

개도국 기업의 국제인수합병에 관한 실증연구: 중국기업을 대상으로*

노태우 | 순천향대학교 국제통상학과 조교수

전 세계에 걸쳐 개도국의 해외 시장 투자는 급속도로 증가하고 있다. 중국의 해외투자 방식은 다양하게 일어나고 있으며 여러 산업에 걸쳐 동시다발적으로 그 수치가 증가하고 있다. 중국을 포함한 개발도상국에서 선진국으로 투자하는 행태는 전통적인 OLI 패러다임으로 쉽게 설명하기 힘들며 그 이유를 파악하는데 새로운 시도가 필요하다. 본 연구는 이에 대해 개도국 인수기업의 충분한 인수합병의 경험과 피인수 기업의 국적이 해외 인수합병을 유발한다는 것을 주장하고자 한다. 또한, 개도국 기업의 해외인수합병의 핵심 목적이 단순히 기업의 다각화와 같은 사업 확장과 같은 기존의 흐름과 달리 시너지와 지식흡수를 위한 학습이 목적임을 검증하고자 한다. 본 연구의 가설을 검증하기 위해 중국에 위치하고 있는 다국적 기업을 대상으로 조사하였으며 2002년 중국이 WTO에 가입한 이후 발생한 모든 69,536건의 IMA 중 7,783건의 완결된 계약(completed transactions)이 조사대상으로 선정되었다. 추출된 IMA 498건의 계약 중, 정보가 유효한 206건의 표본을 통해 가설을 검증하였다. 검증결과, 개도국 인수기업의 인수경험이 많을수록 그리고 피인수 기업의 국적이 OECD에 포함될수록 이종사업간 M&A 및 하이테크 사업에 대한 M&A가 일어날 가능성이 높은 것으로 나타났다.

주제어: 국제인수합병, 인수합병 경험, OECD 진출, 불균형 이론, 중국 다국적 기업

* 본 연구는 순천향대학교 학술연구비 지원으로 수행하였음.

I. 서론

전 세계에 걸쳐 신흥국 마켓의 해외 시장 투자는 급속도로 증가하고 있다. 특히, 2015년을 기준으로 중국기업의 해외 인수합병은 약 593건으로 집계되며, 거래금액은 401억 달러로 추산되고 있다. PwC가 최근 발표한 중국기업 인수합병 보고서에 따르면, 2015년 중국기업의 해외 인수합병 건수는 40%, 금액은 21% 증가해 사상 최대치를 기록한 것으로 나타났다(PwC, 2016). 중국의 해외투자는 다양하게 일어나고 있으며 여러 산업에 걸쳐 동시다발적으로 그 수치가 증가하고 있다. 이는 개발 국가에서 저개발국가 혹은 성장국가에 투자하는 방식이 아니라 신흥국 마켓의 국가가 개발국가로 투자하는 방식이므로 전통적인 FDI(해외직접투자, foreign direct investment)에서 발견한 패턴과는 반대라고 볼 수 있다. OLI 패러다임이나 일반적인 국제화 이론에서는 보기 힘들었던 이러한 현상은 신흥국 마켓의 기업들이 최근 들어 개발 국가의 투자를 통해 얻고자 하는 것이 변화했다고 볼 수 있으며, 중국기업들이 이런 트렌드를 대표하고 있다고 볼 수 있다(Keister, 1998).

중국과 같은 신흥국 국가에 위치한 다국적 기업의 선진국에 대한 상당한 FDI 추세에도 불구하고 이러한 현상을 이해하는 데 도움이 되는 국제경영이론은 많지 않다. 특히, 초기 중국의 해외직접투자는 신설투자(Green-field)가 주를 이루었으나 최근 투자효과가 빠르고 시장과 기술을 획득할 수 있는 M&A(merger and acquisition) 방식이 증가하고 있다(Anderson and Sutherland, 2015; Liu and Zou, 2008). 그동안 국유기업을 중심으로 이루어졌던 해외직접투자가 민간기업 주도로 투자가 변화하면서 빠른 증가를 하고 있으며, 지역별로는 아시아에 대한 투자와 더불어 미국이나 유럽 등에 대한 IMA(international M&A)가 급증하고 있다(Alon et al., 2014).

기존의 국제경영 연구에서 제시하고 있는 다양한 이론 중, 이와 같이 신흥국 시장에서 선진국가로 투자가 일어나는 현상을 이해하는 데 있어서 도움을 주는 부분은 몇몇 존재하나, 그 목적과 방법에 대해서는 아직 연구가 부족할

실정이다(He et al., 2017). 따라서 본 연구는 중국 기업에 의한 해외 시장 투자에 있어서 직접투자 방식은 IMA를 중심으로 투자가 일어나고 있는 현상에 주목하고 해외시장 진출의 목적이 시너지 창출과 지식흡수라는 점을 밝히고자 한다.

본 연구는 다음과 같은 흐름을 갖는다. 첫 번째에서는 중국의 M&A와 관련한 기존문헌에 관해 검토한다. 두 번째에서는 이종산업 간의 M&A를 통한 시너지 효과 및 첨단기술 산업인수를 통한 지식학습에 관해 설명하고 가설을 제시한다. 세 번째에서는 연구에 사용하게 되는 중국의 다국적 기업에 관한 표본을 설명하고 각 변수의 측정방식을 제시한다. 본 연구에 이용된 데이터는 주로 Zephyr database이며 다음의 조건을 만족하는 206개의 표본을 추출했다. (1) 인수기업(acquirer)은 중국 기업, (2) 인수상태(deal state)가 완전히 완료(completed)인 상태, (3) 표본추출 기간(time period)은 중국이 세계 경제에 참여를 시작했다고 볼 수 있는 WTO 가입인 2002년 이후, (4) 거래 종류(deal type)는 지분인수(acquisition), (5) 거래의 범위(deal boundary)는 국외(cross-border)로 일어난 경우이다. 네 번째에서는 실증의 결과를 다섯 번째에서는 결과와 토의를 제시하고자 한다.

II. 연구배경

1. 중국기업의 국제화

지난 20년 동안 중국에서 FDI 유입(flow)의 대부분을 지배해온 외국의 인수 활동은 최근 몇 년 동안 급격히 증가했다. 1980년대 후반에 다소 천천히 시작된 중국의 FDI는 외국인 투자자들에게 있어서 중국 시장에 진출하는 가장 실용적인 도구로 제공되었다. UNCTAD에 따르면 92년 이후로 중국에 유입되는 FDI(inflow)는 급격하게 증가하였고 중국에서 반출된 FDI(outflow FDI)는 2002년 이후 증가한 것을 확인할 수 있으며 중국으로의 FDI 유입에

있어 M&A가 상대적으로 큰 역할을 했으며 총 평균 4.85%를 차지했다고 설명하고 있다(UNCTAD, 2015).

중국이 세계 무역기구(WTO) 가입을 통해 종전에 보호하던 산업 분야를 외국인 투자에 개방했으며, 투자하려는 외국 기업에 대해 이전에 부과된 운영 제한을 점차 해제하였다. 그뿐만 아니라, 국유기업(SOE, state-owned enterprises)의 구조 조정 개혁은 외국 기업들이 민영화 과정에 참여할 수 있는 기회를 제공했다. 이와 같은 자본 시장이 발전으로 인해 중국 내수 시장에만 집중하던 많은 국내 기업들이 해외 시장 개척을 위해 다양한 방법을 모색하였으며, 초기에는 직간접 수출을 이용하였다. 하지만, 외국 시장에서 발생하는 경쟁에서 어려움을 겪은 많은 중국 기업들은 효율화된 자본과 정부의 지원정책 속에서 급격한 다국적 기업으로써 진화하게 되었다. 중국 기업들은 많은 경우 1990년대 후반 합작 투자(joint venture)로 중국 시장에 진출한 외국계 기업과의 협업을 겪으면서 다국적 시장에서의 접근을 어느 정도 체험하였고 단기적으로 해외시장에 진출하기 위해서는 IMA가 도움이 될 수 있을 것으로 여기게 된다(Park and Ghauri, 2011).

2. 불균형 이론(Imbalance theory)

해외직접투자를 설명하는 이론들이 근거하는 것은 주로 OLI 패러다임적인 요소가 가장 먼저 주를 이루었다. 시장에서 살아남기 위해 끊임없이 경쟁 우위를 확보해야 하며 국내외적으로 이러한 도전은 지속되고 있다(Park, 2012). 특히 해외 시장에서는 잠재적인 외국기업에 대한 불이익(외국인 비용, cost of foreignness)이 존재하기 때문에 국내시장보다는 더욱 강한 경쟁 우위가 있어야만 한다(Hymer, 1976). 이후의 해외직접투자 논의는 경쟁이 벌어지게 되는 장소에 있어서 투자대상국이 가지게 되는 다양한 지리적인 이점을 통해 설명한다. 투자대상국이 투자기업에게 수직적으로 통합할 수 있는 원자재, 저임금 노동력, 보호시장의 분열 등과 같은 혜택이 주어진다면 투자기업은 직접투자를 감행한다는 것이다(Buckley, 1985). 기업이 해외직접투자

를 선택하는 이유 중 마지막은 내부화에 대한 강한 동기다. 기업은 성장을 위해서 내수 시장에서 수직적 통합을 통한 내부화와 다각화를 사이에 두고 고민하게 된다. 다만, 외국에서의 경쟁이 예상치 못한 다양한 비용이 발생한다면 오히려 경쟁기업을 내부화하여 조정비용을 내부화하는 것이 바람직할 수 있다(Brouthers, 2002). 위와 같은 OLI 패러다임의 가정은 어느 정도 기업이 경쟁력을 갖추고 있다는 전제 혹은 그러한 환경이 이미 조성된 상황을 전제하고 있다. 국제경영 분야에서 전통적인 시각이라 볼 수 있는 남북교역, 흔히 말하는 선진국에서 개발도상국으로 투자하게 된다는 점을 가정한다는 것이다.

불균형 이론은 전통적인 관점에서 주장되어 온 해외직접투자가 발생하게 되는 근본적인 동기(motivation)를 방법(how)의 관점이 아닌 개도국 기업들이 그렇게 불균형적으로 투자할 수밖에 없는 상황을 설명하고 있다. 특정 기업이 자국 시장에서 효과적으로 전략적 자산을 구축할 수 없다면 경쟁력이 있든 없든 해외로 진출한 뒤에 해외 시장에서 경쟁력을 먼저 구축할 수도 있다는 것이다. 예컨대, 과거 혼다 자동차의 경우에는 자국 시장에서 도요타보다 경쟁력이 없음에도 불구하고 해외에 진출해 경쟁력을 먼저 구축해 다른 경쟁자들과는 성장의 패턴을 다르게 한 것이다. 이러한 해외직접투자의 불균형 해소 노력은 한국을 비롯한 수많은 아시아계 기업들이 유럽이나 미국 등으로 진출한 것이 시발점이라 할 수 있다. 전통적인 OLI 이론에서는 국내 시장을 중심으로 독점적 우위가 있는 경우, 특정 해외 시장이 낮은 임금 혹은 생산에 핵심이 되는 천연자원을 가진 경우, 해외 시장과의 기업 간 거래 비용이 높아 이를 내부화해야 하는 경우 등과 같이 충분조건을 강조하고 있다. 하지만, 불균형 이론은 위와 같은 충분조건이 아닌 기업이 경쟁력에서 뒤처진 상황에서 균형적인 경쟁력을 갖추고자 한다면 얼마든지 선진국으로 진출하는 것이 가능한 필요조건으로 제시하고 있다(Moon and Roehl, 2001).

문휘창(2002)은 이처럼 전통적인 관점에서 논의되어 온 해외직접투자를 규명하면서 요소시장에서의 효율적 자원과 능력을 갖출 수 있는 자원준거관점을 도입해 불균형 이론을 제안한 것이다. 해외직접투자에 있어서 개도국에 위치한 다국적 기업은 선진국에 위치한 기업보다 요소시장이 상대적으로 불

완전할 뿐 아니라 자원과 역량을 축적하기에도 너무 오랜 기간이 걸리게 된다. 이러한 불균형적인 해외직접투자는 IMA 방식으로 1980년대에서부터 1990년대까지는 종종 일어났지만, 2000년대에 들어오면서 중국 기업을 중심으로 급격히 그 빈도가 증가하게 된다. IMA는 개발도상국 입장에서 단시간에 선진국에 진출하여 시장에 대한 접근성을 높이면서 동시에 소비자에게 대한 인지도를 쌓는다는 장점이 있다고 확인되어 왔다(Ramamurti, 2009). 이 뿐만 아니라 다국적 기업으로써 새로운 네트워크를 통해 현지국에 위치한 다른 기업과 더불어 주변 국가들에 산재해 있는 다국적 기업들과 쉽게 교류를 맺을 수도 있게 되었다. 다국적 기업으로써 성장하기 위해서 다른 기업과 경쟁을 하기도 하지만 그 경쟁 속에서 벤치마킹을 통해 끊임없는 학습을 하는 것이 지속가능성을 높인다고 주장되어 왔다(Zaheer, 1995).

이에 따라 중국 다국적 기업의 선진국 진출은 해외직접투자 방식 중에서 적극적이면서 빠른 방식인 IMA를 선택하는 것이 자연스럽게 여겨지게 되었다. IMA를 통해 인수한 기업이 축적한 기술과 지식을 흡수하여 빠른 속도로 기술 격차를 줄여 글로벌 시장에서 경쟁력을 확보하는 것이 그 목표라고 볼 수 있다.

1) 이종산업에 대한 M&A

기본적으로 학습은 이종산업에 종사하는 기업이 축적한 지식으로부터 얻는 것이 바람직할 수 있다. 물론 그러한 학습에 몰입했을 때에는 오히려 myopia of learning이 발생하여 기업의 학습에 방해가 될 수도 있지만 (Cohen and Levinthal, 1990). Hagedoorn(1993)는 기술 지식은 조직의 혁신성과 역 U자형태(Inverted-U shape)의 관계를 가진다고 주장한다. 관련 기술 집약에 의한 비효율성을 낮추고 새로운 혁신을 창출하기 위해서는 이종산업간 혹은 이종 섹터(sector) 간 학습이 근시안 학습(myopia learning)을 막을 수 있다는 것이다. 해외 기업인수의 경우에도 마찬가지로 새로운 환경 변화와 기술변화에 따라 이종산업 간 M&A는 기업의 학습에 새로운 동기를 유발할 것으로 기대된다.

이종산업 간 M&A은 기업이 진화하는 데 있어서 중요하지만 연구가 많이

진행되지 않고 있다. Enkel and Gassmann(2010)이 제시하고 있듯이 cross-industry 간 M&A에서 하는 원거리 지식(distant knowledge)의 결합은 혁신의 새로운 원천이 된다. Stieglitz(2003)는 산업의 융합이야말로 기존의 공공 기술이 새로운 산업 혁명에 응용될 수 있는 유일한 방법이며 산업의 또 다른 다양성을 발견할 수 있다고 한다. 이종산업 간 M&A는 R&D spillover 효과가 더 크게 나타날 것이며, 기술적 융합을 통해 또 다른 학습이 발생하여 기존의 지식체계를 강화하는 역할을 할 것으로 기대된다. Hann(2014)는 이종산업간 융합의 예로 AT&T와 McCaw를 보여주고 있다. AT&T는 기존 유선 전화의 강자였지만 McCaw와 같이 무선전화 기술을 가진 새로운 기업이 나타났을 때 이를 적극적으로 인수하여 유무선 네트워크 시장을 열었다.

이런 측면에서 다국적 기업의 이종산업에 대한 IMA는 새로운 학습에 대한 의지가 높을 것으로 기대 된다. Liu and Zou(2008)은 중국의 기술기업을 대상으로 과연 FDI spill-over 효과가 이종산업의 생산성에 어떻게 영향을 미치는가를 살펴보았다. 해당 연구는 중국 내 기업 간 M&A를 대상으로 하였지만 이종산업간 M&A 성과가 긍정적으로 나타난 것을 확인하였으며 특히 R&D의 형성에 큰 도움을 준 것으로 확인하였다. 신흥국 시장을 대표하는 중국과 같은 국가의 다국적 기업들의 학습에 대한 동기는 국내를 넘어 국제간 M&A도 활발히 일어나고 있으며 OECD 국가들 사이에서 발생하는 M&A에서도 target country의 특성에 따라 그 효과가 다르게 나타날 수도 있다는 것이 증명되기도 했다(Bertrand and Zuniga, 2006). 위의 내용을 종합해보면, 중국 다국적 기업들은 새로운 기술의 습득과 spill-over 학습의 목적을 위해 개발국가에 투자하는 동기가 강하며 이를 위해서 inter-industry M&A를 시도할 가능성이 크다는 것이다.

가설 1: 개도국 국가에 위치한 다국적 기업은 인수합병(M&A) 경험이 많을수록, 이종산업에 대한 M&A 방식을 선호할 것이다.

가설 2: 개도국 국가에 위치한 다국적 기업은 피인수대상 기업이 선진국에 위치할수록, 이종산업에 대한 M&A 방식을 선호할 것이다.

2) 첨단기술산업에 대한 M&A

기술 습득 자체에 대한 해외직접 투자는 다국적 기업에 관한 연구 발전에 광범위하게 기여하고 있다. 해외 시장에서 첨단 기술 기업으로 분류된 기업은 기술집약적 투자의 오랜 역사 때문에 다른 제조업 및 서비스 부문보다 높은 지식 축적 수준을 가진 것으로 고려된다. 다국적 기업의 투자 동인 중 기술 집약적인 투자 경향은 과거 외국인 직접 투자 이론(OLI)에서 논의된 것처럼 다양한 각도에서 밝혀졌다(Park, 2010). 신흥 국가의 기술력이 떨어지는 다국적 기업의 선진국에 대한 해외직접투자는 학습을 위한 상위투자(upward investment)로 이해될 수 있지만 기술적으로 우월한 국가에 위치한 회사의 해외 직접 투자가 개도국 국가로 향한다면 일반적인 하향 또는 중개 투자(downward investment)로 간주 될 수 있다(문휘창, 2002).

본 연구는 기술적으로 뒤쳐진 개도국의 다국적 기업의 목적이 학습이기 때문에 선진국에 투자하는 경향이 있다는 사실을 강조하고자 한다. 다국적 기업의 해외 직접 투자에 대한 많은 동기 중 학습을 통해 얻는 성취는 독점적인 이점, 위치 및 내면화로 쉽게 학습할 수 없다. IMA는 기업에 상당한 비용을 초래할 수 있다. 이러한 비용은 문화적 또는 지리적인 거리, 회사 간 문화 또는 회사의 기술 이전으로 인해 발생할 수 있다. 이러한 다양한 비용을 극복할 수 있는 강력한 동인이 없으면 IMA가 쉽게 발생하지 않는다(Moon and Roehl, 2001).

저개발국이나 신흥 경제 국가의 다국적 기업은 선진국의 기업보다 경쟁 우위를 달성하는 데 더 오래 걸릴 수 있으며 비슷한 경쟁 상황에 있는 국내 시장 또는 경쟁 시장에서의 경쟁이 기술적 경쟁 우위를 달성하는 데 방해가 될 수 있다. 특히, IMA 가운데 기술 산업에 대한 투자는 기술적으로 급속도로 발전하는 선진국에 투자하고 뒤쳐질 수 있는 경쟁의 속도에 기여함으로써 단기간에 시장에 대해 알 수 있도록 도와준다. 이러한 학습의 원동력으로서 중국과 같은 신흥 국가의 다국적 기업은 선진국에 위치한 기술 기업에 대한 직접 투자를 지속적해서 고려할 것이다(Mudambi and Navarra, 2004). 위의 결과를 바탕으로 본 연구는 다음과 같은 가설을 제시한다.

가설 3: 개도국 국가에 위치한 다국적 기업은 인수합병(M&A) 경험이 많을수록, 첨단산업에 대한 M&A 방식을 선호할 것이다.

가설 4: 개도국 국가에 위치한 다국적 기업은 피인수대상 기업이 선진국에 위치할수록, 첨단산업에 대한 M&A 방식을 선호할 것이다.

III. 방법론

1. 표본

본 연구는 신흥 시장에서 선진국으로의 해외직접투자라는 맥락에서 위에서 언급한 가설을 검증한다. 국제경영에서 중국 다국적 기업에 의해 시작된 선진국에 대한 이러한 상향 외국 직접 투자(upward investment)는 신흥 시장의 기업이 새로운 학습 방식을 찾는 경향이 있는 추세에서 비롯됩니다. 신흥 시장에서 이들 기업에 대한 다양한 동기가 있지만, 우리는 중국 다국적 기업이 선진국에 투자함으로써 학습에 대한 강한 동기부여를 갖고 있음을 강조하고자 한다.

본 연구에 사용된 표본은 상하이 증권 거래소에 상장된 모든 회사에 초점을 맞추고 있다. 이들 회사는 Zephyr에서 재무 및 거래 구조 데이터를 보유하고 있기 때문이며, Zephyr가 제공한 다양한 데이터 중에서 이 연구의 초점은 대상 국가 및 대상 회사에 대한 정보이다. 특히, 대상 기업이 속한 산업의 정보가 가장 중요하다. 본 연구의 가설은 대상 기업의 특성을 통해 검증될 수 있으며 산업 간 M&A 및 첨단 산업 M&A를 판단할 근거를 제공하기 때문이다.

2002년 중국이 시장 경제에 합류한 이래로, Zephyr는 세계 시장에서 중국은 69,536개 인수를 했으며 완료된 M&A 거래 건수는 7,783건이다. 불완전한 M&A 거래의 나머지 부분은 무승부 또는 정지를 수반하는 거래의 경우이다. 완료된 모든 거래 중에서 국경 간 표본 수는 100% 소유권 획득으로

498건으로 결정되었다. 마지막으로, 각각의 498개의 피인수 기업과 인수기업의 정보가 접근 가능한지를 결정하고 결정한 후에 총 206개의 표본이 최종적으로 선택되었다.

2. 종속변수

이종산업 간 M&A 및 첨단산업 M&A를 통해 M&A 경험을 나누었다. 기업인수 취득자와 피인수기업 모두 동일한 산업 내에서 발생했음을 의미하는 동일한 SIC 코드의 첫 번째 숫자가 다른 경우 산업 간 M&A는 1을, 그렇지 않은 경우 0을 입력했다. 첨단산업 최초의 3자리 SIC 코드가 첨단 기술 산업으로 분류된 경우 M&A는 1로 입력되었다. 이외에도, 산업 간 M&A에 대한 연구는 주로 기업의 다변화에서 찾을 수 있다. 주로 SIC 코드를 사용하여 회사의 이질성을 처리하며 4자리 숫자가 모두 다르다. 산업 간 M&A가 국내 시장에서 이루어지는 경우, 주로 사업의 범위 확장이라고 볼 수 있다. 반면 OECD, 해외 시장 등 선진국의 이종 산업 간 M&A는 국내 시장과 다르다. 일부 연구에서 보여주듯이, 우리의 분석은 또한 학습에 의해 동기 부여된 M&A를 분류하고자 한다. 인수 기업이 속한 산업의 SIC 코드가 첨단산업이라면 장기적으로 인수 기업이 축적한 다양한 지식과 학습 결과를 인수 기업의 목적으로 하는 것이 분명하다(Liu and Zou, 2008). 이 연구에서 정의된 하이테크 산업은 SIC 코드의 처음 3자리가 283, 357, 366, 367, 382, 384, 481, 482, 489, 737 및 873를 포함하는 것으로 설정하였다(Kile and Phillips, 2009).

3. 독립변수

본 분석은 인수기업의 IMA 진출 이전에 경험한 인수합병 경험과 선진국에 진입할지에 대한 회사의 결정에 초점을 맞추고 있다. 중국 기업이 본 표

본 추출 기간에 경험한 인수합병 경험의 수를 측정하였다. 인수과정은 기업이 단순히 현금을 통해 하나의 해외기업을 인수하는 것이 아니라 복잡한 현지국의 기업법 및 투자절차를 모두 학습해야 한다. 따라서 다양한 경험은 현지국에서의 학습에 대한 동기를 부여하는 데 도움을 줄 수 있을 것이다. 선진국에 진입할지는 OECD에 가입한 국가에 있는 대상 기업을 인수한 회사를 관찰하여 측정하였다. 선진국에 대한 기준은 보다 주관적이고 모호한 경향이 있다. OECD에서의 M&A 거래는 기업의 R&D 개발에 긍정적인 역할을 하며, IMA의 기술적 동기는 새로운 학습과 혁신에 매우 중요하다(Larimo, 1993). OECD는 대상 기업이 M&A 거래 전에 OECD에 가입한 국가에 위치하는 '1'로 코딩된 이분법 변수이며 그렇지 않은 경우 '0'이다. Zephyr와 OECD.org의 데이터를 기반으로 이 변수를 입력했다.

4. 통제변수

본 연구는 OECD 국가에서 중국 다국적 기업 인수에 영향을 미치는 다양한 요인을 고려했다. IMA는 매년 서로 다른 빈도로 발생하고 그해에 일어날 수 있는 다양한 사건이 있을 수 있기 때문에 IMA가 발생한 연도를 통제했다. 통제 연도는 IMA가 다른 연도보다 자주 발생하며 2005년, 2006년, 2009년, 2010년, 2011년 및 2012년을 포함하고 있다.

다음으로, M&A 거래 특성을 통제하고자 했다. 거래의 첫 번째 특징은 거래가 현금으로 또는 주식으로 지불되었는지를 결정하는 것이다. 현금으로 지불하는 것은 인수 대상에 대한 강한 의지일 뿐만 아니라 실제 소유권에 적극적으로 참여할 의사가 있음을 보여준다(Gu and Reed, 2016). 거래의 두 번째 특징은 거래의 가치다. 거래 규모가 클수록 위험 부담으로 인해 M&A에 관여하기를 꺼릴 가능성이 높다. 거래의 마지막 속성은 인수자가 대상 회사의 소유권을 획득한 정도이다. 기존 연구의 일부에서 인수자가 대상 회사의 30%, 50% 및 70% 소유권을 소유하고 있으면 기인 운영을 상당히 통제할 수 있다. 본 연구에서는 IMA의 경우 지식 탐색을 위한 학습이 OECD에 참

여하기 위해 외국인의 다양한 책임을 지불하면서 중요한 목표이기 때문에 100% 소유권을 획득하는 경우만을 다루고자 했다.

5. 분석방법

본 연구는 지식학습과 새로운 지식창출을 위해 개발도상국에 위치한 다국적 기업의 IMA 경향을 분석하고자 하며, 중국 다국적 기업의 효과를 조사하기 위해 다음의 로지스틱 회귀(logistic regression)를 추정한다.

$$\Pr(y_{it}=1) = \beta_1 \text{Number of M\&A experience}_{it} + \beta_2 \text{OECD M\&A}_{it} + \delta T_i + \varepsilon_i$$

여기서 i 는 기업을, t 는 연간을, y_{it} 는 종속 변수인 이중산업간 M&A 및 첨단산업에로의 M&A를 나타낸다. 독립변수로는 M&A 누적경험과 OECD 국가로의 M&A 여부가 포함되어 있다. 통제 변수의 벡터 X_{it} 는 거래 특성(현금, 거래 가치, 100% 취득)과 회사 특성(총자산, 종업원 수, 회사 연령)을 포함한다.

IV. 실증분석

<표 1>은 기술통계분석에 대한 결과이다. 두 종속변수에 대해서 각각의 설명변수와 통제변수를 모두 포함해 Pearson 양측 상관관계분석을 실시하였다. 이중산업간 M&A에 대해 상관관계계수가 0.5 이상을 넘는 변수는 없었으며 2011년, 기업나이, M&A 경험, 피인수기업의 OECD 위치는 0.05 유의수준에서 유의하게 나타났다. 첨단산업 M&A에 대해 상관관계계수가 0.5 이상을 넘는 변수는 없었으며 SIC 7산업에 속한 인수기업 여부와 피인수기업의 OECD 위치는 0.05 유의수준에서 유의하게 나타났다. 다중공선성을 확인

〈표 1〉 기술직 통계분석

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Inter-industry M&A	1.00															
Acquirer SIC 3	0.07	1.00														
Acquirer SIC 6	0.07	-0.33***	1.00													
Acquirer SIC 7	-0.04	-0.22**	-0.06	1.00												
Year 2006	-0.07	-0.17*	-0.05	0.29***	1.00											
Year 2009	-0.04	0.07	-0.02	-0.08	-0.06	1.00										
Year 2010	0.08	0.02	-0.03	-0.01	-0.07	-0.16*	1.00									
Year 2011	-0.15*	0.05	-0.03	-0.03	-0.11	-0.26***	-0.28***	1.00								
Year 2012	-0.03	-0.06	0.03	0.03	-0.08	-0.18**	-0.20**	-0.32***	1.00							
Deal value ^a	0.02	-0.23***	0.19**	-0.06	0.10	-0.01	0.04	-0.08	0.00	1.00						
Acquisition with 100%	-0.10	0.10	0.06	-0.01	-0.04	0.00	0.06	0.17*	-0.23***	-0.02	1.00					
Total asset ^b	0.08	-0.14*	0.19**	0.07	-0.02	0.09	-0.04	-0.10	0.03	0.28***	-0.01	1.00				
Number of employee ^c	-0.00	-0.08	0.04	-0.06	0.00	0.12	-0.03	-0.17*	-0.04	0.27***	-0.01	0.36***	1.00			
Firm age ^d	0.20**	0.17*	0.11	-0.14*	-0.20**	0.04	0.09	0.02	0.09	-0.10	-0.00	0.02	0.00	1.00		
Number of M&A experience	-0.16*	-0.14	-0.01	-0.05	0.09	0.08	-0.06	-0.05	-0.04	0.24***	0.01	0.29***	0.36***	-0.19**	1.00	
Target firm in OECD	0.14*	0.15*	-0.14*	0.10	0.01	0.01	-0.01	-0.01	0.01	-0.12	-0.08	-0.04	-0.07	-0.09	-0.07	1.00
Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
High-tech industry M&A	1.00															
Acquirer SIC 3	-0.06	1.00														
Acquirer SIC 6	-0.02	-0.33***	1.00													
Acquirer SIC 7	0.44***	-0.22**	-0.06	1.00												
Year 2006	0.08	-0.17*	-0.05	0.29***	1.00											
Year 2009	-0.05	0.07	-0.02	-0.08	-0.06	1.00										
Year 2010	-0.06	0.02	-0.03	-0.01	-0.07	-0.16*	1.00									
Year 2011	-0.01	0.05	0.05	-0.03	-0.11	-0.26***	-0.28***	1.00								
Year 2012	0.12	-0.06	0.03	0.03	-0.08	-0.18**	-0.20**	-0.32***	1.00							
Deal value ^a	-0.13	-0.23***	0.19**	-0.06	0.10	-0.01	0.04	-0.08	0.00	1.00						
Acquisition with 100%	-0.09	0.10	0.06	-0.01	-0.04	0.00	0.06	0.17*	-0.23***	-0.02	1.00					
Total asset ^b	0.04	-0.14*	0.19**	0.07	-0.02	0.09	-0.04	-0.10	0.03	0.28***	-0.01	1.00				
Number of employee ^c	-0.13	-0.08	0.04	-0.06	0.00	0.12	-0.03	-0.17*	-0.04	0.27***	-0.01	0.36***	1.00			
Firm age ^d	-0.04	0.17*	0.11	-0.14*	-0.20**	0.04	0.09	0.02	0.09	-0.10	-0.00	0.02	0.00	1.00		
Number of M&A experience	-0.12	-0.14	-0.01	-0.05	0.09	0.08	-0.06	-0.05	-0.04	0.24***	0.01	0.29***	0.36***	-0.19**	1.00	
Target firm in OECD	0.18*	0.15*	-0.14*	0.10	0.01	0.01	-0.01	-0.01	0.01	-0.12	-0.08	-0.04	-0.07	-0.09	-0.07	1.00

Note: *logged

〈표 2〉 로지스틱 회귀분석 결과

Variables	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	Inter-industry M&A	Inter-industry M&A	High-tech industry M&A	High-tech industry M&A
Acquirer SIC 3	1.305 (0.277)	1.172 (0.257)	1.494 (0.565)	1.308 (0.496)
Acquirer SIC 6	1.437 (0.559)	1.357 (0.536)	1.930 (1.079)	1.897 (1.135)
Acquirer SIC 7	1.057 (0.551)	0.818 (0.447)	13.374*** (9.490)	13.420*** (8.872)
Year 2006	0.465 (0.344)	0.481 (0.357)	0.297 (0.277)	0.300 (0.276)
Year 2009	0.428** (0.141)	0.427* (0.147)	1.013 (0.561)	1.259 (0.802)
Year 2010	0.632 (0.213)	0.614 (0.211)	0.605 (0.315)	0.645 (0.349)
Year 2011	0.380*** (0.108)	0.374** (0.114)	0.957 (0.423)	1.277 (0.574)
Year 2012	0.406** (0.130)	0.392** (0.132)	1.367 (0.616)	1.693 (0.776)
Deal value ^a	1.031 (0.060)	1.061 (0.063)	0.858 ⁺ (0.077)	0.864 (0.081)
Acquisition with 100%	0.615 (0.202)	0.678 (0.233)	0.570 (0.227)	0.701 (0.276)
Total asset ^a	1.072 (0.060)	1.105 ⁺ (0.063)	1.081 (0.094)	1.109 (0.097)
Number of employee ^a	0.949 (0.051)	0.976 (0.054)	0.850** (0.051)	0.842* (0.058)
Firm age ^a	1.601** (0.290)	1.639** (0.311)	0.953 (0.208)	0.852 (0.202)
Number of M&A experience		0.962* (0.016)		0.855* (0.065)
Target firm in OECD		1.891* (0.483)		1.692 ⁺ (0.538)
Observations	206	206	206	206
Pseudo R ²	0.104	0.142	0.292	0.355
Log Likelihood	-123.716	-118.516	-36.211	-33.020
Chi2	25.336	33.279	47.369	64.667

Note: ^alogged

Exponentiated coefficients; Standard errors in parentheses

⁺ $p < 0.1$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

하기 위해 VIF(variance inflation factor)를 분석한 결과 각 종속변수별로 모두 10 이하로 나타나, 다중공선성의 위험은 낮은 것으로 나타났다(Hair et al., 1998).

〈표 2〉는 본 연구의 가설검증을 위한 로지스틱 회귀분석을 실시한 결과이다. Model 1과 Model2는 이종산업에 대한 M&A 여부를 검증하였고, Model 3와 Model 4는 첨단산업에의 M&A 여부를 검증한 것이다. Model 1과 Model 3는 Model 2와 Model 4를 위한 기본 모델로 통제변수만 삽입한 상태에서 각 종속변수에 대해 회귀분석을 실시한 결과이다.

Model 1의 결과에 따르면 2009, 2011, 2012년에 발생한 IMA는 첨단산업에 대해 유의한 것으로 나타났으며 기업 나이도 0.01 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 특히, 기업 나이는 계수가 1 이상으로 나이가 많을수록 이종산업에 대한 IMA 확률이 높은 것으로 나타났다. Model 2에 따르면, 가설 1과 2는 검증된 것으로 나타났다. 가설 1은 중국 다국적 기업의 이전 M&A 경험이 높을수록 이종산업에 대한 IMA 경향이 높을 것이라는 것이었는데 유의한 것으로 확인되었다. 가설 2는 피인수대상 기업의 본사 위치가 OECD에 위치할수록 이종산업에 대한 경향이 강하다는 주장이었는데 이도 0.05 수준에서 유의한 것으로 나타났다. Model 3은 첨단산업에의 IMA 경향을 확인한 것이다. SIC 7번에 속한 기업일수록, 거래되는 기업의 가치가 높을수록, 인수기업의 종업원 수가 높을수록 첨단산업에의 IMA 경향이 높다고 나타났다. Model 4는 가설 3과 가설 4를 검증한 결과이다. 가설 3은 중국 다국적 기업의 이전 M&A 경험이 높을수록 첨단산업에 대한 IMA 경향이 높을 것이라는 것이었는데 유의한 것으로 확인되었다. 가설 4는 피인수대상 기업의

〈표 3〉 가설검정 결과요약

가설	예측방향	유의수준	채택여부
H1	+	0.05	채택
H2	+	0.05	채택
H3	+	0.05	채택
H4	+	0.1	부분채택

본사 위치가 OECD에 위치할수록 이종산업에 대한 경향이 높다는 것이었는데 0.1 수준에서 유의한 것으로 나타났다.

V. 결론

본 연구는 신흥국 기업의 선진국 기업 인수와 관련된 이슈들을 IMA 맥락에서 지식 학습을 하기 위한 목적으로 이론을 검토하였다. 대표적인 신흥 시장으로 중국에 위치한 다국적 기업의 M&A 행동에 대해 다음의 주요 결과를 제시한다. 첫째, IMA의 측면에서 본 연구는 중국 다국적 기업이 산업 간 M&A 전략을 통해 선진국 기업으로부터 차세대 지식을 습득할 것이라고 기대하였고, 실증 결과는 IMA가 특히 신흥국 다국적 기업이 그들의 잠재력을 학습 국가 경계를 넘나드는 혁신으로 발전시킬 수 있다는 것을 검증하였다(Li, 2010). 둘째, 본 연구는 첨단산업에서의 지식을 가진 회사를 직접 인수함으로써 중국 다국적 기업은 비교적 단기간에 지식 역량을 신속하게 배우고 따라잡을 수 있다고 예측했다. 이에 대한 통계적 결과는 내부 지식 저장소가 부족한 중국 다국적 기업이 첨단 기술 분야의 M&A를 통해 선진국 기업의 최첨단 기술을 흡수하려고 시도할 가능성이 높다는 것을 확인했다(Liu and Zou, 2008).

이론적 관점에서 본 연구는 중국 다국적 기업의 FDI 학습 동기에 대한 증거를 발견하고 이종산업 및 첨단산업에 대한 학습유형을 제안함으로써 국제 경영이론에 기여하고자 한다. 다국적 기업의 FDI 규모가 빠르게 증가하고는 있지만, 기존의 국제경영 문헌은 선진국 기업의 FDI에 중점을 두었기 때문에 현재의 이론은 개도국 기업이 적극적인 FDI를 수행하는 주 요원 중 하나라는 현실을 무시할 수 있다. 이에 대해 본 연구는 그들의 핵심 동기 중의 하나가 지식 추구 동기와 관련되어 있음을 제시하였다. 보수적인 직접투자 이론은 시장 추구, 효율성 추구 및 자원 추구 의향을 밝혀주는 경향이 있다. 비슷한 맥락에서 Moon and Roehl(2001)은 개도국에서 선진국으로의 불균

형 FDI가 세계 시장에서 지배적인 위치를 차지함에 따라 극적으로 증가하고 있다고 주장했다. 특히 Zou and Simpson(2008)은 중국 다국적 기업은 일반적으로 글로벌 경쟁자에게 우수한 기술을 보유하지 못하고 관리 능력은 대개 세계 수준이 아니라고 설명하였다. 즉, 그들의 약점을 극복하기 위해 대개 그들은 새로운 정보를 확인하고 지식 격차를 연결하고 최첨단 기능을 활용하여 비교 우위를 제공할 수 있다는 것이다. 따라서 OLI 관점을 학습 프레임 워크를 통해 확장함으로써 새로운 이론적 렌즈 제안하였다.

본 연구에서 작성한 불균형 직접투자에 대한 새로운 제안에도 불구하고 몇 가지 한계점이 있다. 첫째, 본 연구는 중국 다국적 기업만을 대상으로 했으므로, 다른 연구에서 중국의 다국적 기업이 정확하게 타당한지를 확인하기 위해 다양한 국적의 기업을 새롭게 검증해야 한다. 예를 들어 개도국 기업이 다양한 지리적 영역에서 선진국 기업을 인수하는 데 영향을 미치는 요인을 파악하려는 실증 연구는 이 현상에 대한 이해력을 향상하는 데 도움이 될 것이다. 둘째, 본 연구에서의 해외직접투자의 학습 동기는 인수대상이 되는 다국적 기업이 선진국(즉, OECD 회원국)에 위치하는지 여부에 대한 이분법 변수에 의해 측정되었다. 이전의 몇몇 연구들은 OECD가 고도의 다국적 기업이 사업을 수행하고 고급 제품을 생산하는 데 있어서 경쟁력이 있다는 초점 상황으로 간주 될 수 있다고 제안했지만(Bertrand and Zuniga, 2006; Salomon and Jin, 2010), 더욱 적절한 학습 동기를 평가할 수 있는 지표를 제안해야 할 것이다. 또한, OECD 국가가 아닌 일부 국가는 경제 규모와 사회 개선 측면에서 이미 OECD 회원국 자격을 갖추고 있지만, 시장주도권이 어떻게 변화하고 있는지 관찰해야 한다. 셋째, 기업 지배 구조에 대한 완전한 통제(100% 소유)가 반드시 대상 기업의 지식 이전을 보장하지는 않을 수 있다. 따라서 개도국 기업과 선진국 기업 간의 IMA 맥락에서 어떤 종류의 지식을 습득했는지 그리고 지식 획득과정에서 지식 이전을 관리하는 방법을 파악하기 위해 어떠한 추가적인 노력이 필요한지를 정교하게 분석해야 할 것이다. 넷째, 유효한 통계 분석을 위해 표본 크기가 다소 작다는 것을 인정하고, 풍부한 표본을 이용한 경험적 검증을 하는 것이 향후 연구 방법에 있어서 중요할 것으로 사료된다.

참고문헌

- 문휘창. 2002. 「해외직접투자 동기, 글로벌 조정 및 진입유형을 설명하는 새로운 이론: 한국기업의 실증분석을 위한 불균형 접근법」. 『국제지역연구』 11권 4호. pp. 1-20.
- Alon, I., H. Wang, J. Shen, and W. Zhang. 2014. "Chinese State-Owned Enterprises Go Global." *Journal of Business Strategy*, 35(6): 3-18.
- Anderson, J. and D. Sutherland. 2015. "Entry Mode and Emerging Market Mnes: An Analysis of Chinese Greenfield and Acquisition Fdi in the United States." *Research in International Business and Finance*, 35: 88-103.
- Bertrand, O. and P. Zuniga. 2006. "R&D and M&A: Are Cross-Border M&A Different? An Investigation on Oecd Countries." *International Journal of Industrial Organization*, 24(2): 401-423.
- Brouthers, K. D. 2002. "Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance." *Journal of International Business Studies*, 33(2): 203-221.
- Buckley, P. J. (1985), "A Critical View of Theories of the Multinational Enterprise." In Buckley, P. J. and M. Casson (Eds.), *The Economic Theory of the Multinational Enterprise*. London: Macmillan, 1-19.
- Cohen, W. M. and D. A. Levinthal. 1990. "Absorptive Capacity: A New Perspective on Learning and Innovation." *Administrative Science Quarterly*, 35(1): 128-152.
- Enkel, E. and O. Gassmann. 2010. "Creative Imitation: Exploring the Case of Cross-Industry Innovation." *R&D Management*, 40(3): 256-270.
- Gu, L. and W. R. Reed. 2016. "Does Financing of Chinese Mergers and Acquisitions Have "Chinese Characteristics"?" *Economics Letters*, 139: 11-14.
- Hagedoorn, J. 1993. "Understanding the Rationale of Strategic Technology Partnering: Nterorganizational Modes of Cooperation and Sectoral Differences." *Strategic Management Journal*, 14(5): 371-385.
- Hair, J., W. Black, B. Babin, R. Anderson, and R. Tatham. 1998. *Multivariate Data Analysis*. NJ: Prentice Hall.
- Hann, R. N. 2014. "A Discussion of "Inter-Industry Network Structure and the Cross-Predictability of Earnings and Stock Returns"." *Review of Accounting Studies*, 19(3): 1225-1233.
- He, S., G. Fallon, Z. Khan, Y. K. Lew, K. H. Kim, and P. Wei. 2017. "Towards a

- New Wave in Internationalization of Innovation? The Rise of China's Innovative Mnes, Strategic Coupling, and Global Economic Organization.” *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 34(4): 343-355.
- Hyer, S. 1976. *The International Operations of National Firms, a Study of Direct Foreign Investment*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Keister, L. A. 1998. “Engineering Growth: Business Group Structure and Firm Performance in China's Transition Economy.” *American Journal of Sociology*, 104(2): 404-440.
- Kile, C. and M. E. Phillips. 2009. “Using Industry Classification Codes to Sample High-Technology Firms: Analysis and Recommendations.” *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(1): 35-58.
- Larimo, J. 1993. *Foreign Direct Investment Behaviour and Performance: An Analysis of Finnish Direct Manufacturing Investments in Oecd Countries* (Type), Universitas Wasaensis:
- Li, P. P. 2010. “Toward a Learning-Based View of Internationalization: The Accelerated Trajectories of Cross-Border Learning for Latecomers.” *Journal of International Management*, 16(1): 43-59.
- Liu, X. and H. Zou. 2008. “The Impact of Greenfield Fdi and Mergers and Acquisitions on Innovation in Chinese High-Tech Industries.” *Journal of World Business*, 43(3): 352-364.
- Moon, H. C. and T. W. Roehl. 2001. “Unconventional Foreign Direct Investment and the Imbalance Theory.” *International Business Review*, 10(2): 197-215.
- Mudambi, R. and P. Navarra. 2004. “Is Knowledge Power? Knowledge Flows, Subsidiary Power and Rent-Seeking within Mncs.” *Journal of International Business Studies*, 35(5): 385-406.
- Park, B. I. 2010. “What Matters to Managerial Knowledge Acquisition in International Joint Ventures? High Knowledge Acquirers Versus Low Knowledge Acquirers.” *Asia Pacific Journal of Management*, 27(1): 55-79.
- Park, B. I. 2012. “What Changes the Rules of the Game in Wholly Owned Subsidiaries? Determinants of Knowledge Acquisition from Parent Firms.” *International Business Review*, 21(4): 547-557.
- Park, B. I. and P. N. Ghauri. 2011. “Key Factors Affecting Acquisition of Technological Capabilities from Foreign Acquiring Firms by Small and Medium Sized Local Firms.” *Journal of World Business*, 46(1): 116-125.
- PwC. 2016. *M&a 2015 Review and 2016 Outlook*. Hong Kong.
- Ramamurti, R. (2009), “What Have We Learned About Emerging-Market Mnes?” In, Cambridge, MA: Cambridge University Press, 399-426.
- Salomon, R. and B. Jin. 2010. “Do Leading or Lagging Firms Learn More from Exporting?” *Strategic Management Journal*, 31(10): 1088-1113.
- Stieglitz, N. 2003. “Digital Dynamics and Types of Industry Convergence: The

Evolution of the Handheld Computers Market.” *The Industrial Dynamics of the New Digital Economy*, 2: 179-208.

UNCTAD. 2015. *World Investment Report 2015*. Geneva: United Nations Publication.

Zaheer, S. 1995. “Overcoming the Liability of Foreignness.” *Academy of Management Journal*, 38(2): 341-363.

Zou, H. and P. Simpson. 2008. “Cross-Border Mergers and Acquisitions in China: An Industry Panel Study, 1991~2005.” *Asia Pacific Business Review*, 14(4): 491-512.

International M&As of Firms from an Emerging Country: Evidences from Chinese EMNCs

Taewoo Roh

Assistant Professor, Department of International Trade and Commerce,
Soonchunhyang University

Overseas investment from developing countries is rapidly increasing across the world. China's foreign investment schemes are taking place in a variety of ways and their numbers are increasing at the same time in many industries. The behavior of investing from developing countries like China in developed countries cannot be easily explained by the traditional OLI paradigm and new attempts are needed to determine "why". This study argues that the experience of M&A (mergers and acquisitions) of acquiring companies in developing countries and the nationality of the target companies (e.g. OECD registration) cause IMA (international merger and acquisition). In addition, we intend to verify that the main purpose of Chinese MNEs' IMA is to achieve synergy and knowledge-based learning unlike the traditional trends such as diversification of companies from developed to developing countries. To test our hypotheses, we examined multinational companies located in China and selected 7,783 completed transactions among all 69,536 IMAs that occurred since China joined the WTO in 2002. Of the 498 IMA contracts extracted, the hypotheses were verified with available 206 samples. As a result of the verification, the greater the experience of acquiring companies in developing countries and the more inclusion of target companies whose nationality is the member of OECD, the more likely it is that IMAs deals with inter-industry M&A and high-tech industry M&A will occur.

Keywords: International M&A, Acquisition Experiences, Imbalance Theory,
Chinese MNEs

