

파트너십을 통합 학습: 인수기업의 경험, 거래 참여 파트너 기업의 특성 그리고 국경 간 M&A 실패

Learning through Partnerships: Acquirer Firm's
Experiences, Deal Partner's Characteristics and the
Failure of Cross Border M&A

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

I 목 차 I	
I. 서론	V. 실증분석
II. 문헌연구	VI. 결 론
III. 이론적 배경과 가설 설정	참고문헌
IV. 연구방법론	Abstract

국문초록

본 연구는 국제 인수합병 거래에 참여하는 중국기업의 경험적 요인과 거래 참여 파트너 기업의 특성이 해당 인수합병 거래 실패에 미치는 영향을 분석하고 있다. 분석 대상 기간은 2000년부터 2015년 11월말까지며, 해당 기간 동안에 중국기업에 의해 이루어진 1,558건의 국제 인수합병에 참여한 1,610개 기업 표본을 분석 대상으로 했다. 종속변수는 인수합병 거래 실패로 중국기업

* 전남대학교 경영학부 부교수, 주저자

** 전남대학교 경영학부 강의전담교수, 교신저자

의 국제 인수합병 공시 후 거래 중단이나 철회여부로 측정했다. 주요 독립변수로는 거래 참여 파트너 기업의 국적 다양성, 파트너 기업과 목표 대상기업이 속한 국가와 산업의 동일성, 파트너 기업이 선진국 기업에 속하는지 여부, 중국기업의 자국 내 인수합병 경험, 특정 목표대상 국가에서의 인수합병 경험 등이다. 프로빗 모형을 통한 분석 결과, 몇 가지 흥미로운 사실들을 파악할 수 있었다. 먼저 거래에 참여한 파트너기업들의 국적 다양성이 높을수록, 파트너 기업이 목표대상 기업과 동일한 산업에 속한 경우 거래실패 가능성이 높았다. 그러나 선진국 기업이 거래 파트너로 참여한 경우와 목표 대상국가의 기업이 거래 파트너로 참여한 경우에는 거래 실패 가능성이 낮은 것으로 나타났다. 경험요인의 경우에는 국제 인수합병 실행 이전의 선행 중국내 인수합병 경험은 거래 실패 가능성에 아무런 영향을 미치지 않지만 특정국에서의 중국기업 전체의 선행 인수합병 경험과 특정국에서의 특정기업의 선행 인수합병 경험은 거래 실패 가능성에 부의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 연구는 기업이 특정 경영전략 추진과정에서 왜 실패하는가를 조직 간 파트너십을 통한 학습 관점에서 규명하고 있다는 점에서 학문적 시사점을 갖는다.

(주제어) 파트너십, 국경 간 인수합병, 중국기업, 경험, 거래 실패

I. 서론

정보통신 산업의 발달, 제약과 바이오 등의 기술집약적 산업의 성장, 개도국 기업의 부상 등의 이유로 전 세계적인 인수합병이 매년 꾸준한 증가세를 보이고 있다. Zephyr(2014)에 따르면 2009년부터 2014년까지의 기간 동안 글로벌 인수합병 건수는 45만 9,000건으로 22조 달러의 거래가 이루어졌다. 또한 같은 기간 동안의 글로벌 인수합병은 중국 등과 같은 개도국 기업에 의해 주도되어졌다(Hanemann and Gao, 2015).

인수합병은 여러 해외시장 진입방식 중 기업에 경쟁우위를 제공해 줄 수 있고, 재빠른 시장진입의 이점이 있기 때문에 많은 기업들에 의해 선호되어지고 있다(Boateng et al., 2008). 산업 간, 기업 간 경쟁이 점차 치열해짐에 따라 기업 입장에서는 어떻게, 그리고 얼마나 빨리 경쟁적 우위 요소를 확보하는가가 점점 더 중요해지고 있다(Dawar and Frost, 1999). 인수합병은 글로벌 시장에서 경쟁적 지위를 공고히 하고, 경쟁열위를 극복할 수 있는 효율적 수단이다(Deng, 2009). 이에 따라 선진국 기업은 물론 중국과 같은 개도국의 기업들도 글로벌 인수합병 흐름에 적극 참여하고 있고, 흐름을 주도하고 있다. 특히 중국과 같은 개도국 기업의 경우 재빨리 글로벌 시장에서 경쟁적 포지션을 구축하고, 기술적·관리적 역량을 획득하기 위한 방안으로 국제 인수합병을 적극 활용하고 있다(Rui and Yip, 2008).

그러나 인수합병은 대규모 자금이 소요되고, 실패율이 높은 만큼 모든 기업들이 손쉽게 선택할 수 있는 전략이 아니다. 실제로 모든 인수합병이 성공하는 것은 아니다(Wong and O'Sullivan, 2001). 인수합병의 실패요인으로는 사후 통합 실패(Viegas-Pires, 2013), 과도한 인수 프리미엄 지급(Hayward and Hambrick, 1997), 문화 적응 실패(Chakrabarti et al., 2009), 관리자의 자기만족형 인수 추진(Kroll et al., 1997) 등이 있다. 반대로 인수합병 성공요인으로는 업무단위에서의 성공적 통합(Haspeleslagh and Jemison, 1991), 이질적 기업문화의 성공적 통합(Weber, 1996), 사전 인수합병 경험(Haleblian and Finkelstein, 1999) 등이 제시되고 있다. 상기의 실패와 성공요인들은 인수합병 거래가 완료된 후 인수합병 자체의 성공과 실패를 설명하는 것들이다. 그러나 인수합병의 거래 단계에서 거래가 중단되거나 철회되는 경우도 빈번히 발생하고 있다. 그럼에도 인수합병 거래 단계에서의 실패에 관한 연구는 그리 많지 않은 실정이다. 본 연구는 국제 인수합병 거래 단계에서의 실패 요인을 규명하는데 목적이 있다.

본 연구는 선행연구와 비교할 때 다음과 같은 차별성을 갖는다. 먼저, 거래 완료 후 인수합병 자체의 성공과 실패에 초점을 둔 선행연구들과 달리 인수합병 거래 단계에서의 실패요인을 분석하고 있다는 점이다. 특히 선행연구들은 인수합병의 동기, 성과, 인수대상 선택 등에 주된 초점을 두고 있지만, 본 연구는 거래 자체의 성패에 영향을 미치는 요인들을 규명하고 있다는 점에서 차별성을 갖는다. 둘째, 비록 제한적이지만 인수합병 거래 완료 결정요인 규명에 관한 선행연구들은 인수기업과 대상기업의 산업 유사성(Datta and Puia, 1995), 인수기업 국가와 대상기업 국가 간 지리적(Chakrabarti and Mitchell, 2013), 문화적(Chakrabarti et al., 2009), 제도적 차이(Dikova et al., 2009) 등에 초점을 두고 있다. 그러나 본 연구는 인수 거래에 참여한 파트너 기업들의 특성을 살펴보고 있다. 인수합병 거래에는 단일 기업이 참여하는 경우도 있지만, 다수의 기업들이 파트너십을 형성해 참여하는 경우가 상당히 많다. 그러나 많은 연구들은 파트너 기업들의 특성을 간과한 면이 없지 않다.

마지막으로 인수합병 거래 완료에 관한 연구가 많이 이루어지지 않았기 때문에 일부 관련 연구들은 이론적 배경없이 성과 분석 등에 사용된 변수들을 적용하고 있다(Luo, 2005). 그러나 본 연구는 학습과 경험이론을 바탕으로 국제 인수합병 거래 실패요인을 규명하고 있다. 특히 학습의 발생 원천 관련 연구에서 그동안 규명되지 않은 파트너로부터의 학습이 갖는 중요성을 파악하고 있다는 점에서 학문적 기여도를 갖는다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어져 있다. 먼저 제2장에서는 국제 인수합병에 관한 연구 추이와 국제 인수합병 완료에 관한 주요 선행 연구들을 간략히 살펴보고 있다. 제3장에서는 본 연구의 이론적 배경이 되는 학습과 경험 이론에 대해 살펴본 후, 국제 인수

합병 거래 실패에 관한 가설을 설정하고 있다. 제4장에서는 연구 표본과 자료원, 그리고 종속과 독립변수의 정의 및 측정, 분석 방법론을 소개하고 있다. 제5장에서는 실증분석 결과를 제시하고 있으며, 마지막으로 제6장에서는 연구의 결론과 한계점을 제시하고 있다.

II. 문헌연구

국제경영을 영위하고자 하는 기업은 여러 기업 내외부적 요인에 대한 고려 하에 최적의 진입방식을 선택하게 된다(Delios and Henisz, 2003). 기업이 선택할 수 있는 대표적 FDI 진입방식으로는 합작과 단독투자, 신설투자와 인수합병 등이 있다(Dikova and Witteloostuijn, 2007). 그동안 국제경영분야에서는 해외투자 진입방식을 설명하기 위한 많은 연구들이 있어 왔으며, 주요 연구들은 거래비용(Hennart, 1988), 독점적 우위(Hymer, 1976), 제도(Brouthers and Brouthers, 2000) 등의 이론을 적용하고 있다. 일부 연구자들은 역량 구축(Chang, 1995), 경험(Guillen, 2003) 등의 관점에서 진입방식 선택을 설명하고 있다.

진입방식 선택에 관한 연구는 90년대까지 활발하게 이루어져 왔지만, 2000년대 들어서면서부터는 과거와 같은 활발한 연구가 이루어지지 않고 있다. 그러나 진입방식 중 아직 까지도 국제경영분야에서 꾸준히 연구되고 있고, 타 학문분야에서도 관심있게 다루어지고 있는 것이 바로 인수합병이다(Malhotra, 2011). 인수합병에 관한 연구는 국제경영분야뿐만 아니라 경영전략, 재무, 경제학, 법학 등의 분야에서 꾸준히 다루어지고 있다.

이미 언급한 바와 같이 인수합병은 여러 학문 분야에서 꾸준히 다루어지고 있는 주제지만, 특히 IT 등의 신산업이나 전통적 기술집약 산업에서의 인수합병이 증가하면서부터 인수합병에 관한 연구 주제도 다양해지고 있는 추세이다. 인수합병에 관한 연구는 주로 재무분야에서 이루어지고 있는데, 인수합병의 재무적 성과(King et al., 2004) 외에, 산업 구조조정(Andrade and Stafford, 2004), 주주 가치 효과(Asquith, 1983), 기업 통제(Bradley, 1980), 최고경영자 보상(Schmidt and Fowler, 1990) 등에 관한 연구가 이루어지고 있다. 경영전략과 국제경영분야에서는 기업 구조조정(Barkema and Schijven, 2008), 재무 성과(Chakrabarti et al., 2009), 혁신 효과(Hitt et al., 1990), 인적자원 관리(Larsson and Finkelstein, 1999) 진입방식(Nadolska and Barkema, 2007), 인수대상기업 선택(Chakrabarti and Mitchell, 2013), 역량 이전(Bjorkman et al., 2007), 개도국 기업에 의한 국제 인수합병(Buckley et al., 2014) 등의 주제를 중심으로 연구가 이루어지고 있다.

본 장에서는 인수합병에 관한 여러 주제 중 본 연구와 가장 관련성이 깊은 국제 인수합병 거래의 완료(또는 실패)에 관한 주요 선행 연구들을 간략히 살펴보고 있다. 국제 인수합병 거래 완료(또는 실패)에 관한 연구는 크게 재무관련 연구와 전략관련 연구로 구분된다. 재무관련 연구에서는 주로 시장 정보나 종결비용 효과를 중심으로 연구가 이루어졌다. 먼저 Luo(2005)는 인수합병 공시 후의 시장 반응이 해당 거래의 완료 가능성에 미치는 영향에 대해 분석했다. 미국시장에서 발생한 인수합병을 대상으로 한 분석을 통해 인수기업은 시장의 반응으로부터 정보를 추출하고, 이러한 정보를 거래 완료 결정에 반영한다는 것을 확인했다. 또한 거래 특성별로 시장 반응에 대한 학습 효과가 달리 나타났는데, 공시된 거래의 취소가 상대적으로 용이하거나 기업이 모르는 정보를 시장이 알고 있는 경우에는 시장으로부터 학습하고자 하는 인센티브가 상대적으로 높게 나타났다.

Bates and Lemmon(2003)은 인수합병에 있어 종결비용의 영향을 효율적 계약 장치 가설(Efficient contractual device hypothesis)을 통해 검증했다. 이들의 분석에 따르면 인수합병 거래에 있어 종결비용 조항의 존재는 거래 완료 가능성을 높이는 역할을 한다. 그러나 주주들은 종결비용 자체가 좋기 때문에 거래를 승인하는 것이 아니라 종결비용 부담을 피하기 위해 승인한다고 보았다. 따라서 거래 완료를 위해 종결비용을 사용하는 것이 계약을 위한 종결비용의 효율적 역할을 의미하는 것은 아니라는 주장을 하고 있다.

Bates and Lemmon(2003)과는 달리 Officer(2003)는 인수 대상기업이 부담하는 종결비용의 효과에 대해 분석했다. SDC M&A 자료(Securities Data Corporation Mergers and Acquisitions database)를 바탕으로 1988년부터 2000년까지의 기간 동안에 이루어진 2,511건의 인수합병 거래를 분석한 결과, 인수대상 기업이 부담하는 종결비용이 포함되는 경우에는 인수 프리미엄도 높아지고 거래 완료 가능성도 높아지는 것으로 나타났다. 보다 구체적으로 보면, 인수대상 기업이 종결비용을 부담하는 조항을 포함하는 거래의 경우 약 4% 정도의 인수 프리미엄 증가 효과가 있으며, 거래 완료 가능성도 평균 20% 정도 증가하는 것으로 나타났다. 이에 따라 인수 대상기업이 종결비용을 부담하는 것은 인수 대상기업에게 부담으로 작용한다기 보다는 오히려 주주 가치를 높이는 효과를 갖는다.

Jeon and Ligon(2011)도 인수합병에서 종결비용 크기의 영향에 대해 분석했다. 2001년부터 2007년까지의 기간 동안에 발생한 1,702건의 인수합병을 대상으로 했으며, SDC와 SEC(Securities and Exchange Commission)의 자료를 이용했다. 종결비용의 크기는 거래 금액 대비 비중으로 측정했다. 실증 분석 결과, 종결비용의 크기는 거래 완료와 유의한 정적 관계를 갖는 것으로 나타났다. 인수 프리미엄을 고려한 경우, 종결비용 크기가 중간 이하인 경우에는 상대적으로 높은 프리미엄을 갖는 거래의 완료 가능성을 높이는 것으로 나타났지만, 종결비용이 큰 경우에는 높은 프리미엄을 갖는 거래의 완료 가능성을

낮추는 것으로 나타났다.

한편 인수합병 거래 완료에 관한 전략분야(국제경영 포함)에서의 연구는 주로 산업 연관성 효과, 경험 효과, 제도적 요인의 역할 등을 중심으로 연구가 이루어지고 있다. 먼저 Aguilera and Dencker(2008)는 1991년부터 2001년까지의 기간 동안에 이루어진 1,100건의 국제 인수합병 거래를 대상으로 산업 연관성이 인수합병 거래 완료 가능성에 미치는 영향에 대해 분석했다. 로짓 분석 결과, 인수기업과 인수대상 기업 간 산업 연관성이 큰 경우에는 연관성이 낮은 경우보다 거래 완료 가능성이 55% 정도 낮은 것으로 나타났다. 또한 연관산업 간 거래라 하더라도 성숙기보다는 성장기에 있는 산업에서 완료 가능성이 낮게 나타났다. 마지막으로 관계 측면에서 관련 산업 내에서 선행 협력 경험이 있는 기업들 간에는 해당 거래의 완료 가능성이 높아짐을 확인할 수 있었다.

Muehlfeld et al.(2012)은 경험 개념을 이용해서 경험의 결과가 각기 다른 인수합병 상황에서의 거래 완료 가능성에 어떠한 영향을 미치는가를 분석했다. 1981년부터 2008년까지의 기간 동안 신문산업에서 발생한 4,973건의 인수합병 거래를 대상으로 했다. 거래 완료를 종속변수로 한 분석을 통해, 선행 인수합병 경험의 결과, 즉 인수합병 성공과 실패 경험은 상황별로 각기 다른 영향을 미침을 확인할 수 있었다. 선행 국내 인수합병의 성공과 실패 경험은 국내 인수합병 거래 완료 가능성에 대해서만 정과 부의 효과를 가지며, 국제 인수합병의 경우에는 선행 국제 인수합병의 성공과 실패 경험만이 각각 유의한 정과 부의 효과를 갖는 것을 확인했다.

Chakrabarti and Mitchell(2015)은 공간지리와 인수전략 문헌에 바탕해서 공간적 특성이 인수합병 완료에 미치는 영향에 대해 분석했다. 1980년부터 2004년까지의 기간 동안 724개 미국 화학업체에 의한 1,603건의 거래를 대상으로 분석했다. 분석 결과, 거리요인은 관련 인수의 완료 가능성을 줄이는 역할을 하는 것으로 나타났다. 또한 여러 가지 유형의 경험요인은 인수완료 가능성에 조절효과를 갖는 것으로 나타났는데, 기업의 핵심사업 관련 부문에서의 선행 인수합병 경험은 거리의 제약 효과를 줄이는 효과를 갖지만, 먼 지역에 위치한 기업들을 인수합병 했던 경험은 인수합병 거래 성공 가능성을 낮추는 것으로 나타났다.

마지막으로 Reis et al.(2013)은 제도적 접근을 통해 국제 인수합병 거래 실패에 대한 개념적 골격을 제시했다. 이들은 특히 경제적, 정치적 그리고 사회적 제도요인이 거래 실패에 미치는 영향에 대한 가설을 제시했으며, 제도적 거리는 인수합병 거래의 실패 가능성을 높이는 역할을 한다는 주장을 하고 있다. 그러나 이들의 연구는 실증 분석이 아닌 개념적 골격 제시 수준에 그치고 있다는 한계를 갖고 있다.

III. 이론적 배경과 가설 설정

조직학습이론에서는 경험기반 학습이 지식 창출 및 이전 효과를 갖기 때문에 그리고 이러한 학습이 조직의 전략이나 구조 변화를 야기하기 때문에 성과를 높이는 역할을 한다는 주장을 하고 있다(Cyert and March 1963; Levitt and March, 1988). 실증분석에 따르면이라도 경험 축적이 운영이나 재무성과를 향상시키는 요인으로 작용한다는 것은 조직 학습 관련 문헌에서 공통적으로 나타나고 있다(Argote, 1999). 특히 전략분야에서는 역량 구축 측면에서 조직학습 관점을 활용하고 있으며, 전략적 제휴(Anand and Khanna, 2000)를 대상으로 많은 연구를 진행했다. 인수합병의 경우에 있어서도 인수합병의 과정(Veru and Schweiger, 2001), 효과(Luo, 2005), 성과(Shi and Prescott, 2011) 등에 관한 연구에서 학습 개념을 이용하고 있다(Beckman and Haunschild, 2002). 좀 더 세분화하면 주요 선행연구들은 학습의 방법(Zollo and Singh, 2004), 학습의 파급 효과(Zollo and Reuer, 2010), 학습의 장소(Collins et al., 2001), 학습의 빈도(Zollo, 2009), 학습의 시점(Hayward, 2002)에 초점을 두고 있다.

학습은 경험을 통해 구현되는데, 경험은 조직 내부에서 발생할 수 있고 조직 외부에서 발생할 수도 있다. 그러나 양자 모두 경험의 스펠오버가 발생한다. 경험의 스펠오버는 특정 활동 수행을 통해 축적된 경험이 타 활동의 성과에 영향을 미치는 것을 말한다(Zollo and Reuer, 2010). 선행 연구에 따르면 조직의 과거 인수합병 경험은 사후 성과에 영향을 미친다(Haleblian and Finkelstein, 1999). 본 연구에서는 기업 자신의 경험은 물론 타 기업, 즉 파트너기업으로부터의 학습이 국제 인수합병의 성사 가능성에 영향을 미치게 된다는 점을 강조하고 있다.

1. 거래 참여 파트너기업의 국적 다양성

통상 인수합병에는 대규모 자금이 소요된다. 때문에 인수대상 기업에 관심을 갖는 기업들은 단독이나 다수 참여 형태로 거래에 참여하게 된다. 즉 거래 참여 형태에 있어서 인수희망 기업 단독 형태나 다수기업이 참여하는 컨소시엄 형태의 참여를 하게 된다(Schmidt, 2010). 자본 이동성에 있어서의 제한이 있을 경우에는 제한된 국적의 기업들만이 특정 거래에 참여할 수 있었지만, 경제 거래의 글로벌화와 자본 이동의 무국경화로 인해 자격이 되는 기업이나 기관은 누구나 특정 인수합병 거래 참여 주체로서의 자격을 갖는다.

중국의 경우에도 국내 인수합병에 대해서는 특정 자격 요건을 갖는 기업이나 기관만이 참여하도록 제한하고 있다¹⁾. 그러나 국제 인수합병에는 참여 기업의 제한을 두지 않고 있다. 특히 중국기업의 세계 시장에서의 잠재성을 높이 평가하고, 중국 기업들의 자본력이 높아짐에 따라 특정기업 인수에 많은 국가의 기업들이 편승효과를 위해 참여 비중을 높여 나가고 있다.

그러나 다수 국가의 기업들이 특정 거래에 참여하는 것은 여러 가지 면에서 부정적 효과를 가질 수 있다. 먼저 인수 대상 선정 후, 협상에 들어간다 하더라도 기업 간 성장 배경이나 인수기업에 대한 평가나 참여 동기 등에서의 차이로 인해 서로 갈등을 경험할 가능성이 높으며, 이는 곧 해당 거래의 실패로 귀결될 가능성이 높다.

사전적으로는 보완적 관계나 특정 필요에 의해 참여할 수 있지만, 참여에 따른 역할과 비중에 대한 조정 실패로 인해 거래 자체가 중단되거나 철회될 수 있다(Aquila and Sawyer, 2013). Reis et al.(2013)의 연구에 따르면 문화적 또는 제도적 차이에 의해 기업 간 협력이 실패하는 경우가 많다. 이러한 문제는 다국적성으로 인한 제도적 환경 및 문화적 배경 차이(Adair and Brett, 2005) 그리고 경제적 차이에 의해 발생하며(Dikova et al., 2009), 이러한 차이는 기업 간 협력에 따른 학습을 저해하는 요인으로 작용한다. 상기 논리에 따라 파트너 기업들의 국적 다양성이 높을수록 해당 거래의 실패 가능성이 높을 것으로 예상된다.

가설 1) 중국기업에 의한 국제 인수합병 거래에서 참여 기업의 국적 다양성과 해당 거래 실패 가능성은 정의 관계를 가질 것이다.

2. 목표 대상과 동일국에 속한 기업의 파트너십 참여

다수 기업이 참여하는 국제 인수합병의 경우 해당국과 적대적 관계에 있는 국가의 기업이 참여하는 경우는 거의 없다. 물론 특정 거래에 있어 적대적 관계에 있는 국가의 기업이 참여한다면 해당 거래의 실패 가능성은 논의 대상 자체가 안 될 것이다. 실제로 통신회사 간 국제 인수합병 실패 사례를 분석한 Fang et al.(2004)의 주장에 따르면 국가 간 감정이나 불만은 이문화 기업 간 인수합병에 있어 치명적인 결과를 초래할 수 있다.

1) 예로 중국내에서 인수합병을 하려는 외국인투자자가 이미 중국 내에 30억 위안 이상의 자산을 보유하고, 중국시장 내 해당년도 매출액이 15억 위안 이상인 경우 혹은 외국인투자자의 중국 내 관련기업의 중국시장 내 시장점유율이 20% 이상이거나 인수합병으로 인해 중국 내 관련기업이 중국시장에서의 시장점유율이 25% 이상인 경우에는 상무부와 공상행정관리국에서 인수합병 건이 중국 시장의 과도한 시장집중 현상이 발생하느니 여부와 중국 내 정당한 경쟁에 해가 되고, 중국 소비자 이익을 해칠 우려가 있는지 여부에 대해 심사 후 승인을 결정한다.

적대적이지는 않다 하더라도 국가 간 정치적인 갈등 관계가 있다면 인수합병 거래 성사 가능성이 낮다(Wan and Wong, 2009).

이는 곧 특정 거래에 있어 인수대상 국가 기업의 참여 당위성을 말하는 것이다. Serdar and Erel(2013)에 따르면 인수합병에서의 민족주의는 경제적 이유보다는 사회적이나 정치적 이유에 의해 발생할 가능성이 높다. 인수대상 국가의 기업을 거래 파트너로 참여시키므로써 정치적 갈등 관계나 긴장 관계에 있는 국가로의 진입 시 민족주의적 감정을 약화시킬 수 있다.

또한 해외 시장에 진출하고자 하는 기업은 외국기업으로서의 불리성을 갖는다(Zaheer, 1995). 외국기업으로서의 불리성을 극복할 수 있는 방법으로는 여러 가지가 있지만 진입 방식 측면에서는 현지기업과의 합작투자를 하는 것이다(Kogut and Singh, 1988). 인수합병은 합작투자에 비해 더욱 불리한데, 이는 국가문화에 대한 적응뿐만 아니라 기업문화에도 적응해야 하는 이중의 불리성을 갖기 때문이다(Rajan, 2010). 인수합병 기업이 이러한 두 가지 불리점을 최대한 극복할 수 있는 방안의 하나는 현지국 기업과 인수합병 거래 파트너십을 형성하는 것이다. 현지국 기업을 파트너화 함으로써 현지기업이 현지기업을 인수합병한다는 인상을 심어 주는 것이다.

또한 현지국의 기업을 참여시키므로써 해당 국가에 대한 시장 정보나 기업 내부 사정을 보다 정확히 파악할 수 있을 것이다(Adair and Brett, 2005). 즉 현지 파트너 기업은 인수기업이 모르는 곳의, 모르는 대상에 대한 정보원 역할을 할 수 있으며, 어떻게 하면 거래가 성사될 수 있는지에 대한 노하우를 제공할 수 있는 간접학습원으로서의 역할을 할 것이다. 또한 인수대상과 동일한 국가의 기업이 파트너로 참여함으로써 인수대상 기업이 해당 거래 후호적으로 인지할 가능성이 높으며, 어느 정도는 동일 국가문화에 속한 기업 간 인수이기 때문에 거래의 학습효과가 긍정적으로 나타날 가능성이 높다. 즉 인수대상 국가 출신의 파트너 기업은 정보원이나 매개자로서의 역할을 함과 동시에 거래에 따른 학습을 촉진하는 역할을 할 것이며, 이는 곧 해당 거래의 실패 가능성을 낮추는 역할을 할 것이다.

가설 2) 중국기업에 의한 국제 인수합병 거래에서 인수합병 대상 기업과 동일국 기업의 참여와 해당 거래 실패 가능성은 부의 관계를 가질 것이다.

3. 목표 대상과 동일 산업에 속한 기업의 파트너십 참여

국내 또는 국제 인수합병 거래에서 동일 산업에 속한 다수의 기업들이 컨소시엄 형태로 특정 기업을 인수하는 경우를 많이 목격한다. 예로 2015년도에 쉘리드와 옵티스는 컨

소시업을 형성해서 팬택을 인수했으며, 같은 해 아우디, BMW, 다임러 등 3개 업체로 구성된 자동차업체 컨소시엄이 노키아의 지도 및 위치 서비스 사업 히어(Here)를 인수했다. 인수합병에 관한 선행연구에서는 공통적으로 동일 산업에 속한 기업 간 인수합병 성공 가능성이 높다는 것에 인식을 같이 하고 있다(Haunschild, 1994).

Vermeulen and Barkema(2001)에 따르면 이질적인 산업분야에서 인수합병이 발생하면 긍정적인 학습 효과가 나타나지 않는다는 주장을 하고 있다. 이는 인수기업이 대상기업으로부터 무엇인가를 얻기 위해 필요한 전문적 역량이 부족하기 때문이다. 그리고 인수기업과 인수대상 기업 간 사업이 이질적일 경우 시너지 창출이 어렵다. 인수합병에 따른 시너지 창출은 어느 정도 목표기업과 인수기업 산업 간 유사성 정도에 달려 있다. 이러한 유사성은 노하우 확산, 생산 합리화, 규모의 경제 등을 통한 전략적 적합성을 용이하게 한다(Bertrand and Zitouna, 2008). 다시 말해 목표와 인수기업이 동일 산업에 속한 경우, 운영적 그리고 재무적 시너지 달성 가능성이 상대적으로 높다. 많은 실증연구에서도 비관련보다는 관련분야에서의 인수합병이 상대적으로 높은 수준의 초과 수익률을 가져다 주는 것으로 나타나고 있다(Denis et al., 2002).

그러나 이러한 시너지 효과는 단일기업보다는 동일 산업에 속한 다수의 기업이 파트너로 참여하는 경우에 더욱 크게 나타날 것으로 예상할 수 있는데, 이는 참여 파트너 기업이 보완적 지식과 경험을 제공할 수 있기 때문이다(Spender, 1987). 같은 산업에서 활동한다 하더라도 한 개 기업이 해당 산업에 대한 모든 정보와 지식을 갖고 있을 수는 없다. 또한 특정 기업에 대한 지식이나 정보의 보유 정도도 기업별로 차이가 있을 수밖에 없다. 따라서 목표 기업이 속한 산업에 대해 잘 알고 있는 기업을 파트너 기업으로 참여시킴으로써 해당 기업의 지식과 경험을 활용할 수 있으며, 이들을 통해 기업과 산업에 대한 학습의 기회를 가질 수 있을 것이다. 이러한 논리에 따라 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 3) 중국기업에 의한 국제 인수합병 거래에서 인수합병 대상 기업과 동일 산업에 속한 기업의 참여와 해당 거래 실패 가능성은 부의 관계를 가질 것이다.

4. 선진국 기업의 파트너십 참여

국제 인수합병 거래 자체의 성공 가능성에는 참여 기업이 어느 국가 출신인가가 영향을 미칠 수 있다. 자국 내 기업 인수합병을 제외한 국제 인수합병의 경우 중국의 성공률은 48%, 인도의 성공률은 56%에 지나지 않지만, 미국과 영국기업의 거래 성공률은

90% 수준에 달하고 있다. 자본주의 경험이 오래되었기 때문으로 볼 수도 있지만 상대적으로 성공률이 높다는 데에는 이견이 없다. 그렇다면 왜 이렇게 미국이나 영국 등과 같은 선진국 기업의 국제 인수합병 거래 성공 가능성이 높은 것인가?

미국이나 영국 등과 같은 선진국 기업들은 인수합병 거래 성공에 대한 노하우를 알고 있기 때문이다. 물론 이러한 노하우는 오랜 실패와 경험을 통해 체득된 것이다. 간접이나 직접 경험을 통해 어떻게 하면 인수합병이 성공하는지에 대한 지식과 경험을 체득했고, 누구를 선택하고 어떻게 거래해야 하는지를 알고 있다. 선진국 기업은 인수합병에 대한 경험이 상대적으로 많기 때문에 정밀 실사, 거래 협상, 자본 조달, 인수 후 통합 등 인수합병 단계별로 구체적이며 높은 수준의 역량과 지식을 보유하고 있다(Finkelstein and Haleblan, 2002; Hitt et al., 2001).

중국기업이 국제 인수합병에 나서는데 있어 가장 우려했건 것은 경험의 부족이었다. 경험과 지식의 부족을 극복할 수 있는 방법 중 하나가 바로 대리학습을 하는 것이고(Denrell, 2003; Levitt and March, 1988; March, 1991), 대리학습의 대상으로 무엇을 어떻게 해야 하는지에 대한 방법을 알고 있는 선진국 기업을 파트너로 참여시키는 것이다(Collins et al., 2009). 이들을 거래 파트너화 함으로써 선진국 기업의 인수합병 성공에 관한 지식과 경험을 활용할 수 있으며, 이들로부터 성공 공식에 관한 노하우를 학습할 수 있는 기회를 가질 수 있다. 결국 선진국 기업의 파트너십 참여는 해당 거래의 실패 가능성을 낮추는 역할을 할 것이다.

가설 4) 중국기업에 의한 국제 인수합병 거래에서 선진국 기업의 참여와 해당 거래 실패 가능성은 부의 관계를 가질 것이다.

5. 국내 인수합병 경험

인수합병 경험이 없는 기업의 경우에는 문제를 다루는데 있어 가이드라인을 제공할 수 있는 공식적인 조직 내 운영 절차가 없는 경우가 많다. 또한 인수합병을 해본 적이 없기 때문에 조직 내에서도 문제를 다룰 수 있는 인적자원이 없는 경우가 많다. 그러나 인수합병을 경험한 경우에는 선행 경험을 바탕으로 보다 수월히 인수합병에 관한 의사 결정을 내릴 수 있다. 조직은 인수합병에 관한 조직 차원의 경험을 획득하게 되고, 조직 내 일부 구성원들은 인수합병 전담 인력으로 배치될 수 있다.

국제 인수합병을 함에 있어서는 해외시장에 대한 경험과 지식뿐만 아니라 인수합병 자체에 대한 경험과 지식을 필요로 한다(Vermeulen and Barkema, 2001). 해외 시장에

대한 지식과 경험은 해외시장에서의 활동을 통해서만 획득할 수 있지만, 인수합병 자체에 대한 지식과 경험은 해외시장이 아닌 국내시장에서도 확보할 수 있다. Haleblan et al.(2006)은 기업이 경험을 통해 숙달성을 갖게 되고, 그러한 경험은 해당기업이 향후에도 학습된 행동을 반복할 가능성을 높인다고 주장했다. 기업이 인수합병에 대한 경험과 학습을 축적하게 되면서 학습된 것을 제대로 적용할 수 있는 방법을 알아가게 되고, 이에 따라 후속 인수합병 가능성도 높아진다.

인수합병 활동을 하는 기업은 정밀 실사, 거래 협상, 자본 조달, 조직 통합 등과 같이 인수 과정에 필요한 지식과 역량을 개발하게 된다(Finkelstein and Haleblan, 2002). 또한 기업은 인수활동을 수행하면서 사전 평가와 사후 통합과 관련된 중요한 지식을 획득한다(Collins et al., 2009). 인수합병 활동에 관한 반복 경험을 갖고 있는 기업은 인수합병 과정에 관한 역량을 구축해 나가게 된다(Vermeulen and Barkema, 2001). 이에 따라 국내에서 인수합병 경험이 많은 기업일수록 해외시장에서의 인수합병 거래 실패 가능성은 낮을 것으로 예상할 수 있다.

가설 5) 중국기업에 의한 국제 인수합병 거래에서 중국내 시장에서의 선행 인수합병 경험과 해당 거래 실패 가능성은 부의 관계를 가질 것이다.

6. 특정국에서의 중국기업의 인수합병 경험

인수합병에는 여러 다양한 불확실성이 존재하고, 의사결정권자는 이러한 불확실성을 최대한 줄이려 노력하게 된다. 불확실성은 주로 정보나 지식의 부족으로 인해 발생한다(Aharoni, 1966). 이러한 불확실성을 줄일 수 있는 방법 중 하나는 의사결정권자가 고려할만한 유사한 상황에 대한 정보를 획득하고 이를 활용하는 것이다. 즉 기업은 타 기업의 경험으로부터 학습, 즉 간접학습을 하게 된다.

경험의 이전은 조직 내 뿐만 아니라 조직 간에도 발생한다. 간접학습은 불확실성이 높은 조건하에서 기업들이 의사결정을 내리거나 행동을 취하는 것을 도와 주는 채택적 매커니즘 역할을 한다(DiMaggio and Powell, 1983). 타 기업의 경험을 학습함으로써 불확실성을 줄이고자 하는 기업의 탐색비용을 줄일 수 있다(March, 1991).

해외시장진입 시 불확실성의 주요 원천 중의 하나가 바로 기업의 경험 수준이다(Barkema et al., 1996). 경험이 없는 기업일수록 시장에 대한 불확실성을 크게 느끼게 되는데, 이는 신규시장에서의 의사결정에 대한 접근을 위한 공식이 과거 경험으로부터 개발되어지지 않았기 때문이다. 이 경우 기업들은 의사결정을 위한 준거 틀을 기업경계

외부에서 탐색하게 된다(DiMaggio and Powell, 1983). 실증분석을 통해서도 Guillen (2003)은 특정 기업의 해외시장 진입방식 선택에 관한 경험이 동일 그룹에 속한 기업의 진입방식 선택에 영향을 미친다는 것을 확인했다. 종합적으로 보면 타기업의 경험을 통한 대리학습 과정은 친숙치 않은 환경에서의 정보 수집을 용이하게 하고, 인수거래 완료 가능성을 높인다고 볼 수 있다(Chakrabarti and Mitchell, 2013).

가설 6) 중국기업에 의한 국제 인수합병 거래에서 특정 대상국에서의 선행 중국기업 인수합병 경험과 해당 거래 실패 가능성은 부의 관계를 가질 것이다.

7. 특정국에서 자사의 선행 인수합병 경험

자국내에서의 경험도 중요하지만 자국 내 시장에서의 경험과 글로벌 시장에서의 경험은 큰 차이가 있다. 일단 법 제도나 규범, 경영 방식 등에서 차이가 있다. 그러나 이는 자국 시장과 글로벌 시장 간 차이를 말하는 것일 뿐 글로벌 시장과 특정 목표 시장과의 차이를 말하는 것은 아니다. 모국 시장 이외의 국가에서 높은 성과를 내는 기업이 글로벌 시장에서 높은 성과를 내는 것은 아니다.

인수합병의 경우에는 국가마다 법 제도적 차이가 분명하다(Kostova and Zaheer, 1999). 만약 법 제도적 차이가 없거나 미미하다면 이에 따른 적응은 필요치 않을 것이다. 예로 인수합병은 시장에서의 경쟁환경 변화에 직접적인 변화를 야기하는 요인으로 간주되기에 많은 선진국들은 이에 대해 높은 수준의 법 규제 적용을 하고 있다. 이에 반해 경제 성장에서 외화 자본의 필요성이 절실한 국가에서는 자국내 기업보다 덜 엄격한 수준의 법 제도를 적용하고 있다.

이처럼 국가마다 인수합병이나 외국기업의 진입에 대해서는 각기 다른 수준의 법 제도적 적응을 요구하고 있으며, 이러한 상황은 Collins et al.(2009)을 통해서도 확인할 수 있다. 특정 투자대상국 내에서의 인수합병 경험은 학습을 위한 유용한 도구가 되며, 해당 투자대상국에서의 반복적 인수합병을 위한 모멘텀으로 작용할 가능성이 높다(Jansen, 2004). 예를 들어 선행 인수를 통한 독일의 법 체계에 대한 학습은 독일에서의 후속적 인수에 즉시 이전할 수 있다. 따라서 특정 투자대상국에서 획득된 경험은 해당국에서의 후속 인수합병 가능성에 영향을 미친다(Barkema et al., 1996; Hitt et al., 2004). 이러한 경험은 기업의 투자대상국 내에서의 인수합병 수행에 있어서의 숙달성을 높이는 요인으로 작용한다(Nadolska and Barkema, 2007). 이를 통해 특정 기업이 특정 시장에서 경험하고 획득한 지식과 경험은 단기간에 타 국가에서의 인수합병에 대한 적용으로 이전 될

수 없으며, 국가 특유적 상황에서의 인수합병 경험은 해당 국가에 대한 추가적 또는 부가적 인수합병에 가장 효율적으로 적용되어진다고 주장할 수 있을 것이다(Collins et al., 2009).

가설 7) 중국기업에 의한 국제 인수합병 거래에서 특정국 시장에서의 자사의 선행 인수합병 경험과 해당 거래 실패 가능성은 부의 관계를 가질 것이다.

IV. 연구방법론

1. 표본 및 자료원

본 연구의 분석 대상은 중국기업에 의한 국제 인수합병 거래로, 분석 대상 기간은 2000년부터 2015년말까지의 기간이다. Zephyr DB에는 1997년과 1999년에 이루어진 5건의 인수합병이 포함되어져 있지만, 본격적인 M&A는 2000년부터 시작되었기 때문에 5건의 거래는 분석에서 제외시켰다. 2000년부터 2015년말까지의 기간 동안 중국기업에 의한 해외 인수합병은 총 4,571건으로 총 거래 금액은 약 8조 달러이다. 가장 많은 인수합병이 이루어진 대상 국가는 홍콩이며, 그 다음으로는 미국, 케이먼군도, 호주 등의 순이다.

총 4,571건의 국제 인수합병 거래를 대상으로 다음의 기준에 의해 최종 분석 표본을 선정했다. 먼저 4,571건의 거래 중 거래 상태(Deal status) 기준으로 루머에 속한 거래를 제외했다. Zephyr DB에서는 거래 상태를 완료, 공시, 완료 예정, 루머, 중단, 철회 등으로 구분하고 있다. 이중 루머는 공식적인 거래가 발생하지 않은 것이기 때문에 표본에서 제외시켰다. 그리고 투자대상국 기준으로 중국에 속하는 홍콩과 마카오, 국제기구의 통계가 없는 대만, 그리고 조세피난처 국가에서의 거래를 제외시켰다. 조세피난처로는 버진아일랜드, 케이먼군도 등이 포함된다.

〈표 1〉 중국기업의 연도별 국제 M&A 건수와 금액

연도 (공시기준)	거래 건수	총 거래금액 (백만EUR)
2000	19	1,894
2001	25	473
2002	39	1,598
2003	108	3,504
2004	171	5,498

2005	135	2,687
2006	177	17,762
2007	208	26,886
2008	290	13,989
2009	296	36,590
2010	279	38,286
2011	327	28,696
2012	291	24,265
2013	288	33,086
2014	429	48,949
2015	644	76,500
Unknown	845	7,681,842
Total	4,571	8,042,505

자료: Zephyr DB를 바탕으로 저자 작성

그리고 투자 주체를 기준으로 개인투자자에 의한 인수합병을 표본에서 제외시켰다. 마지막으로는 산업을 기준으로 금융보험업 등의 비제조업에 속한 거래를 표본에서 제외시켰다. 이는 제조업과 비제조업에 속한 기업들의 국제 인수합병 동거나 전략이 매우 상이하기 때문이다. 상기 기준에 의해 총 1,558개 거래를 선별했으며, 1,588건의 거래에 참여한 기업의 수는 1,096개 기업이다. 그러나 한 개 기업이 각기 다른 거래에 참여한 경우가 있기 때문에 최종 분석 표본은 1,610개로 확정되었다. 중국기업의 국제 인수합병에 관한 자료는 BVD(Bureau Van Dijk)의 Zephyr DB를 통해 추출했다.

〈표 2〉 중국기업의 국가별 M&A 건수와 금액

대상 국가명	거래 건수	총 거래금액 (백만EUR)
홍콩	659	67,768
미국	558	110,624
케이먼군도	474	55,854
호주	294	71,091
버뮤다	240	21,167
버진아일랜드	228	11,319
캐나다	164	27,985
싱가폴	159	13,645
영국	148	7,290,845
독일	142	25,667
이탈리아	91	18,141
한국	75	13,340
프랑스	74	41,065
러시아	72	26,606
일본	66	1,133
네델란드	61	35,290
대만	55	12,947

인도	55	4,696
브라질	53	37,146
베트남	43	1,834
기타	926	173,255
총계	4,571	8,042,505

자료: Zephyr DB를 바탕으로 저자 작성

2. 변수 정의 및 측정

1) 종속변수

본 연구의 종속변수는 중국기업에 의한 국제 인수합병 거래 실패 여부이다. 일반적으로 인수합병은 공식적으로 공시를 하게 되며, 공시 후 일정기간 경과 후 완료나 중단, 철회 등의 결정을 내리게 된다. 본 연구에서는 공시 후 중단이나 철회된 경우에는 '1'의 값을, 그 외의 경우에는 '0'의 값을 부여했다. 물론 공식적 거래가 아닌 루머는 제외했다. 국제 인수합병 거래의 중단이나 철회 여부는 Zephyr DB를 통해 확보했다.

2) 독립변수

본 연구의 독립변수는 크게 세 가지로 나뉘어 진다. 첫 번째는 파트너의 특성과 관련된 변수들이고, 두 번째는 중국기업의 경험과 관련된 변수들이다. 그리고 세 번째는 거래 실패 가능성에 영향을 미치는 것으로 규명된 통제변수들이다. 먼저 파트너 특성과 관련된 변수들을 살펴보면 다음과 같다. 여기서 파트너란 특정 인수합병 거래에 참여한 기업들을 말한다. 인수합병 거래에는 한 개 기업이 인수자인 경우도 있으며, 여러개 기업이 컨소시엄 형태로 참여하는 경우도 있다. 예로 중국의 A기업(전자업체)이 한국의 전자업체를 인수하는 경우, A 기업 외에 중국의 B 기업(유통업체), 미국의 C 기업(전자업체), 한국의 D(전자업체), E(자동차업체), F(은행업) 기업이 파트너십을 형성해서 인수거래에 참여할 수 있다. 먼저 PARNAT는 거래 참여 파트너의 국적 다양성을 나타내는 변수로, 참여 파트너 기업이 속한 국가의 수로 측정했다. 상기 예에서 중국, 미국, 한국기업이 거래에 참여했기 때문에 국가 수는 3이 된다. SAMECOUNTRY는 파트너십 형성 기업의 국적과 목표대상 기업의 국적이 동일한가를 나타내는 것으로, 파트너로 참여한 기업 중 목표대상 인수기업의 국적과 같은 기업의 수로 측정했다. 상기 예에서 한국전자업체를 인수하는데 있어 한국의 D, E, F 기업이 파트너로 참여했기 때문에 '3'의 값을 갖는다. SAMEPARINDU는 파트너와 목표 대상 산업 간 유사성 정도를 나타내는 것으로, 목표기

업의 산업과 동일한 산업부문에 속한 파트너 기업의 수로 측정했다. 상기 예에서 목표 기업은 전자업체에 속하기 때문에, 파트너 업체 중 전자업체에 속하는 C와 D가 해당되며, '2'의 값을 갖는다. PARTNDEVEL 변수는 파트너로 참여한 국가가 선진국 기업인지를 나타내는 것으로, 파트너 기업 중 OECD에 속한 기업의 수로 측정했다. 상기 예에서는 미국과 한국에 속하는 4개 기업이 해당되므로 '4'의 값을 갖는다.

중국기업의 인수합병 경험과 관련된 변수는 세 가지로 구분된다. 먼저 DOMEEXP는 자국 내 인수합병 경험을 나타내는 것으로 특정 중국 기업이 국제 인수합병 거래 공시에 앞서 중국 내 시장에서 실행한 선행 인수합병 건수로 측정했다. NATIONEXP는 국가 차원의 인수합병 경험 효과를 보기 위한 것으로, 특정 기업이 특정 국가에 인수합병을 실행하기 이전에 발생한 해당 국가에서의 모든 중국기업에 의한 선행 인수합병 건수로 측정했다. FIRMCONEXP는 특정 국가에서의 기업차원의 경험효과를 보기 위한 것으로, 특정 기업이 특정 국가에서 인수합병을 공시하기 이전에 실행한 해당 기업의 인수합병 건수로 측정했다. 예로 중국 기업이 2005년에 일본의 특정 기업을 인수한다고 공시하는 경우, 해당 기업이 이미 일본에서 2005년 이전까지 6건의 인수합병 거래를 실행한 경험이 있다면 '6'의 값을 갖는다.

한편 본 연구의 분석에 포함된 통제변수는 총 6개 변수들이다. DELMIN는 인수기업이 추구하는 지분 비율을 나타내는 것으로 소수지분 추구형 투자인 경우에는 '1'의 값을, 그 외의 경우에는 '0'의 값을 부여했다. SAMEINDU는 산업 유사성 여부를 나타내는 것으로, 인수기업의 핵심산업과 인수대상 기업의 산업이 동일한 산업에 속한다면 '1'의 값을, 동일하지 않은 경우에는 '0'의 값을 부여했다. 산업 유사성 여부는 SIC 4단위를 기준으로 했다. CASH는 인수대금 지급 방식을 나타내는 것으로, 현금 지급 방식인 경우에는 '1'의 값을, 그 외의 경우에는 '0'의 값을 부여했다. STATE는 인수기업이 국유기업에 속하는지에 관한 것으로, 해당 인수기업이 국유기업인 경우에는 '1'의 값을, 그 외의 경우에는 '0'의 값을 부여했다. ADVISOR는 조연가 그룹을 나타내는 것으로, 특정 인수합병 거래에 참여한 모든 조연가 그룹의 수로 측정했다. 조연가 그룹에는 법무법인, 회계법인, 컨설팅 회사 등이 포함된다. 마지막으로 INFLA는 인수대상기업이 속한 국가의 물가수준을 나타내는 것으로, 인수 종결, 중단, 완료 시점에서의 대상국의 인플레이션으로 측정했다. INFLA 변수를 제외한 모든 종속 및 독립변수들에 대한 자료는 BVD의 Zephyr DB를 통해 확보했다. 물가수준에 관한 자료는 세계은행의 WDI(World Development Indicators) DB를 통해 확보했다.

한편 본 연구의 종속 변수는 인수합병 거래의 실패 유무이기 때문에, 이에 적합한 프로빗 모형을 통해 분석을 실시했다(Power and Xie, 2008). 통계 분석은 STATA 13.0을 통해 실시했다.

V. 실증분석

다음의 <표 3>은 각 변수들의 기초통계 분석 결과를 보여주고 있다. 기초통계에는 평균, 표준편차, 최대 및 최소값을 포함하고 있다. 표준편차를 중심으로 보면 중국기업들의 특정국가에서의 전체 인수합병 경험을 나타내는 NATIONEXP 변수의 표준편차가 가장 큰 것으로 나타났으며, 그 다음으로는 특정 기업의 중국 내 인수합병 경험을 나타내는 DOMEEXP 변수, 그리고 목표대상 기업이 속한 국가의 인플레이션 수준을 나타내는 INFLA 변수 순으로 나타났다. 그리고 INFLA 변수를 제외한 변수들이 더미 변수나 경험 건수를 나타내는 변수들이기 때문에 최소값이 0이나 1의 값을 갖는다. 그러나 최대값의 경우에는 NATIONEXP 변수가 1591로 가장 큰 값을 갖으며, DOMEEXP 변수는 56의 값을, 그리고 특정 기업의 특정 국가에서의 인수합병 경험을 나타내는 FIRMCONEXP 변수는 14로 나타나, 특정 기업이 특정 국가에서 최대 14건의 인수합병을 실행한 것으로 나타났다. 그리고 조연가 그룹의 수를 나타내는 ADVISOR 변수의 최대값은 19로 나타나, 특정 거래의 경우 최대 19개의 조연가 그룹이 포함된 것을 알 수 있다.

<표 3> 기초통계 분석 결과

변수명	평균	표준편차	최소값	최대값
FAILED	.5031056	.5001457	0	1
PARNAT	1,067702	.3303768	1	5
SAMECOUNTRY	.163354	.4111844	0	3
SAMEPARINDU	.3670807	.5899802	0	5
PARTNDEVEL	.0639752	.2735611	0	2
DOMEEXP	3,08882	5,522669	0	56
NATIONEXP	178,7801	336,2706	1	1591
FIRMCONEXP	1,329193	1,092243	1	14
DELMIN	.1720497	.3775409	0	1
SAMEINDU	.2745342	.4464179	0	1
CASH	.4602484	.4985722	0	1
STATE	.3583851	.479675	0	1
ADVISOR	.7675753	1,719926	0	19
INFLA	3,840733	5,036324	-5,20	35,50

주: n=1,610

다음의 <표 4>는 변수 간 상관관계 분석 결과를 보여주고 있다. 상관관계 분석에 앞서 변수 간 다중 공선성 존재 여부를 알아보기 위해 V.I.F 테스트를 실시했다. V.I.F 테스트 결과 평균 V.I.F 값은 1.50으로 나타났다. 변수 중에서는 SAMEPARINDU 변수와

SAMEINDU 변수의 값이 3.75와 3.44로 다소 높게 나왔지만, 다중공선성 기준인 7 이하의 값을 갖기 때문에 공선성 문제는 없는 것을 알 수 있다. 상관관계 분석 결과에서도 거의 모든 변수들 간 상관계수가 0.2 이하의 값을 갖는 것으로 나타났다.

〈표 4〉 상관관계 분석 결과

	V.I.F	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
①FAILED	1.13	1.0000						
②PARNAT	1.07	0.1022* (0.0000)	1.0000					
③SAMECOUNTRY	1.33	-0.0837* (0.0008)	0.0009 (0.9716)	1.0000				
④SAMEPARINDU	3.75	0.0751* (0.0026)	0.0829* (0.0009)	0.2292* (0.0000)	1.0000			
⑤PARTNDEVEL	1.19	-0.0401 (0.1081)	0.0277 (0.2668)	0.2993* (0.0000)	0.1432* (0.0000)	1.0000		
⑥DOMEEXP	1.21	-0.0004 (0.9860)	-0.0329 (0.1866)	-0.0368 (0.1403)	-0.0388 (0.1195)	-0.0535* (0.0317)	1.0000	
⑦NATIONEXP	1.09	-0.0898* (0.0003)	-0.0439 (0.0785)	-0.0640* (0.0102)	-0.0503* (0.0436)	0.0802* (0.0013)	-0.0224 (0.3696)	1.0000
⑧FIRMCONEXP	1.05	-0.0224 (0.3701)	-0.0497* (0.0460)	-0.0603* (0.0155)	-0.0603* (0.0155)	-0.0518* (0.0377)	0.0585* (0.0189)	0.0089 (0.7225)
⑨DELMIN	1.11	-0.1690* (0.0000)	-0.0237 (0.3422)	-0.1371* (0.0000)	-0.0912* (0.0002)	0.0679* (0.0064)	0.0114 (0.6463)	0.1012* (0.0000)
⑩SAMEINDU	3.44	0.0101 (0.6856)	-0.0165 (0.5073)	0.0230 (0.3561)	0.3253* (0.0000)	0.0088 (0.7252)	-0.0212 (0.3944)	-0.0205 (0.4119)
⑪CASH	1.14	0.1077* (0.0000)	0.0560* (0.0247)	-0.1851* (0.0000)	-0.0972* (0.0001)	-0.0565* (0.0233)	0.0073 (0.7708)	0.1405* (0.0000)
⑫STATE	1.20	0.0796* (0.0014)	-0.0042 (0.8671)	-0.0796* (0.0014)	-0.0369 (0.1388)	-0.0091 (0.7163)	0.3605* (0.0000)	0.0505* (0.0426)
⑬ADVISOR	1.17	-0.1801* (0.0000)	0.0312 (0.2439)	-0.0821* (0.0022)	-0.0848* (0.0015)	0.0739* (0.0058)	0.1145* (0.0000)	0.1745* (0.0000)
⑭INFLA	1.16	0.1240* (0.0000)	0.1398* (0.0000)	0.1941* (0.0000)	0.1941* (0.0000)	-0.0481 (0.0762)	0.0102 (0.7060)	-0.1780* (0.0000)

	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬	⑭
⑧FIRMCONEXP	1.0000						
⑨DELMIN	0.0570* (0.0222)	1.0000					
⑩SAMEINDU	-0.0453 (0.0695)	-0.0444 (0.0748)	1.0000				
⑪CASH	0.0206 (0.4083)	0.0149 (0.5504)	-0.0487 (0.0509)	1.0000			
⑫STATE	-0.0355 (0.1543)	-0.0456 (0.0677)	-0.0273 (0.2736)	0.0817* (0.0010)	1.0000		
⑬ADVISOR	0.1246* (0.0000)	0.1911* (0.0000)	-0.0613* (0.0221)	0.1919* (0.0000)	0.0096 (0.7191)	1.0000	
⑭INFLA	-0.0659* (0.0151)	-0.0958* (0.0004)	0.0694* (0.0105)	-0.1167* (0.0000)	-0.0005 (0.9852)	-0.1205* (0.0000)	1.0000

주: 1) n=1,610, 2) Mean V.I.F=1.50, 3) ()안은 p-value, *는 5% 유의수준에서 유의

〈표 5〉 실증 회귀분석 결과

	모델 1	모델 2	모델 3	모델 4
PARNAT			.3472146*** (.1288126)	.3276595** (.1297257)
SAMECOUNTRY			-.1867572* (.0986378)	-.1815058* (.0990668)
SAMEPARINDU			.4493649*** (.1380167)	.45089*** (.1387945)
PARTNDEVEL			-.2924796** (.1439163)	-.2730028* (.1452368)
DOMEEEXP		.0038042 (.0070926)		.0045511 (.007159)
NATIONEXP		-.0003059*** (.0001101)		-.0002727** (.0001104)
FIRMCONEXP		-.0843257* (.0496752)		-.0837164* (.0498284)
DELMIN	-.4940172*** (.1033264)	-.4783219*** (.103700)	-.4164141*** (.1050346)	-.4025071*** (.1053968)
SAMEINDU	.0303477 (.0790098)	.0269156 (.0794273)	-.4321668** (.1675869)	-.4380446*** (.16855)
CASH	.3767449*** (.0731788)	.4110607*** (.0742367)	.4043326*** (.0748092)	.4380055*** (.0758903)
STATE	.16682** (.0735703)	.1691863** (.0798029)	.195125*** (.0745268)	.1931805** (.0808261)
ADVISOR	-.1349312*** (.0227036)	-.1297411*** (.0233236)	-.1325134*** (.0226134)	-.1278299*** (.0232284)
INFLA	.030645*** (.0073051)	.0269564*** (.0073895)	.02061*** (.0077061)	.0173879** (.0077786)
상수	-.2141028*** (.0688642)	-.0766822 (.0907444)	-.6303628*** (.1513333)	-.4799296*** (.1664766)
Log likelihood	-863.535	-857.93723	-847.46409	-842.67605
LR chi2	121.38	132.58	153.52	163.10
Prob > chi2	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Number of Obs	1,610	1,610	1,610	1,610

주: 1) * 10%, **5%, ***1% 유의수준
 2) 셀안은 계수, ()안은 표준잔차임.

다음의 <표 5>는 실증 회귀분석 결과를 보여주고 있다. 종속변수가 거래 실패인지 아닌지에 대한 더미변수이기 때문에 프로빗 모형을 통한 분석을 실시했다. 분석은 통제변수만을 포함한 분석과 모든 독립변수들을 포함한 분석으로 나누어 실시했다. 통제변수만을 포함한 분석에서는 인수기업과 인수대상기업의 사업 간 동일성 여부를 나타내는 SAMEINDU 변수만이 유의하지 않게 나왔지만, 여타 모든 변수들은 통계적으로 유의한 결과가 나타났다. 모델 2는 통제변수와 인수기업의 경험관련 변수들을 포함한 분석이고, 모델 3은 통제변수와 거래 참여 파트너 특성을 나타내는 변수들을 포함한 분석이다. 그리고 모델 4는 모든 독립변수들을 포함한 분석 결과를 보여주고 있다.

먼저 인수합병 거래 참여 파트너의 국적 다양성을 나타내는 PARNAT 변수는 유의한 정의 부호를 갖는 것으로 나타나, 국적의 다양성이 높을수록 거래 실패 가능성이 높아지는 것을 알 수 있으며, 이에 따라 가설 1은 지지되었다.

SAMECOUNTRY 변수는 인수합병 거래 참여 기업 중 목표대상 국가에 속한 기업의 수를 나타내는 변수이다. 예로 중국 기업이 한국의 전자업체를 인수하는 경우, 한국의 특정 은행이 인수자로 참여하는 경우가 이에 해당된다. 동 변수는 유의한 부의 부호를 갖는 것으로 나타나, 목표 대상 국가에 속한 기업들이 거래에 참여한 경우 해당 거래의 실패율이 낮은 것을 알 수 있다. 이에 따라 가설 2는 지지되었다. 이를 통해 목표 대상국에 속한 기업의 인수자로 같이 참여함으로써 인수대상 기업에 대한 정보원으로서의 역할 뿐만 아니라 규제기관에 대한 소통 창구의 역할을 하게 되고, 이러한 역할은 해당 거래의 성공적 완료 가능성에 긍정적 역할을 한다고 볼 수 있다.

SAMEPARINDU 변수는 특정 인수합병 거래에 참여한 파트너 기업 중 인수대상 기업이 활동하는 산업에 속한 기업의 수를 나타낸다. 예로 중국기업이 미국의 철강업체를 인수하는 경우 철강업에 속한 기업들이 얼마나 많이 거래 파트너로 참여했는가를 측정했다. 분석 결과, 동 변수는 유의한 정의 부호를 갖는 것으로 나타나, 가설 3은 기각되었다. 즉 목표 대상기업과 동일한 산업에 속한 기업들의 참여는 인수완료 가능성이 부정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 참여 기업들이 해당 산업과 기업에 대해 너무나도 잘 알고 있기 때문에 이해 상충이 발생할 가능성이 높기 때문인 것으로 해석할 수 있을 것이다. 즉 특정 인수 대상 기업에 대해 파트너 참여기업들이 서로 잘 알기 때문에 목표의 상치 가능성이 높으며, 목표 기업에 대한 평가 이해의 차이로 인해 갈등이 발생할 가능성이 높으며, 이는 결국 인수합병 거래 실패로 나타날 가능성이 높다.

PARTNDEVEL 변수는 거래 참여 파트너 기업 중 선진국에 속한 기업의 수를 나타낸다. 분석 결과 동 변수는 유의한 부의 부호를 갖는 것으로 나타나, 선진국 기업이 파트너로 참여할 경우에 중국기업의 국제 인수합병 거래 실패 가능성은 낮아짐을 알 수 있

다. 이에 따라 선진국 기업의 참여와 인수합병 실패 가능성 간 부의 관계를 예상한 가설 4는 지지되었다. 실제로 인수합병 거래 실패율을 분석한 보고에 따르면 미국이나 영국 등과 같은 경우에는 국제 인수합병 성공률이 90% 정도에 달하고 있다. 이에 반해 신흥 개도국의 경우에는 40% 미만의 성공률을 보이고 있다. 미국이나 영국 등과 같은 선진국 기업은 국제 인수합병 역사가 오래되었기 때문에 인수합병 성공을 위한 지식과 경험을 갖고 있다. 이러한 기업들이 거래 파트너로 참여함으로써 그동안 축적된 인수합병 특유적 지식과 경험을 활용할 수 있으며, 이는 결국 거래의 실패 가능성을 낮추게 된다고 볼 수 있다.

DOMEXP 변수는 중국 내 인수합병 경험을 나타내는 변수로, 특정 국제 인수합병 거래 발생 이전에 이루어진 중국 내 선행 인수합병 건수로 측정했다. 가설 5에서는 국내 인수합병 경험이 많을수록 국제 인수합병 거래의 실패 가능성이 낮을 것으로 예상했다. 그러나 분석 결과, 동 변수는 유의하지 않은 것으로 나타나 가설 5는 기각되었다.

한편 NATIONEXP 변수는 국가단위의 경험 효과를 보기 위한 것으로, 특정 국가에 대한 중국기업 전체의 인수합병 경험이 특정 인수합병 거래의 실패에 미치는 영향을 분석했다. 분석 결과, 동 변수는 유의한 부의 부호를 갖는 것으로 나타나 가설 6은 지지되었다. 즉 특정 국가에 대한 중국기업 전체의 인수합병 경험은 특정 기업의 해당국에서의 인수합병 거래 실패율을 낮추는 것으로 나타났다. 이를 통해 특정국에서의 동일국 출신 기업들에 의한 인수합병 경험이 정의 유출 효과를 갖으며, 특정국에서의 인수합병에 대한 지식과 경험이 동일국 기업 간에 활발히 이전될 수 있음을 확인할 수 있었다.

마지막 경험관련 변수는 특정국에서의 기업 자신의 경험 효과에 관한 것이다. 분석 결과, FIRMCONEXP 변수는 유의한 부의 부호를 갖는 것으로 나타나, 가설 7은 지지되었다. 즉 특정국에서 인수합병을 경험한 기업일수록 해당국에서의 후속 인수합병 거래 실패 가능성이 낮음을 알 수 있었다. 이러한 결과는 글로벌 경험보다는 특정 국가에서의 인수합병 경험이 후속 인수합병 발생 가능성에 유의한 정의 영향을 미친다고 분석한 Collins et al.(2009)의 연구를 간접적으로 지지하는 것으로, 후속 인수합병 발생 가능성과 마찬가지로 후속 인수합병의 성사 가능성도 해당 국가에서의 사전 경험에 의해 영향을 받게 된다는 것을 확인할 수 있었다.

다음은 통제변수들의 영향에 관한 분석 결과이다. 먼저 DELMIN은 지분추구를 나타내는 변수로, 소수지분일 경우에는 '1'의 값을, 소수지분 이외의 경우에는 '0'의 값을 부여했다. 선행 연구에 의하면 추구하는 지분의 비율이 높을수록 거래 완료 가능성은 낮다. 인수기업이 추구하는 통제 정도도 거래 성사 가능성에 영향을 미친다. 인수기업이 추구하는 지분율은 잠재적 인수기업이 전략적 목적을 추구하는지 아니면 재무적 이윤을 추구

하는지를 평가하는 잣대가 된다(Haleblian et al., 2006). 추구하는 소유권 비율 정도가 높을수록 전략적 목적 동기가 강하다고 볼 수 있으며, 해당 기업의 고위층이 의사결정권자로 개입하게 된다. 최고 의사결정권자가 개입되었기 때문에 조직구성원들이 열의를 갖고 거래에 임하게 되며 이에 따라 거래의 성사 가능성이 높다고 볼 수 있다(Muehlfeld et al., 2012). 분석 결과, 동 변수는 유의한 부의 부호를 갖는 것으로 나타나 소수지분 추구형 인수합병 거래일수록 거래 실패 가능성이 낮은 것으로 나타났다. 추구하는 지분이 많을수록 인수대상 기업의 저항이 크지만, 추구하는 지분의 비율이 상대적으로 적으면 인수 대상 기업이 우호적 인수로 인식할 가능성이 높으며, 이에 따라 거래 자체의 실패 가능성도 낮아진다고 볼 수 있다.

SAMEINDU 변수는 인수기업의 핵심 사업과 인수대상 기업 사업 간 동일성 여부를 나타내는 변수이다. 인수와 피인수 대상 사업 간 사업 유사성이 높을 경우 사업에 대한 지식과 경험의 성공적 이전 및 적용 가능성이 높기 때문에 거래의 성사 가능성이 높다. 분석 결과, 동 변수는 유의한 부의 부호를 갖는 것으로 나타나, 인수와 인수대상 기업 간 사업 유사성이 높을수록 인수 거래 실패 가능성이 낮음을 확인할 수 있었다. 선행 연구에 따르면 산업의 관련성은 사후 인수합병 성과를 결정하는 주요한 요인이다(Healey et al., 1992). 관련성이 높을수록 보다 나은 성과를 보이며, 이는 정형화된 사실로 받아들여지고 있다(Maqueira et al., 1998; Peltier, 2004). 그러나 인수기업의 핵심 산업과 인수대상 기업의 산업 간 연관성이 높을수록 거래 완료 가능성이 높다. 관련성이 낮을 경우 인수기업은 해당 산업에 대해 잘 모르고, 상호 불일치하는 점이 많음을 파악하게 되면서 거래를 포기하는 경우가 발생한다.

한편 선행 연구에 따르면 국제 인수합병의 성과는 지급방식에 따라 다르게 나타난다(Travlos, 1987). 지급 방식으로는 현금지급, 주식 교환 등이 있다. CASH 변수는 해당 거래의 지급방식으로 현금 방식을 사용했는가 여부를 나타내는 것이다. 분석 결과 동 변수는 유의한 정의 부호를 갖는 것으로 나타나, 현금 지급 방식을 통한 경우에 거래 실패율이 높은 것으로 나타났다.

STATE 변수는 국유기업 유무를 나타내는 변수이다. 중국 기업에 의한 투자는 기업 유형별로 국유기업과 비국유기업에 의한 투자로 구분할 수 있다. 많은 선행 연구에서 중국 국유기업은 비국유기업과는 다른 전략적 동기에 의해 투자를 한다. 실증 분석 결과, 동 변수는 유의한 정의 부호를 갖는 것으로 나타나, 국유기업일수록 인수합병 거래 실패 가능성이 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 많은 국가들이 중국 국유기업에 의한 투자를 붉은 자본에 의한 투자로 인식하기에 인수합병에 대한 심사를 상당히 엄격히 하는 경향이 있으며, 이에 따라 국유기업에 의한 거래의 성사 가능성이 낮음을

반영하는 것이다. 실제로 비국유기업들과 비교할 때 중국 국유기업들은 정부가 소유하고 있는 중요한 전략적 자산에 대한 접근을 할 수 있는 강한 정치적 역량을 갖고 있다 (Warner et al., 2004). 예로 거대 중국은행들은 국유이기 때문에, 국유기업들은 이들 은행을 통해 저리로 자금을 조달할 수 있다. 또한 국유기업들은 중국정부의 제도적 지원을 받기 때문에, 투자 실패에도 별 다른 부담이 없고, 또한 이들은 정부 정책의 실행자 역할을 하기 때문에 정부의 해외시장 개척 정책에 즉각적으로 부응한다(Child and Rodrigues, 2005; Yamakawa et al., 2008). 그러나 인수대상 국가의 입장에서는 중국정부의 지원이나 지지에 힘입어 중국기업들이 자국시장을 잠식할 가능성이 있기 때문에 이들의 투자를 꺼리는 경우가 많다. 본 연구의 결과는 이러한 상황을 간접적으로 확인하는 것이다.

한편 인수합병 거래에 참여하는 조인가 그룹도 거래의 성사 가능성이 큰 영향을 미친다. Jemison and Sitkin(1986)의 연구에 따르면 조인가 그룹이 있을수록 해당 거래의 성공적 완료 가능성이 높아지게 된다. 거래에 참여하는 법률회사나 회계 법인 등의 수로 측정된 ADVISOR 변수는 유의한 부의 부호를 갖는 것으로 나타나, 조인가 그룹이 많이 참여하는 거래일수록 거래 실패 가능성이 낮아짐을 알 수 있다. 마지막 통제변수는 인수대상 기업이 속한 국가의 물가수준을 나타내는 INFLA 변수로 유의한 정의 부호를 갖는 것으로 나타나 물가수준이 상대적으로 높은 국가에서의 인수합병 거래일수록 거래 실패 가능성이 높게 나타남을 확인할 수 있었다.

VI. 결론

1. 결론과 시사점

산업과 기업의 글로벌화가 지속되고 경쟁이 점차 치열해짐에 따라 기업들은 구조조정, 글로벌 시장진입, 생산 비용 절감 등의 목적으로 인수합병을 추진하고 있다. 이러한 이유로 국제 인수합병은 꾸준한 증가세를 지속하고 있으며, 2015년 한해에만 4조 6,000억 달러의 인수합병이 발생하여 사상 최대를 기록할 전망이다. 불과 10여년전 만 하더라도 국제 인수합병은 주로 미국이나 영국, 일본 등과 같은 선진국 기업에 의해 이루어졌지만, 최근에는 개도국 기업에 의한 국제 인수합병이 활발히 이루어지고 있다.

개도국 중에서도 중국기업에 의한 국제 인수합병은 특히 주목할 만하다. 2000년 초

중국 정부의 주출거 정책과 함께 시작된 인수합병은 매년 꾸준한 증가세를 지속하여, 지금은 중국기업들이 주요 인수기업으로 글로벌 시장에서 활동하고 있다. 중국기업에 의한 인수합병은 선진 기술 및 경영관리 기법에 대한 역량 획득, 자국 내 시장에서의 극심한 경쟁 탈피, 천연자원 획득 등의 다양한 동기로 이루어지고 있다. 이러한 중국기업에 의한 국제 인수합병에서 주목할 만한 점은 거래 자체의 실패율이 높다는 점이다. Zephyr DB 자료에 따르면 중국기업에 의한 국제 인수합병 거래 실패율은 48% 정도에 달해, 미국과 영국의 10% 내외의 실패율보다 상당히 높은 수준이다.

그동안 중국기업의 국제 인수합병을 분석한 연구들이 많이 있어 왔다(Rui and Yip, 2008). 그러나 주요 선행 연구들은 국제 인수합병의 성과, 인수 후 통합, 인수 동기 등에 주된 초점을 두고 있다. 일부 연구는 국제 인수합병 자체의 실패에 초점을 두고 있지만, 이들은 주로 인수 후 통합 실패, 저조한 성과 발생 요인 규명 등에 초점을 두고 있다. 이에 반해 중국기업의 국제 인수합병 거래 자체의 실패에 관한 연구는 극히 미비한 실정이다. 물론 일부 연구들은 인수합병 거래 자체의 실패를 규명하고 있지만(Reis et al., 2013), 주로 실패의 원인을 제도적 요인이나 목표 대상 기업의 특성에서 찾고 있다. 이에 반해 본 연구는 국제 인수합병 거래의 실패 원인을 거래 참여 파트너의 특성에서 찾고 있다.

구체적으로 본 연구는 국제 인수합병 거래에 참여하는 중국기업의 경험적 요인과 거래 참여 파트너 기업의 특성이 해당 인수합병 거래 실패에 미치는 영향을 분석하고 있다. 분석 대상 기간은 2000년부터 2015년 11월말까지며, 해당 기간 동안에 중국기업에 의해 이루어진 1,558건의 국제 인수합병에 참여한 1,610개 기업 표본을 분석 대상으로 했다. 종속변수는 인수합병 거래 실패로 중국기업의 국제 인수합병 공시 후 거래 중단이나 철회된 경우에는 '1'의 값을, 그 외에는 '0'의 값을 부여했다. 주요 독립변수로는 거래 참여 파트너 기업의 국적 다양성, 파트너 기업과 목표 대상기업이 속한 국가와 산업의 동일성, 파트너 기업이 선진국 기업에 속하는지 여부, 중국기업의 자국 내 인수합병 경험, 특정 목표대상 국가에서의 인수합병 경험 등이다. 프로빗 모형을 통한 분석 결과, 몇 가지 흥미로운 사실들을 파악할 수 있었다. 먼저 거래에 참여한 파트너기업들의 국적 다양성이 높을수록, 파트너 기업이 목표대상 기업과 동일한 산업에 속한 경우 거래실패 가능성이 높았다. 그러나 선진국 기업이 거래 파트너로 참여한 경우와 목표 대상국가의 기업이 거래 파트너로 참여한 경우에는 거래 실패 가능성이 낮은 것으로 나타났다. 경험 요인의 경우에는 국제 인수합병 실행 이전의 선행 중국내 인수합병 경험은 거래 실패 가능성에 아무런 영향을 미치지 않지만 특정국에서의 중국기업 전체의 선행 인수합병 경험과 특정국에서의 특정기업의 선행 인수합병 경험은 거래 실패 가능성에 부의 영향

을 미치는 것으로 나타났다. 기타 통제변수의 경우에는 추구하는 지분의 비중이 낮을수록, 인수기업과 인수대상 기업이 동일한 산업에 속하는 경우, 거래에 참여하는 조인가 그룹이 많을수록, 거래 실패 가능성은 낮은 것으로 나타났다. 그러나 현금을 통한 지급 방식을 취하는 경우, 중국 국유기업이 인수를 추진하는 경우에는 국제 인수합병 거래 실패 가능성이 높음을 알 수 있었다.

본 연구는 국제 인수합병 거래의 실패를 설명함에 있어 그동안 고려되지 않은 거래참여 파트너의 역할을 규명하고 있다는 점에서 의미를 갖는다. 또한 본 연구는 많은 실무적 시사점을 갖는다. 중국과 마찬가지로 한국의 경우에도 국제 인수합병의 거래 성공률이 높은 것은 아니다. 인수합병 자체가 성공하기 위해서는 해당 거래 자체부터 성공적이어야 한다. 거래 자체가 성공적이기 위해서는 여러 국가의 이질적인 기업들이 거래에 참여하기보다는 국제 인수합병 거래 성공 경험이 많은 선진국 기업을 파트너로 참여시킬 필요가 있으며, 목표 대상 기업이 속한 국가의 기업을 참여시킴으로써 이들을 국가와 목표기업에 대한 정보원으로 활용할 필요가 있다. 또한 국내에서의 인수합병을 통한 경험과 지식 축적도 중요하지만 글로벌 시장에서 필요로 하는 인수합병 특유적 지식과 경험을 축적할 필요가 있다. 무엇보다 국제 인수합병 거래를 성공시키기 위해서는 조인가 그룹의 지식과 경험을 적극 활용할 필요가 있다. 조인가 그룹은 세무 회계 및 법률에 대한 지식을 제공함으로써 성공적으로 거래가 성사될 수 있도록 한다. 기업 내부적으로 이러한 지식을 충분히 보유하고 있는 기업은 그리 많지 않다. 국제 인수합병 거래를 추진하는 기업들이 조인가 그룹의 중요성을 인식하고 충분한 지식과 경험을 보유하고 있는 그룹을 거래에 참여시킨다면 거래의 성사 가능성은 높아질 것이다.

2. 연구의 한계 및 향후 연구과제

한편 본 연구는 몇 가지 한계점을 갖고 있다. 먼저 본 연구는 제조업만을 대상으로 하고 있다는 점이다. 제조업과 비제조업 간에는 인수합병 동기 측면에서 상이한 차이가 있기 때문에 많은 선행 연구에서도 제조업과 비제조업을 별도로 분석하고 있다. 그러나 비제조업 부문도 인수합병 과정상에서 다수의 파트너기업이 참여하고, 전체 국제 인수합병 거래에서 비제조업 부문이 차지하는 비중이 크다는 점에서 비제조업을 포함한 분석을 할 필요가 있다. 두 번째는 인수기업이 추구하는 지분비율에 관한 것으로, 본 연구는 자료의 한계로 인해 추구하는 지분을 더미로 측정했다. 즉 소수지분형 인수합병은 '1'의 값을, 그 외에는 '0'의 값을 부여하는 방식으로 지분 추구를 측정했다. 그러나 연구자들이 인지하듯이 이러한 방식으로는 정확한 측정에 한계가 있을 수 밖에 없다. 보다 정확

한 분석을 위해서는 실제로 인수기업이 획득한 지분비율을 변수로 사용해야 할 것이다.

그리고 인수거래의 성패 여부는 인수기업과 인수대상 기업 간 전략적 적합성에 의해 영향을 받을 가능성이 크다. 선행 연구에 따르면 인수기업과 피인수기업간 적합성이 높을수록 인수 후 성과가 높다. 때문에 인수거래의 성패를 분석함에 있어 인수기업과 대상 기업 CEO의 경영철학이나 기업가 정신의 적합도, 양 기업이 추구하는 목적과 동기의 적합도 등의 영향을 고려해야 하나 자료 확보의 어려움으로 인해 분석치 못했다.

이러한 한계점에도 불구하고 본 연구를 통해 몇 가지 향후 연구 과제를 제시할 수 있다. 첫 번째는 실패학습에 관한 것이다. 조직은 실패나 성공을 통해 학습을 하게 되고, 후속 전략 실행에 학습의 결과를 적용하게 된다. 인수합병에서의 실패는 거래 단계에서의 실패와 인수 자체의 실패로 구분해 볼 수 있다. 거래 단계에만 초점을 둔다면 특정 거래 실패가 후속 인수합병에 어떻게 교정 적용되는지를 분석하는 것은 재미난 주제일 것이다. 예로 대규모 자금이 소요되는 인수합병 거래에 실패한 기업이 후속 인수합병에서도 유사한 수준의 거래 자금이 소요되는 인수합병을 추진할 것인지, 아니면 선행 거래의 실패를 반영해서 대규모 자금이 소요되지 않는 거래를 추진하는지를 살펴볼 필요가 있다. 두 번째는 국내외 인수합병 간 모멘텀 변화 유발 요인을 분석하는 것이다. 조직은 전략적 모멘텀을 가지며, 이러한 모멘텀은 관성을 갖는다. 즉 전략적 모멘텀 관점에서 보면 국내 인수합병을 하는 기업은 지속적으로 국내 인수합병만을 추구하는 성향을 갖고, 해외 인수합병을 실행하는 기업은 해외에서의 인수합병만을 지속하게 된다. 그러나 일정 시점에서는 전략적 모멘텀의 변화를 겪게 될 수 밖에 없다. 즉 어느 시점에서 어떤 요인들에 의해 국내 인수합병 지향 기업들이 해외 인수합병으로 전환하는가를 분석할 필요가 있다.

참고문헌

- Adair, W. L., and Brett, J. M.(2005), "The negotiation dance: time culture, and behavioral sequences in negotiation," *Organization Science*, Vol.16, No.1, pp.33-51.
- Aharoni, Y.(1966), *The foreign investment decision process*, Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Aquila, F., and Sawyer, M.(2013), *Top 10 issues with consortium bids*, LexisNexis® Emerging Issues Analysis.
- Aguilera, R. V., and Dencker, J. C.(2008), *Determinants of Acquisition Completion: A Relational Perspective*, Working Paper, University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Anand, B. N., and Khanna, T.(2000), "Do firms learn to create value? The case of alliances," *Strategic Management Journal*, Vol.21, pp.295-316.
- Andrade, G., and Stafford, E.(2004), "Investigating the economic role of mergers," *Journal of Corporate Finance*, Vol.10, No.1, pp. 1-36.
- Argote, L.(1999), *Organizational Learning: Creating, Retaining and Transferring Knowledge*, Kluwer Academic: Boston, MA.
- Asquith, P.(1983), "Merger bids, uncertainty, and shareholder returns," *Journal of Financial Economics*, Vol.11, pp.51-83.
- Barkema, H. G., Bell, J. H. J., and Pennings, J. M.(1996), "Foreign entry, cultural barriers and learning," *Strategic Management Journal*, Vol.17, pp.151-166.
- Barkema, H. G., and Schijven, M.(2008), "Toward unlocking the full potential of acquisitions: the role of organizational restructuring," *Academy of Management Journal*, Vol.51, No.4, pp.696-722.
- Bates, T., and Lemmon, M.(2003), "Breaking up is hard to do? an analysis of termination fee provisions and merger outcomes," *Journal of Financial Economics*, Vol.69, pp.469-504.
- Beckman, C. M., and Haunschild, P. R.(2002), "Network learning: the effects of partners' heterogeneity of experience on corporate acquisitions," *Administrative Science Quarterly*, Vol.47, No.1, pp.92-124.

- Bertrand, O., and Zitouna, H.(2008), "Domestic versus cross border acquisitions: which impact on the target firms' performance," *Applied Economics*, Vol.40, pp.2221-2238.
- Bjorkman, I., Stahl, G. K., and Vaara, E.(2007), "Cultural differences and capability transfer in cross-border acquisitions: The mediating roles of capability complementarity, absorptive capacity, and social integration," *Journal of International Business Studies*, Vol.38, pp.658-672.
- Boateng, A., Wang, Q., and Yang, T.(2008), "Cross-border M&As by Chinese firms: An analysis of strategic motives and firm value," *Thunderbird International Business Review*, Vol.50, No.4, pp.259-270.
- Bradley, M.(1980), "Interfirm tender offers and the market for corporate control," *Journal of Business*, Vol.53, No.4, pp.345-376.
- Brouthers, K., and Brouthers, L.(2000), "Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences," *Strategic Management Journal*, Vol.21, No.1, pp.89-97.
- Chakrabarti, R., Gupta, M. S., and Jayaraman, N.(2009), "Mars-Venus marriages: Culture and cross-border M&A," *Journal of International Business Studies*, Vol.40, pp.216-236.
- Chakrabarti, A., and Mitchell, W.(2013), "The persistent effect of geographic distance in acquisition target selection," *Organization Science*, Vol.24, pp.1805-1826.
- Chakrabarti, A., and Mitchell, W.(2015), "The role of geographic distance in completing related acquisitions: Evidence from U.S. chemical manufacturers," *Strategic Management Journal*, Article in advance, DOI: 10.1002/smj.2366.
- Chang, S. J.(1995), "International Expansion Strategy of Japanese Firms: Capability Building through Sequential Entry," *Academy of Management Journal*, Vol.38, No.2, pp.383-407.
- Child, J., and Rodrigues, S. B.(2005), "The internationalization of Chinese firms: A case for theoretical extension?" *Management and Organization Review*, Vol.1, No.1, pp.381-418.
- 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, pp.1329-1334.

- Cyert, R. M., and March, J. G.(1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall: Englewood Cliffs, NJ.
- Datta, D. K., and Puia, G.(1995), "Cross-border acquisitions: An examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in US acquiring firms," *Management International Review*, Vol.35, pp.337-359.
- Dawar, N., and Frost, T.(1999), "Competing with giants: Survival strategies for local companies in emerging markets," *Harvard Business Review*, Vol.77, No.2, pp.119-132.
- Delios, A., and Henisz, W. J.(2003), "Political hazards, experience, and sequential entry strategies: The international expansion of Japanese firms, 1980-1998," *Strategic Management Journal*, Vol.24, pp.1153-1164.
- Deng, P.(2009), "Why do Chinese firms tend to acquire strategic assets in international expansion?," *Journal of World Business*, Vol.44, No.1, pp.74-84.
- Denis, D. J., Denis, D. K., and Yost, K.(2002), "Global diversification, industrial diversification, and firm value," *Journal of Finance*, Vol.57, pp.1951-1979.
- Denrell, J.(2003), "Vicarious learning, undersampling of failure, and the myths of management," *Organization Science*, Vol.14, No.3, pp.227-243.
- Dikova, D., Sahib, P. R., and Van Witteloostuijn, A.(2009), "Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981-2001," *Journal of International Business Studies*, Vol.41, pp.223-245.
- Dikova, D., and Witteloostuijn, A.(2007), "Foreign direct investment mode choice: Entry and establishment modes in transition economies," *Journal of International Business Studies*, Vol.38, No.6, pp.1013-1033.
- DiMaggio, P. J., and Powell, W. W.(1983), "The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields," *American Sociological Review*, Vol. 48, pp. 147-160.
- Fang, T., Fridh, C., and Schultzberg, S.(2004), "Why did the Telia-Telenor merger fail?," *International Business Review*, Vol.13, No.5, pp.573-594.
- Finkelstein, S., and Haleblan, J.(2002), "Understanding acquisition performance: The role of transfer effects," *Organization Science*, Vol. 13, pp. 36-47.
- Guille'n, M. F.(2003), "Experience, imitation, and the sequence of foreign entry:

- Wholly owned and joint venture manufacturing by South Korean firms and business groups in China, 1987-1995," *Journal of International Business Studies*, Vol. 34, pp.185-198.
- 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.
- Haleblian, J., Kim, J. Y., and Rajagopalan, N.(2006), "The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: evidence from the U.S. commercial banking industry," *Academy of Management Journal*, Vol.49, pp.357-370.
- Hanemann, T., and Gao, C.(2015), *China's global outbound M&A in 2015*, Rhodium Group.
- Haspeslagh, P., and Jemison, D.(1991), *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*, New York: Free Press.
- Haunschild, P. R.(1994), "How much is that company worth? Interorganizational relationships, uncertainty, and acquisition premiums," *Administrative Science Quarterly*, Vol.39, No.3, pp.391-411.
- Hayward, M. L.(2002), "When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990-1995," *Strategic Management Journal*, Vol.23, No.1, pp.21-29.
- Hayward, M. L. A., and Hambrick, D. C.(1997), "Explaining the premium paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris," *Administrative Science Quarterly*, Vol.42, No.1, pp.103-127.
- Healy P., Palepu K., and Ruback R.(1992), "Does corporate performance improve after mergers?," *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, pp. 135-175.
- Hennart, J. F.(1988), "A Transaction Cost Theory of Joint Ventures," *Strategic Management Journal*, Vol.9, No.4, pp.361-374.
- Hitt, M. A., Ahlstrom, D., Dacin, M. T., Levitas, E., and Svobodina, L.(2004), "The institutional effects on strategic alliance partner selection in transition economies: China vs. Russia," *Organization Science*, Vol.15, pp.173-185.
- Hitt, M. A., Harrison, J. S, and Ireland, R. D.(2001), *Mergers and acquisitions: a guide to creating value for stakeholders*, New York, NY: Oxford University

Press.

- Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., and Ireland, R. D.(1990), "Mergers and acquisitions and managerial commitment to innovation in M-form firms," *Strategic Management Journal*, Vol.11, pp.29-47.
- Hymer, S.(1976), *The international operations of national firms: A study of direct foreign investment*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Jansen, K. J.(2004), "From persistence to pursuit: a longitudinal examination of momentum during the stages of strategic change," *Organization Science*, Vol.15, pp.276-294.
- Jemison, D. B., and Sitkin, S. B.(1986), "Corporate Acquisitions: A Process Perspective," *Academy of Management Review*, Vol.11, No.1, pp.145-163.
- Jeon, J. Q., and Ligon, J. A.(2011), "How much is reasonable? The size of termination fees in mergers and acquisitions," *Journal of Corporate Finance*, Vol.17, pp.959-981.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., and Covin, J. G.(2004), "Meta analyses of post-acquisition performance: indicators of unidentified moderators," *Strategic Management Journal*, Vol.25, No.2, pp.187-200.
- Kogut, B., and Singh, H.(1988), "The effect of national culture on the choice of entry mode," *Journal of International Business Studies*, Vol.19, No.3, pp.411-432.
- Kostova, T., and Zaheer, S.(1999), "Organizational legitimacy under conditions of complexity: the case of the multi-national enterprise," *Academy of Management Review*, Vol.24, pp.64-81.
- Kroll, M., Wright, P., Toombs, L., and Leavell, H.(1997), "Form of control: A critical determinant of acquisition performance and CEO rewards," *Strategic Management Journal*, Vol.18, No.2, pp.85-96.
- Larsson, R., and Finkelstein, S.(1999), "Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: a case survey realization," *Organization Science*, Vol.10, No.1, pp.1-26.
- Levitt, B., and March, J. G.(1988), "Organizational learning," *Annual Review of Sociology*, Vol.14, pp.319-340.
- Luo, Y. Z.(2005), "Do Insiders Learn from Outsiders? Evidence from Mergers and

- Acquisitions,” *Journal of Finance*, Vol.60, No.4, pp.1951-1982.
- Malhotra, S.(2011), “A comparative analysis of the role of national culture on foreign market acquisitions by U.S. firms and firms from emerging countries,” *Journal of Business Research*, Vol.64, pp.714-722.
- Maquieira, C. P., Megginson, W., and Nail, L.(1998), “Wealth creation versus wealth redistribution in pure stock-for-stock mergers,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 3-33.
- March, J. G.(1991), “Exploration and exploitation in organizational learning,” *Organization Science*, Vol.2, pp.71-87.
- Muehlfeld, K., Sahib P. R., and Witteloostuijn, V.(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, 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.
- Officer, M. S.(2003), “Termination fees in mergers and acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, Vol.69, pp.431-467.
- Peltier, S.(2004), “Mergers and acquisitions in the media industries: Were failures really unforeseeable?,” *Journal of Media Economics*, Vol. 17, pp. 261-278.
- Powers, D. A., and Xie, Y.(2008), *Statistical Methods for Categorical Data Analysis*, Bingley, UK: Emerald.
- Rajan, H. C.(2010), “Double-layered Acculturation in Cross-Border Mergers & Acquisitions: Examining the Role of National Culture,” Paper presented at The 11th International Conference on *HRD Research and Practice Across Europe*, George Washington University.
- 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>.
- Rui, H. C., and Yip, G. S.(2008), “Foreign acquisitions by Chinese firms: A strategic intent perspective,” *Journal of World Business*, Vol.43, pp.213-226.
- Schmidt, B. B.(2010), *The Dynamics of M&A Strategy: Mastering the Outbound M&A*

- Wave of Chinese Banks*, Peter Lang GmbH: Internationaler Verlag der Wissenschaften.
- Schmidt, D. R., and Fowler, K. L.(1990), "Post-acquisition financial performance and executive compensation," *Strategic Management Journal*, Vol.11, No.7, pp.559-569.
- Serdar, D. I., and Erel, I.(2013), "Economic nationalism in mergers and acquisitions," *Journal of Finance*, Vol.68, No.6, pp.2471-2514.
- Shi, W., and Prescott, J. E.(2011), "Sequence patterns of firms' acquisition and alliance behaviour and their performance implications," *Journal of Management Studies*, Vol.48, No.5, pp.1044-1070.
- Spender, J. C.(1987), *Industry Recipes: An Enquiry in the Nature and Sources of Managerial Judgment*, Blackwell: Oxford, UK.
- Travlos, N. G.(1987), "Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns," *Journal of Finance*, Vol.42, pp.943-963.
- 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 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.
- Viegas-Pires, M.(2013), "Multiple levels of culture and post M&A integration: A suggested theoretical framework," *Thunderbird International Business Review*, Vol.55, pp.357-370.
- Wan, K. M., and Wong, K. F.(2009), "Economic impact of political barriers to cross border acquisitions: an empirical study of CNOOC's unsuccessful takeover of Unocal," *Journal of Corporate Finance*, Vol.15, No.4, pp.447-468.
- Warner, M., Hong, N. S., and Xu, X.(2004), "Late development experience and the evolution of transnational firms in the People's Republic of China," *Asia Pacific Business Review*, Vol.10, No.3, pp.324-345.
- Weber, Y.(1996), "Corporate cultural fit and performance in mergers and acquisitions," *Human Relations*, Vol.49, No.9, pp.1181-1203.
- Wong, P., and O'Sullivan, N.(2001), "The determinants and consequences of abandoned takeovers," *Journal of Economic Surveys*, Vol.15, No.2, pp.145-186.

- Yamakawa, Y., Peng, M. W., and Deeds, D. L.(2008), "What drives new ventures to internationalize from emerging economies?," *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.32, No.1, pp.59-82.
- Zaheer, S.(1995), "Overcoming the liability of foreignness," *Academy of Management Journal*, Vol.38, pp.341-363.
- Zephyr(2014), *Zephyr annual report*, Bureau Van Dijk.
- Zollo, M.(2009), "Superstitious learning with rare strategic decisions: theory and evidence from corporate acquisitions," *Organization Science*, Vol.20, No.5, pp.894-908.
- 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 U.S. bank mergers," *Strategic Management Journal*, Vol. 25, No.13, pp.1233-1256.

Learning through Partnerships: Acquirer Firm's Experiences, Deal Partner's Characteristics and the Failure of Cross Border M&A

Byoung-Sop Han
Eun-Kyoung Park

Abstract

This study investigates the effects of M&A experience of Chinese firms and characteristics of deal partners in cross border M&A deal failures. 1,610 firms that participated in 1,558 cross border M&As from 2000 to November 2015 are used as samples. The dependent variable is the M&A transaction failures, which were cases of deal pending or withdrawal of Chinese firms. Major independent variables are the nationality diversity of transaction partner firm, the partner firm belonging to a developed country, domestic M&A experience of the Chinese firms, M&A experience in a particular target country, etc. After conducting a probit model analysis, we find that deal partner firm's nationality diversity increases the failure rate of M&A. While prior domestic M&A experience in China has no influence on deal failure, prior M&A experience of Chinese and focal firms in a particular country have a negative effect on the probability of deal failure. This study has academic implication on figuring out why firms are likely to fail in the process of strategic activities based on the inter-organizational learning through partnerships perspective.

(Key Words) Partnership, Cross Border M&A, Chinese Firm, Experience, Deal Failure