수합병이 글로벌 성과에 미치는 영향이 선형관계보다는 비선형관계가 더욱 설명을 잘해줄 것으로 가설을 설정한 5c의 경우, p 값 <0.01 로 99% 신뢰수준에서 가설은 채택되었다. R^2 값은 0.578에서 0.615로 변화되었다. 따라서 글로벌 인수합병 경험과 글로벌 인수합병 성과 간에는 2차 형태인 U자형의 관계가 설명력이 더욱 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과를 구체적으로 설명하면 일반적으로 최초로 시도하는 글로벌 인수합병 거래는 기본에 충실하게 자료를 습득하고, 심사 및 통합을 함으로써 성공한다. 그러나 인수합병이 진행될수록 경험을 통해

언은 지식을 일반화시키려고 하는 경향이 나타나게 되고, 거래에 따라 제도적 차이나 글로벌 산업 환경 등 고려해야 할 요인들이 달라질 수 있음에도 불구하고, 이러한 차이를 소홀히 한 채, 기업이 습득한 지식을 일반화하여 후속 인수합병 투자에 적용함으로써 성과는 낮아지게 된다. 그러나 인수합병 경험이 계속 쌓일수록 해당 거래에 적합한 인수합병 지식을 활용하게 되고, 축적된 지식을 부적절하게 일반화시키려는 경향은 줄어든다 (Haleblian and Finkelstein, 1999). 따라서 이 결과가 나타난 것으로 보인다. 추가적으로 본 연구는 제휴 경험과 인수합병 경험의 글로벌 인수합병 성과에 미치는 영향력을 총체적으로 분석하기 위해서 기업 규모와 진출 산업 관련성 여부를 통제하였다. 기업 규모와 산업 관련성은 일반적으로 글로벌 인수합병 성과에 영향을 미치는 것으로 알려져 있다 (Moeller et al., 2004; Kummer and Steger, 2008). 본 연구에서도 기업 규모와 산업 관련성이 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 기업 규모가 클수록 성과는 높아지며, 관련된 산업에 진출하는 경우는 성과가 낮아지는 것으로 나타났다. 이 결과는 인수합병 기업의 성과가 기업 규모에 따라 영향을 받는다는 연구와 유사하며(Asquith et al., 1983), 산업 관련성은 핵심 시장과 일부 유사한 인접 시장 및 동질한 시장에 진출하는 경우 성공률이 낮게 나오는 실제 인수합병 조사 결과와 동일하다.

VI. 결 론

본 연구는 경험이 인수합병 성과에 미치는 영향을 규명하기 위해 한국기업의 글로벌 인수합병 918건을 대상으로 분석하였다. 이를 분석한 결과는 다음과 같이 제시된다.

첫째, 글로벌 인수합병 경험 및 국내 인수합병 경험이 많아질수록 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 구체적으로 글로벌 인수합병 경험이 국내 인수합병 경험에 비해 글로벌 인수합병 성과에 훨씬 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 국내 인수합병 경험이 쌓일수록 인수합병 거래와 관련된 지식 및 시장, 경쟁자 정보, 기업 분석 등에 관한 지식을 확보하게 되며, Reuer et al.(2004)가 주장하는 바와 같이 긍정적인 글로벌 인수합병 성과로 이어지게 된다. 이에 더해 글로벌 인수합병 경험이 많아지는 경우도 글로벌 인수합병 성과에 긍정적인 영향을 미치게 된다(Haleblian and Finkelstein, 1999). 글로벌 인수합병 경험이 국내 인수합병 경험에 비해 글로벌 인수합병 성과에 더욱 긍정적인 영향을 미치는 것은 국내 인수합병 경험이 많아지면, 인수합병 거래 과정, 절차 등과 관련된 정보 및 지식은 지속적으로 축적되나, 외국기업들과의 거래

에서 발생하는 여러 위험요인에 대한 지식을 제공하지는 못한다. 구체적으로 국가 간 법률적, 문화적 차이, 국가 간의 경제 규모 및 제도적인 안정성의 차이, 경쟁 환경 및 국내 환경과 상이한 변수들에 대한 정보를 제공하지 못하므로, 국내 인수합병의 경우 글로벌 인수합병에 미치는 긍정적인 영향이 글로벌 인수합병 경험에 비해 제한적일 것으로 여겨진다.

둘째, 제휴 경험은 글로벌 인수합병의 성과에 유의한 영향을 미치지 못했다. 제휴 경험이 인수합병 성과에 긍정적인 영향을 미치면서도, 국제합작투자와 국제인수합병 간에는 해외시장 진출방식으로서 대체효과가 존재한다는 주장(Hennart and Reddy, 1997)에 설득력이 있는 것으로 여겨진다. 동시에 제휴 경험이 인수합병 통합을 성공적으로 이루는 데 적절한 지식을 제공하지 못하고, 통합 비율이 적은 경우에만 인수합병에 긍정적인 결과를 미친다는 Zollo and Reuer(2010)의 주장과 연관이 있는 것으로 보인다.

셋째, 성공 경험은 글로벌 인수합병 성과를 높이는 것으로 나타났다. 성공한 인수합병 및 실패한 인수합병을 통한 학습은 성과에 영향을 미친다는 주장에 부합하게(Shimizu et al., 2004), 본 연구의 실증분석도 동일한 결과를 보여 주고 있다. 따라서 성공 경험이 많아질수록 인수합병 과정과 관련된 지식의 축적으로 성과가 높아진 것으로 보인다.

넷째, 글로벌 경험과 국내 경험이 글로벌 성과에 미치는 영향은 선형보다는 비선형, U자 형태가 더욱 잘 설명해 주는 것으로 나타났다. 최초의 인수합병 시도는 무리하게 진행되지 않고, 기본적인 수준에서 고려되는 경우가 많아 성과는 높아지게 된다. 후속 인수합병에서는 인수합병 간의 차이를 무시한 채 최초의 인수합병 방법 및 과정을 그대로 적용함으로써 인수합병 성과는 최초에 비해 더욱 낮아지게 된다. 그러나 경험이 계속 축적되면서 인수합병 간의 차이를 인식하고, 관련된 지식을 습득 및 적용하게 됨으로써 글로벌 인수합병 성과는 높아지게 된다는 주장과 일치하는 것으로 보인다(Haleblian and Finkelstein, 1999).

다섯째, 통제변수인 기업 규모는 글로벌 인수합병 성과를 높이는 것으로 나타났다.

본 연구의 학문적 및 실무적 시사점은 다음과 같다. 첫째, 글로벌 인수합병은 기업이 해외시장에 진출 및 성장하기 위한 필수적 전략이다. 매년 글로벌 인수합병은 급성장하고 있으며, 백건 이상의 인수합병을 수행하고 있는 기업들도 계속해서 증가하고 있는 추세이다. 그러나 글로벌 인수합병 실패율은 상당히 높게 나타나고 있으며, 신설투자에 비해서도 성공률은 낮은 편이다. 따라서 기업 성장을 위해 글로벌 인수합병에 관한 연구는 매우 중요하다고 볼 수 있다. 경험을 통한 지식의 축적은 기업의 중요한 자원이 된다. 그러나 경험에도 다양한 형태가 존재한다. 성공뿐 아니라 실패를 통해서도 관련된 지식을 습득할 수 있으며, 동일한 형태의 경험인가 이질적인 경험인가에 따라 글로벌 인수합

병 성과에 미치는 영향은 달라질 수 있다. 이에 본 연구에서는 제휴 경험과 인수합병 경험을 구분하여 분석하였다. 또한 인수합병 경험은 국내 경험과 글로벌 경험으로 구분하였다. 이에 더해 국내 경험에 비해 글로벌 인수합병 성과에 영향을 크게 미칠 것으로 보이는 글로벌 인수합병 경험은 최초의 인수합병을 별개로 구분해서 살펴봄으로써 글로벌 인수합병 경험이 성과에 미치는 영향을 더욱 구체적으로 살펴보았다. 결과적으로 글로벌 경험이 성과와의 관계에서 U자형대가 훨씬 설명력이 높아짐을 밝혀냈으며, 실무적으로 초기 글로벌 인수합병 성과에 만족하여, 그때의 인수합병 지식을 일반화시킴으로써 후속으로 이어지는 글로벌 인수합병을 실패할 수 있음을 경고하고 있다. 성급한 글로벌 인수합병 경험의 일반화는 실패로 귀결될 수 있다. 따라서 각국의 인수합병과 관련된 제도적 환경의 차이 등을 인지하고, 적극적인 정보 습득 및 대처가 필요함을 보여 주고 있다.

둘째, 국제 제휴 경험과 글로벌 인수합병 경험을 동일시 해서는 안 된다. 경험을 통한 지식 습득이 장기적으로 글로벌 인수합병 성과를 높이는 역할을 하더라도, 모든 경험이 동일한 것은 아니다. 두 가지 모두 해외직접투자 방식이다. 그러나 제휴와 인수합병 시 고려되어야 할 전반적인 과정에는 차이가 있다. 제휴는 각 기능별 분야에서 발생하는 경우가 많으며, 인수합병은 기업 전체 또는 사업부 전체를 대상으로 하는 경우가 많다. 따라서 전략적 목적 및 습득해야 할 정보의 양은 상당한 차이가 있다. 그리고 제휴는 현지국 기업에 기술, 마케팅 자원 및 경영 자원을 이전시킬 수 있다는 점에서 현지국 기업 및 정부에 매력적이다. 따라서 국제 제휴는 현지국 정부가 호의적인 태도로 접근하는 경우가 많은데 반해 글로벌 인수합병은 적대적 태도를 보이는 경우가 많다. 따라서 글로벌 인수합병은 국제 제휴에 비해 고려해야 할 제도적 요인이 훨씬 더 많이 존재할 것으로 보인다. 제휴는 기존 기업과 함께 기업을 영위하므로, 경쟁 환경에 미치는 영향이 적다. 그러나 인수합병의 경우 새로운 기업이 진입한다고 보고, 관련 산업 내 기업들 간에 경쟁이 심화될 가능성이 존재한다. 따라서 제휴 경험이 글로벌 인수합병 성과를 높이는 데 도움이 될 것이라고 보는 것은 한계가 있으며, 국제 제휴 경험을 글로벌 인수합병을 수행하는데 적용하는 것은 무리가 있음을 밝히고 있다.

셋째, 과거에 축적된 인수합병 경험이 동일 산업을 위주로 이루어진 경우에는 글로벌 인수합병 성과는 높아진다. 그러나 이질적인 산업에서 인수합병을 행한 경우는 낮아진다. 즉 축적한 경험의 이질성은 향후 인수합병 성과에 부정적인 영향을 끼친다. 그 이유는 진출한 산업에 따라 축적된 지식의 질과 양이 유사한 산업에 진출했을 때 유용하기 때문인 것으로 보인다. 따라서 핵심 사업부 위주로 글로벌 인수합병을 진행하는 것이 성과에 좋은 영향을 끼칠 것으로 보인다.

본 연구는 앞서 제시한 바와 같이 글로벌 경험과 국내 경험이 성과에 어떠한 영향을 끼치는 가를 구분해서 살펴보고, 최초의 글로벌 인수합병은 후속 인수합병에 비해 오히려 성과가 높아지며, 이후 낮아졌다가 경험을 통해 지식을 습득함으로써 성과가 높아진다는 주장에 근거해(Haleblian and Finkelstein, 1999), 최초 글로벌 인수합병인 경우의 성과를 분석하였다. 이에 더해 산업 측면에서 축적된 경험의 이질성이 인수합병 성과에 미치는 영향을 밝혀냄으로써 글로벌 인수합병 연구에 기여할 것으로 보인다. 또한 진입전략 측면에서 이질적인 제휴 경험은 글로벌 인수합병에 영향을 주지 못한다는 사실을 밝히고 있어, 인수합병 성공에는 전략적 제휴 경험만으로는 한계가 있음을 지적하고 있다. 그러나 이러한 글로벌 인수합병 연구에 대한 기여에도 불구하고, 다음과 같은 한계점이 존재한다.

첫째, 인수합병 기업의 경험만이 글로벌 인수합병 성과에 영향을 미치는 것은 아니며, 조연가 그룹 및 공동으로 참여한 기업의 경험도 글로벌 인수합병 성과에 영향을 미친다(Haleblian and Finkelstein 1999; Barkema and Schijven, 2008). 그러나 자료의 한계로 인하여 이를 분석하지 못했으며, 향후 더욱 다양한 형태의 경험이 글로벌 인수합병의 성과에 미치는 영향을 규명할 필요가 있다고 여겨진다.

둘째, 본 연구는 글로벌 인수합병 성과를 판단하는 기준 시점을 완료 후 1년으로 잡았다. 완료 후 1년 동안 가장 적극적으로 인수합병 기업을 운영한다는 주장에 따라 분석하였으나 기업에 따라 통합기간 등이 다르게 나타나므로 이에 대한 추가적인 분석이 요구된다.

셋째, 소수지분 합작투자 경험은 후속 소수지분 합작투자 성과에 영향을 미치며, 다수지분 합작투자 경험은 후속 다수지분 합작투자 성과에 긍정적인 영향을 미친다(Reuer et al., 2004; Barkema and Schijven, 2008). 이를 근거로 글로벌 인수합병 거래에 적용하여, 지분 경험의 상이성에 따른 성과의 영향력을 분석하고자 하였으나 자료의 한계로 분석하지 못했다. 이에 대한 추가적인 연구가 필요할 것으로 보인다.

넷째, 인수합병 경험이 성과에 미치는 영향에 관한 연구는 일부 이루어졌다. 그러나 철수 및 인수합병의 청산과 같은 실패 경험으로부터 얻는 학습효과에 대한 연구는 거의 전무한 실정이다(Shimizu et al., 2004). 본 연구도 실패 경험이 성과에 미치는 영향을 분석하고자 하였으나 자료 한계로 이러한 논제에 접근하지 못하였다. 향후 이에 대한 깊이 있는 연구가 요구된다.

참고문헌

- Asquith, P., Bruner, R. F. and Mullins, D. W.(1983), "The gains to bidding firms from merger," *Journal of Financial Economics*, Vol.11, No.1, pp.121-139.
- Barkema, H., Bell, J. and Pennings, J. M. E.(1996), "Foreign entry, cultural barriers and learning," *Strategic Management Journal*, Vol.17, No.2, pp.151-166.
- Barkema, H. G. and Schijven, M.(2008), "How do firms learn to make acquisitions? A review of past research and an agenda for the future," *Journal of Management*, Vol.34, No.3, pp.594-634.
- Baum, J. A. and Ingram, P.(1998), "Survival-enhancing learning in the Manhattan hotel industry, 1898-1980," *Management Science*, Vol.44, No.7, pp.996-1016.
- Brush, T. H.(1996), "Predicted change in operational synergy and post-acquisition performance of acquired businesses," *Strategic Management Journal*, Vol.17, No.1, pp.1-24.
- Capron, L. and Shen, J. C.(2007), "Acquisitions of private vs. public firms: Private information, target selection, and acquirer returns," *Strategic Management Journal*, Vol.28, No.9, pp.891-911.
- Chatterjee, S., Lubatkin, M. H., Schweiger, D. M. and Weber, Y.(1992), "Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital," *Strategic Management Journal*, Vol.13, No.5, pp.319-334.
- Collins, J. D., Holcomb, T. R., Certo, S. T., Hitt, M. A. and Lester, R. H.(2009), "Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions," *Journal of Business Research*, Vol.62, No.12, pp.1392-1334.
- Datta, D. K., Pinches, G. E. and Narayanan, V. K.(1992), "Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis," *Strategic Management Journal*, Vol.13, No.1, pp.67-84.
- Gatignon, H. and Anderson, E.(1988), "The multinational corporation's degree of control over foreign subsidiaries: An empirical test of a transaction cost explanation," *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol.4, No.2, pp.305-336.
- Gonzalez, P., Vasconcellos, G. M., Kish, R. J. and Kramer, J. K.(1997),

- “Cross-border mergers and acquisitions: maximizing the value of the firm,” *Applied Financial Economics*, Vol.7, No.3, pp.295-305.
- Haleblian, J. and Finkelstein, S.(1999), “The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective,” *Administrative Science Quarterly*, Vol.44, No.1, pp.29-56.
- Haunschild, P. R.(1993), “Interorganizational imitation: The impact of interlocks on corporate acquisition activity,” *Administrative science quarterly*, Vol.38, No.4, pp.564-592.
- Haspeslagh, P. C. and Jemison, D. B.(1991), “The challenge of renewal through acquisitions. *Planning Review*, Vol.19, No.2, pp.27-30.
- Hayward, M. L.(2002), “When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990-1995,” *Strategic Management Journal*, Vol.23, No.1, pp.21-39.
- Hennart, J. F. and Reddy, S.(1997), “The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: The case of Japanese investors in the United States,” *Strategic Management Journal*, Vol.18, No.1, pp.1-12.
- Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., Johnson, R. A. and Moesel, D. D.(1996), “The market for corporate control and firm innovatio,” *Academy of Management Journal*, Vol.39, No.5, pp.1084-1119.
- Homburg, C. and Bucerius, M.(2006), “Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness,” *Strategic Management Journal*, Vol.27, No.4, pp.347-367.
- Ingram, P. and Baum, J. A.(1997), “Opportunity and constraint: Organizations’ learning from the operating and competitive experience of industries,” *Strategic Management Journal*, Vol.18, pp.75-98.
- Inkpen, A. C. and Currall, S. C.(2004), “The coevolution of trust, control, and learning in joint ventures,” *Organization Science*, Vol.15, No.5, pp.586-599.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M. and Covin, J. G.(2004), “Meta-analyses of post acquisition performance: Indications of unidentified moderators,” *Strategic Management Journal*, Vol.25, No.2, pp.187-200.
- Kummer, C. and Steger, U.(2008), “Why merger and acquisition waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure,” *Strategic Management Review*, Vol.2,

- No.1, pp.44–63.
- Levinthal, D. A. and March, J. G.(1993), “The myopia of learning,” *Strategic Management Journal*, Vol.14, No.2, pp.95–112.
- Levitt, B. and March, J. G.(1988), “Organizational learning,” *Annual Review of Sociology*, Vol.14, No.1, pp.319–340.
- Li, J. and Guisinger, S.(1991), “Comparative business failures of foreign–controlled firms in the United States,” *Journal of International Business Studies*, Vol.22, No.2, pp.209–224.
- Lubatkin, M.(1987), “Merger strategies and stockholder value,” *Strategic Management Journal*, Vol.8, No.1, pp.39–53.
- Miller, D.(1993), “The architecture of simplicity,” *Academy of Management Review*, Vol.18, No.1, pp.116–138.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. and Stulz, R. M.(2004), “Firm size and the gains from acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, Vol.73, No.2, pp.201–228.
- Muehlfeld, K., Rao Sahib, P. and Van Witteloostuijn, A.(2012), “A contextual theory of organizational learning from failures and successes: A study of acquisition completion in the global newspaper industry, 1981–2008,” *Strategic Management Journal*, Vol.33, No.8, pp.938–964.
- Nadolska, A. and Barkema, H. G.(2007), “Learning to internationalise: the pace and success of foreign acquisitions,” *Journal of International Business Studies*, Vol.38, No.7, pp.1170–1186.
- Novick, L. R.(1988), “Analogical transfer, problem similarity, and expertise,” *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, Vol.14, No.3, pp.510–520.
- Ravenscraft, D. J. and Scherer, F. M.(1989), “The profitability of mergers,” *International Journal of Industrial Organization*, Vol.7, No.1, pp.101–116.
- Reis, N. R., Ferreira, M. P. and Santos, J. C.(2013), Institutional distance and cross–border mergers and acquisitions completion: A conceptual framework, <http://www3.eeg.uminho.pt/economia/nipe/iibc2013/4.2.pdf>. Accessed 20 Dec 2015.
- Reuer, J. J., Shenkar, O. and Ragozzino, R.(2004), “Mitigating risk in international mergers and acquisitions: the role of contingent payouts,” *Journal of*

- International Business Studies*, Vol.35, No.1, pp.9–32.
- Schijven, M. and Barkema, H. G.(2007), “A Dynamic Approach to Acquisition Capability Development: The Joint Importance of Experience Homogeneity and Heterogeneity,” *Administrative Science Quarterly*, Vol.45, No.1, pp.766–801.
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D. and Pisano, V.(2004), “Theoretical foundations of cross–border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future,” *Journal of International Management*, Vol.10, No.3, pp.307–353.
- Vermeulen, F. and Barkema, H.(2001), “Learning through acquisitions,” *Academy of Management journal*, Vol.44, No.3, pp.457–476.
- Very, P. and Schweiger, D. M.(2001), “The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross–border deals,” *Journal of World Business*, Vol.36, No.1, pp.11–31.
- Zephyr(2015), *Zephyr annual report*, Bureau Van Dijk.
- Zollo, M. and Reuer, J. J.(2010), “Experience spillovers across corporate development activities,” *Organization Science*, Vol.21, No.6, pp.1195–1212.
- Zollo, M. and Singh, H.(2004), “Deliberate learning in corporate acquisitions: post–acquisition strategies and integration capability in US bank merger,” *Strategic Management Journal*, Vol.25, No.12, pp.1233–1257.

The Influence of M&A Experience and Alliance Experience on Cross-border M&A Performance

Eun-Kyoung Park

Byoung-Sop Han

Abstract

This study examines the effects of the acquirer's experience on cross-border mergers and acquisitions(CB M&A) performance. We posit that various types of experience on M&A, including heterogeneity of experience, strategic alliance experience, first CB M&A, domestic and CB M&A experience may have an influence on the performance of CB M&A. The hypotheses are tested with multiple regression on global M&As made by Korean firms over the period of more than fifteen years. The empirical results indicate that firms with domestic M&A experience and the ones with CB M&A experience improve firm performance. Specifically, CB M&A experience more strongly and positively affects CB M&A performance. It also reveals that M&A experience and first CB M&A positively affect CB M&A performance. However, heterogeneity of experience negatively affects CB M&A performance and it has found no significant relationship between strategic alliance and firm performance. In addition, data show that the better explanation is an overall U-shaped relationship than a linear one between CB M&A experience and Performance. Overall, this study contributes to the literature on CB M&A by examining the effect of various types of experience such as heterogeneity of experience and alliance experience and offering a different explanation based on experience, more specifically, addressing the negative relationship between heterogeneity of experience and M&A performance.

<Key Words> M&A, Alliance, Performance, Experience, Non-linear