

기업의 정치적 관계가 해외 인수합병의 공시효과에 미치는 영향: 중국 기업을 대상으로

유신양* · 권택호**

〈요 약〉

정치적 관계(Political connection)는 기업과 정부 간 관계의 밀접한 정도를 의미한다. 특히 중국을 비롯한 신흥국가에서는 많은 경우 정부가 자원 배분에 권한을 갖고 있기 때문에 기업의 우호적인 정치적 관계는 기업 경영에 긍정적 영향을 줄 수 있다. 그러나 기업과 정부 간의 이해가 일치하지 않는 경우 기업은 자신의 이익보다 정부의 이해를 우선시하는 결정을 통해 정부 관계를 정립하거나 유지할 가능성도 있다. 이 연구는 2009년부터 2019년까지 중국 상장기업이 공시한 해외 M&A 사건을 대상으로 기업 임원의 정치적 신분으로 측정한 정치적 관계가 공시전후의 주가 반응에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과, 평균적으로는 정치적 관계가 강할수록 해외 M&A에 대한 시장의 평가가 낮은 것으로 나타났다. 즉, 기업의 정치적 관계가 높아지면 해외 M&A에 대한 잠재적인 정치비용 등 문제에 대한 시장의 우려가 커지는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 표본을 국영기업과 민영기업으로 구분하는 경우 정치적 관계가 M&A 공시효과에 미치는 부정적인 영향은 민영기업 표본에서만 유의하게 나타났다. 한편, 국영기업 표본에서는 정치적 관계와 M&A 공시효과 사이에 U자형 관계를 확인할 수 있었다. 이는 국영기업 특히, 중앙기업의 태생적 정치적 관계는 기업의 해외 M&A를 단순한 기업 행위가 아닌 국가 행위로 간주할 수 있는 측면이 있음을 반영하는 것으로, 국영기업의 경우 정부의 광범위한 지원이 있을 수 있음을 보여주는 결과이다. 또한, 정치적 관계가 정부 보조금 및 기업의 정보 투명도가 해외 M&A 공시효과에 미치는 긍정적 영향을 약화시킴을 확인하였다. 이 연구는 중국 상장기업들의 정치적 관계가 해외투자에서 잘못된 결정을 초래할 수 있음을 보여주고 있으며 특히, 민영기업의 경우 높은 정치적 관계가 기업가치를 떨어뜨릴 가능성이 있다는 것을 보여준다. 이러한 결과는 기업인들이 정치적 관계를 설정할 때 합리적인 판단을 할 필요가 있음을 시사한다.

주제어 : 해외 인수합병, 정치적 관계, 공시효과, 정부 지원금, 기업 소유권

논문접수일 : 2021년 07월 27일 논문게재확정일 : 2021년 08월 08일

* 제1저자, 충남대학교 대학원 경영학과, E-mail: lcywenchen@hotmail.com

** 교신저자, 충남대학교 경영학과 교수, E-mail: thk5556@cnu.ac.kr

I. 서 론

기업의 해외 인수합병(이하 M&A)은 기업의 중요한 투자활동 중에 하나이다. 신흥시장의 급속한 발전과 차세대 산업혁명의 도래에 따라 신흥시장 기업의 해외 M&A가 빈번해지고 있다. 특히, 중국은 시장의 규모와 발전 속도 면에서 투자자는 물론이고 학자들의 많은 관심을 받고 있다. 중국 기업의 정치적 관계와 해외 M&A가 관심의 대상이 되는 것은 중국 정부의 정치적 개입이 중국 기업의 해외 M&A 성과에 영향을 줄 수 있기 때문이다. 한국과 중국 간 밀접한 경제 관계를 고려할 때 중국 기업의 정치적 관계가 기업의 성과와 갖는 관련성에 대한 이해는 한국의 기업이나 투자자에게 의미있는 정보가 될 수 있을 것이다.

기업의 관점에서 볼 때 해외 M&A는 기업 투자의 중요한 방식으로 기업의 가치와 매우 밀접히 관련된 활동이다. 기업의 해외 M&A는 기업에 시장을 개척하고 자원을 획득하며 위험을 감소시키는 등의 이점을 가져다주어 기업가치를 제고시킬 수 있다.

2001년 중국 정부가 ‘해외 진출’ 전략을 실시한 이후 중국 기업들은 점차 해외로 진출하기 시작했고 2008년 금융위기 이후 중국 기업들은 해외 M&A 활동에서 활발한 움직임을 보이고 있다. 2013년부터 중국 정부의 ‘일대일로’(一帶一路 : the Silk Road Economic Belt and the 21st Century Maritime Silk Road) 정책을 계기로 중국 기업의 해외 직접 투자가 급격히 증가하였다. 2008년 중국의 해외 M&A 규모는 104억 달러에 불과했지만, 2016년에는 2,021억 달러에 달했다. 그러나 2017년 이후 중국 기업의 해외 M&A 총액은 해마다 하락하여 2019년에는 573억 달러로 감소했다(PricewaterhouseCoopers, 2017).¹⁾ 이러한 추세는 국제적 상황과 중국 경제발전의 영향뿐만 아니라 중국 정부의 시장 정책 조정과도 밀접히 관련되어 있다고 할 수 있다. 중국의 해외 M&A의 규모가 감소 추세로 접어들기는 했지만 그 규모는 여전히 작지 않다고 할 수 있다.

중국 정부는 세율 특혜, 대출 지원, 정보 공유 등 수단을 통해 기업의 해외투자 활동에 도움을 주고 있다(Wu et al., 2012). 이처럼 중국 정부가 기업의 해외 M&A를 지원하는 목적은 중국 기업이 이미 성장한 분야로 진입하여 해당 기업의 첨단 기술을 획득해 궁극적으로 해당 산업에서 우위를 점하도록 하기 위한 목적(Brockman et al., 2013)과, 신흥시장으로 진입하여 해외시장과 수출 규모 확대를 통해 기초건설 등 프로젝트를 완성하는 기업 활동을 지원하고 중국의 경제 발전 둔화를 극복하여 과잉 생산(excess production capacity) 문제를 해결하기 위한 목적(He, 2015)으로 나누어 생각해 볼 수 있다. 이처럼 중국 기업의 해외 M&A 활동은 기업의 정치적 관계와 밀접히 연결될 수 있기 때문에 경영 성과와도 관련이

1) <https://www.pwccn.com/en/deals/publications/ma-2017-review-and-2018-outlook.pdf>.

있을 수 있다. 그러나 중국 기업을 대상으로 정치적 관계와 기업의 M&A 성과 간에 관계를 분석한 기존의 연구들은 일관성 있는 결론에 이르지 못하고 있다.

이 연구는 기업 임원의 정치적 신분으로 측정한 기업의 정치적 관계가 중국 기업의 해외 M&A 공시효과에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다. 분석 결과, 전체 표본에서는 정치적 관계가 강할수록 기업의 해외 M&A에 대한 투자자의 평가가 낮은 것으로 나타난다. 그러나 표본을 소유권 성격으로 구분하는 경우 정치적 관계가 M&A 공시효과에 미치는 부정적인 영향은 민영기업 표본에서만 유의하게 나타나며, 국영기업의 경우 정치적 관계와 M&A 공시효과 사이에 U자형 관계가 나타난다. 이는 국영기업의 태생적 정치적 관계는 기업의 해외 M&A를 단순한 기업 행위가 아닌 국가 행위로 간주할 수 있는 측면이 있음을 반영하는 것이다. 이 연구의 분석 결과는 기업 특히, 민영기업이 정치적 관계를 구축하기 위해서는 비용이 발생함을 확인시켜주고 있다.

이어지는 제Ⅱ장에서는 기업의 정치적 관계 그리고 기업 해외 M&A에 관한 이론적 배경과 기존의 실증 연구를 소개하고 연구 가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 데이터와 변수, 모형 설정 등 연구 방법을 기술한다. 제Ⅳ장에서는 실증 분석 결과를 기술하고 제Ⅴ장에서는 연구의 결론과 시사점을 기술한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설 설정

1. 정치적 관계와 기업가치

정부의 관점에서 정부와 기업의 관계는 무위의 손(hands of inaction), 부양의 손(helping hand), 약탈의 손(grabbing hand)으로 구분할 수 있다. 정상적인 상황에서는 경제가 스스로 조정할 수 있는 능력을 갖추고 있어 시장을 통해 자동으로 자원 배분의 최적화를 이룰 수 있다. 그러나 현실적으로 특히, 중국과 같은 신흥시장에서는 정부의 시장 개입이 매우 빈번하게 이루어지고 있어 ‘무위의 손’ 이론만으로 경제 현상을 설명하는 데는 어려움이 있다. ‘부양의 손’은 Pigou(1924)에서 처음으로 제시되었다. Musgrave(1959)는 재정학적으로 자유시장은 시장실패의 문제가 있으며 정부가 직접 경제활동에 개입하여 세금, 가격, 규제 등을 통해 시장실패 문제를 해결함으로써 사회 복지 전체 수준을 높여야 한다고 주장하였다. 그러나 Barth et al.(2004)은 ‘부양의 손’인 정부가 각종 시장 장벽을 초래해 경제발전을 제한할 수 있음을 지적하였다. 한편, Shleifer and Vishny(1998)는 ‘약탈의 손’ 개념을 소개 하면서 정부의 경제 개입 목적이 기업가치를 극대화하는 것이 아니라 자신의 이익을 추구하는

것이라고 주장하였다.

기업의 관점에서 정치적 관계는 자원의존이론(resource dependence theory)과 지대추구 이론(rent-seeking theory)의 관점에서 논의되고 있다. 중국 정부는 여전히 주요 생산요소인 토지, 자본 등에 대해 거대한 힘을 가지고 있으며(Xu et al., 2013), 정치적 관계가 높은 기업이 이런 자원들을 더 쉽게 활용할 수 있다(Johnson and Milton, 2003; Li et al., 2008; Luo and Tang, 2009a). 또한, 일부 연구에서는 기업의 정치적 관계를 일종의 기업의 사회적 자본으로 간주하기도 하였다(Nahapiet and Ghoshal, 1998; Li and Atuahene-Gima, 2001). Luo and Tang(2009b)는 중국 기업가들이 정치 참여를 통해 정치적 관계를 얻는 것을 기업의 사회적 자본으로 해석하고 기업에 정책적 도움이 되는 행위라고 주장했다.

한편, Krueger(1974)는 기업의 정치적 관계에 대해 기업이 비용을 들여 정부와의 관계를 형성함으로써 정부가 배분한 자원을 우선적으로 공급받아 이익을 얻을 수 있다는 기업의 지대추구이론을 주장했다. 또한, Shleifer and Vishny(1994)는 정부가 자기 이익을 충족시키기 위해 각종 규제를 만들거나 직접 개입하여, 기업으로 하여금 정책적 혜택을 얻기 위해 정부 관계를 능동적으로 설정하려 하지 않을 수 없게 만든다고 주장하였다. 그는 지대 추구의 주체가 누구든 정치적 관계는 비용을 지불해야 한다는 것을 지적하며 정치적 관계가 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 주장을 뒷받침하는 이론적 근거를 제시했다.

기업의 정치적 관계에 대한 정의는 연구에 따라 차이가 있다. 일반적으로 기업의 정치적 관계는 기업과 정부 간 관계의 밀접한 정도를 의미하는 개념으로 사용하고 있으며, 기업의 정부 배경 또는 정치적 연관이라고 부르기도 한다. 정부의 기업에 대한 영향을 연구한 보고는 이전에도 있었지만, 학계에서 정치적 관계 개념 및 측정은 인도네시아 기업과 Suharto 대통령의 관계에 대한 연구(Fisman, 2001)에서 시작된 것으로 알려져 있다. 이후 연구에서 정치적 관계는 주로 기업의 주요 주주나 임원의 정치적 지위를 중심으로 다루어지기 시작하였다(Agrawal and Knoeber, 2001; Faccio, 2006; Fan et al., 2007). 일부 연구에서는 정치현금(Ferguson and Voth, 2008), 국유지분율(Cheung et al., 2010), 정부보조금 비중(Yang and Yang, 2010)을 정치적 관계를 나타내는 대용변수로 간주하기도 하였다.

기존 연구에서는 기업의 정치적 관계를 측정하기 위한 방법으로 더미변수를 구성하는 방법, 임원비율을 사용하는 방법 그리고 정치적 관계지수를 구성하는 방법을 사용하고 있다. 더미변수법은 기업을 정치적 관계 유무를 기준으로 구분하는 방법인데(Johnson and Milton, 2003; Khwaja and Mian, 2005) 정치적 관계의 수준을 제대로 평가하지 못하는 문제가 있었다. 비율법은 더미변수법과 유사하게 기업에서 정치적 관계가 있는 임원 수의 비율을 사용하여 기업의 정치적 관계를 측정한다(Fan et al., 2007; Boubakri et al., 2008).

지수법은 기업 임원이 담당하고 있는 정부 직책의 유형과 계층까지 고려할 수 있는 방법이라는 장점이 있어 주로 사용되고 있는 방법이다(Faccio, 2006). Fisman(2001)은 인도네시아의 컨설팅회사인 Castle Group 발표한 Suharto 의존도 지수(Suharto dependency index)를 이용해 기업이 Suharto와 얼마나 연결돼 있는지를 조사하기도 하였다. Li and Qiu(2010)은 회사별로 주요 임원의 정치 배경과 영향력에 따라 점수를 부여하고, 주성분 분석법을 통해 정치적 관계 지수를 만들어 분석하기도 하였다.

정치적 관계가 기업가치에 미치는 영향에 대한 초기 연구는 주로 사건연구법으로 진행되었다. Fisman(2001)이 정치적 관계라는 개념을 명확히 제시하기 이전에, Roberts(1990)는 미국 Jackson의원 사망사건 다음 날 Jackson과 연관된 기업의 주가가 하락하고 후임자와 연관된 기업의 주가가 상승한 현상을 보고했다. Fisman(2001)은 인도네시아 대통령 Suharto의 건강 악화에 대한 여섯 번의 소문이 단기적으로 시장에 미치는 영향을 분석했다. 분석 결과 대통령의 건강이 악화되었다는 뉴스가 발표되었을 때 대통령 및 대통령의 가족과 관련성이 높은 기업일수록 주가가 더 크게 하락하는 사실을 밝혀냈다. Knight(2006)는 미국 기업에 대한 연구에서, 2000년 말에 대선에서 승리한 Bush를 지지하는 기업의 주가는 3% 상승했고 패배한 Gore를 지지한 기업의 주가는 6% 하락했다는 사실을 발견했다. Goldman et al.(2009)은 미국 기업에 대한 연구에서 정부 관계가 있는 이사회 임원이 새로 임명될 때 주가가 상승했다는 결과를 보고했다. 또 회사의 정치 배경을 공화당(Republican Party)과 민주당(Democratic Party)으로 나누어 대선 후 지지한 정당이 승리하면 주가가 상승한다는 사실을 확인했다. Faccio(2006)은 47개국의 상장기업을 대상으로 한 연구에서 회사의 중요 주주나 임원이 정치활동에 참여하거나 새로 임명한 임원이 정치적인 관계가 있으면 회사의 단기적 누적초과수익률이 높다는 점을 발견하였다. 비슷한 연구 방법을 통해 독일(Ferguson and Voth, 2008), 브라질(Claessens et al., 2008), 말레이시아(Johnson and Mitton, 2003), 파키스탄(Khwaja and Mian, 2005) 등 국가에 대한 연구에서도 기업의 정치적 관계가 기업가치에 대해 긍정적인 영향이 있다고 보고했다. 위 연구들과 동일한 맥락에서 중국 기업을 대상으로 한 검증에서도 정치적 관계가 기업가치에 대해 긍정적인 영향이 있다고 보고한 연구들이 있다(Fan et al., 2008; Francis et al., 2009; Luo and Ying, 2012).

일부 연구는 자원이론을 근거로 다음과 같은 관점에서 정치적 관계가 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 결과를 보고하였다. 첫째, 정치적 관계가 기업의 차입 효율을 높일 수 있고(Li et al., 2008; Xu et al., 2013) 낮은 이자율로 대출을 받아서 자금 조달 비용과 투자위험을 줄일 수 있다(Johnson and Mitton, 2003; Faccio, 2006). 둘째, 기업이 우호적인 정치적 관계를 유지하면 정부의 세제혜택(Adhikari et al., 2006), 정부보조금(Wu et al.,

2012), 공공사업 합작 참여(Goldman et al., 2009), 정부 규제가 높은 업종으로의 진출(Luo and Liu, 2009)등 정부 정책 혜택에 더 쉽게 접근할 수 있다. 셋째, 정부 관계는 법률, 시장 제도가 완벽하지 않은 곳에서 제도를 대체하는 역할을 할 수 있다(Cull and Xu, 2005; Richter, 2010).

그러나 정치적 관계는 기업에 불리한 효과로 작용할 수도 있다. Shleifer and Vishny(1994, 1998)는 ‘약탈의 손’ 이론을 바탕으로 정부 행위가 기업가치를 훼손할 수 있음을 지적했다. Bertrand et al.(2007)는 프랑스 회사에서 CEO의 정치적 관계가 높은 회사들에서 대선 해당 연도에 직원 고용 비율과 공장 건설 비율이 높아져서 자산수익률(ROA)이 하락했음을 확인하였다. Menozzi et al.(2012)는 이탈리아 기업에 대한 연구에서 이사회외의 정치적 관계가 높은 기업들이 고용을 증가시키고 기업의 영업이익(EBIT)과 투자수익률(ROI)은 감소한다는 증거를 제시하였다. Liang and Feng(2010)은 중국 기업들의 경우 정부와의 관계가 긴밀할수록 기업의 직원 규모와 임금 비용이 높다고 보고하였다. Boubakri et al.(2008)은 27개 신흥국과 14개 선진국의 245개 민영기업을 표본으로 분석한 결과 정치적 관계가 높은 기업들의 매출수익률, 자산수익률, 자본수익률, 매출성장률 등 재무지표가 악화된 것을 확인했다.

일부 연구는 정치적 관계의 부정적인 영향을 대리인 문제의 관점에서 분석하기도 하였다. 회사의 경영권을 가진 대주주나 경영자가 정치적 이익을 추구하거나, 정치적 임무를 완수하기 위해 주주 이익을 손상시킨다는 연구 결과가 이에 해당한다(Lin et al., 1998; Young et al., 2008). 또한, 경영자는 정치적 관계 때문에 정부 계획과 정책 집행에 부합되지 않는 경우 좋은 투자안 임에도 불구하고 투자결정을 하지 못하거나, 잘못된 투자를 적시에 중단하지 못하는 상황에 이를 수도 있는데 이러한 상황 역시 정치적 관계가 기업가치를 하락시킬 수 있는 경우에 해당한다(Chen et al., 2011b).

기업의 정치적 관계가 기업에 미치는 영향이 평가 기준과 상황에 따라 달라질 수 있다는 연구 결과도 다수 보고되었다. Faccio(2010)는 정부와 관련이 없는 기업에 비해 정부와 관련이 있는 기업들은 비교적 낮은 세율, 높은 레버리지 및 높은 시장점유율을 가지고 있지만 자산수익률은 더 낮다는 것을 발견하였다. 또한, 기업 소재국의 경제가 낙후되고 부패가 심할수록 정부 관계가 기업에 미치는 부정적 영향이 더 크다고 지적했다. Xia and Fang(2005)의 연구에서는 시장화가 높은 지역에는 정부가 사회적 부담을 기업에 전가할 가능성이 적고, 시장에 개입할 때 더 신중하여 주주에 대한 이익 침해가 감소할 가능성이 있다고 보고했다. 반면에 일부 연구에서는 시장화가 낮은 지역에서는 기업이 정부와의 지대추구 활동을 통해 기업가치를 더 높일 수 있다고 주장하기도 하였다(Wu et al., 2008; Chen et al., 2011a). Cheung et al.(2010)은 기업과 지방정부의 관계는 주주 이익을 침해하고,

중앙정부와의 관계는 주주 이익을 증가시키는 경향이 있다고 주장했다.

2. 정치적 관계와 기업의 해외 인수합병

신흥시장 기업의 해외투자 특징 중의 하나는 정부의 영향을 크게 받는다는 것이다. Amsden and Hikino(1994)는 아시아 신흥시장의 해외투자 기업의 주요 경쟁력은 자국 정부의 지원임을 지적했다. Buckley et al.(2007)은 중국 기업의 해외투자 참여의 3대 동기는 불완전한 자본시장, 현지국 지방정부와의 관계, 정부 정책의 지원이라고 제시했다. 정부는 기업에 융자 편의, 세금 우대, 보조금 등의 혜택을 제공함으로써 기업들이 국제 경쟁에서 불리한 요소들을 극복하고 글로벌 시장에서 경쟁력을 높일 수 있도록 도와준다. Ma and Andrews(2006)은 정부의 지원을 받기 위해 기업은 정부가 장려하는 정책에 적극 참여할 것이라는 점을 지적했다. 또 정부 입장에서 볼 때, 신흥시장 제도의 미비는 정부의 관여 가능성을 높이는 계기가 될 수도 있다(Brockman et al., 2013).

기업 M&A의 성과 분석은 주로 합병 사건 공시 전후를 대상으로 한 사건연구 방법으로 수행되었다. Kim(2003)은 한국 기업의 해외 M&A는 주주의 부를 증가시키는데 도움이 된다는 것을 확인했다. 그러나 재벌 기업의 해외 M&A는 주주의 부를 감소시켰고 기업의 지분 집중도가 높을수록 주주의 부가 감소하는 정도가 심화되었다는 결과를 발표했다. 심현진 외 2인(2010)은 한국 기업의 해외 M&A는 양(+)의 공시효과 보이며, 부채비율은 공시효과에 대해 부정적인 영향을 미친다는 결과를 보고했다. 또한 정진영 외 2인(2019)은 M&A 쌍방 기업의 영업권이 공시효과에 대해 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보고했다. Bhagat et al.(2011)은 신흥국 기업의 해외 M&A를 연구하고 인수합병 시에 기업들의 평균 누적초과수익률이 양(+)의 값으로 나타나며, 국가별로 차이가 있다고 발표했다. 중국 기업에 대한 연구에서도 기업 해외 M&A 사건이 기업 주주들의 부를 증가시킬 수 있음을 지지하는 연구 결과들이 보고되었다(Gu and Reed, 2011; Du and Boateng, 2015).

관련 연구로 해외 M&A 성과에 관한 연구에서 기업을 국영기업과 민영기업으로 나누어 소유권 성격이 해외 M&A 성과에 미치는 영향을 분석한 연구들이 있다(Chen and Young, 2010; Gu and Reed, 2011; Shao et al., 2012).²⁾그러나 이러한 관점의 연구에서도 일관성

2) 일반적으로 국영기업은 정치적 관계가 강한 반면 민영기업의 정치적 관계는 약하다고 할 수 있는데 Shao et al.(2012) 등은 기업을 국영기업과 민영기업으로 나누어 기업의 소유권 성격이 해외 M&A 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 이 연구는 경영자의 정치적 신분으로 기업의 정치적 관계를 평가하고 정치적 관계가 미치는 영향의 차이점을 분석하고 있다는 점에서 국영기업과 민영기업을 대상으로 분석한 기존의 연구와는 차이가 있다.

있는 결론에 이르지 못하는 못했다. Shao et al.(2012)은 중국 정부의 시장지배력이 강하기 때문에 국영기업이 해외 시장에 진출할 때 정부의 지원을 많이 받을 수 있으므로 시장에서 더 좋은 평가를 받았다고 보고했다. 다른 연구에서는 정부와 기업의 목표가 달라 국영기업의 지배주주와 소액주주 간 소유권 충돌이 발생할 수 있기 때문에 지배주주의 해외 M&A 결정은 기업 이익 극대화를 위한 것이 아니라 정부 목표 달성을 위한 것일 수 있다는 가능성도 제기하였다. 선진시장에 진출한 기업이 국영기업이라면 현지국 이해 당사자들이 진출한 기업에 대해 거부감을 가질 수 있는데 이러한 이유 때문에 국영기업의 해외 M&A 성과가 민영기업의 성과보다 낮을 수 있다는 주장도 제기 되었다(Chen and Young, 2010; Gu and Reed, 2011).

정치적 관계와 기업의 해외 M&A 성과를 직접적으로 분석한 연구는 많지 않으며 결과도 일치된 결론에 이르지 못하고 있다. 일부 연구에서는 개별 기업의 M&A 사건 분석을 통해 기업과 정부 간 관계가 좋으면 해외 M&A 시 이익을 더 많이 얻을 수 있고 위험을 줄일 수 있다고 보고했다(Child and Rodrigues, 2005). 반면, Ma and Andrews(2006)는 중국 석유 기업을 대상으로 한 연구에서 정치적 관계가 높은 기업들은 해외 M&A 할 때 강한 정치적 목적 때문에 M&A에서 높은 가격을 제시하여 시장의 기대치를 낮춘다고 주장했다.

기술한 정치적 관계와 기업가치, 기업 투자 효율, 기업의 해외 M&A에 관한 연구를 종합하여 볼 때 기업의 정치적 관계는 기업 해외 M&A에 도움을 줄 수 있다. 그러나 기업 해외 M&A의 실제 목적이 단순한 기업가치 극대화가 아니라 일정한 정치적 목적을 가지고 있는 경우 기업의 가치를 훼손하는 결과를 초래할 수도 있다. 또한 현지 국가의 이해 관계자들도 중국 정부와 높은 연관이 있는 기업에 경계심을 가질 수 있고 이러한 상황은 해외 M&A의 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 이 연구에서는 이러한 점을 고려하여 다음과 같이 가설을 설정하고 검증한다.

가설 1: 기업의 정치적 관계는 해외 인수합병 성과에 대해 부정적인 영향을 미칠 것이다.

기업의 정치적 관계가 기업에 어떤 영향을 미쳤는지, 그 영향이 구체적으로 어떻게 작용했는지에 대해서는 논란이 있어 왔다. 기업의 정치적 관계가 좋을수록 정부 지원을 많이 받을 수 있기 때문에 정치적 관계의 수립과 유지가 기업의 주요 관심사가 될 수 있다(Wu et al., 2012). 기업에 대한 정부의 지원은 정책 지원, 정보 공유, 자금 지원 등 다양한 방식이 있는데, 가장 직접적이고 시장 투자자가 쉽게 알 수 있는 것은 정부가 기업에 보조금을 제공하는 것이다. 정부 보조금이 기업가치를 높일 수 있는지에 대한 연구는 일관된 결론에

이르지 못했지만, 정부 보조금이 기업의 해외 M&A에 대해 긍정적인 영향을 미쳤다는 증거는 보고된 바 있다(Yu, 2010). 연구자들은 이러한 결과에 근거하여 보조금을 정치적 관계의 대용변수로 하여 정치적 관계를 분석하기도 하였다. 그러나 기업이 받는 정부 보조금은 기업이 정부로부터 받은 혜택을 나타내지만 정치적 관계를 수립하고 유지하기 위한 비용을 반영하지 못하는 문제가 있다. 긴밀한 정치적 관계는 기업들이 더 많은 자금을 지원받는 것을 가능하게 하지만 그 이면에는 잠재적인 비용이 존재할 수 있다. 이런 비용에는 정부가 기업에게 정부의 임무를 대신 수행하도록 요구하는 데 따르는 비용도 포함된다(Ma and Andrews, 2006; Menozzi et al., 2012; Niessen and Ruenzi, 2010). 즉, 기업의 해외 인수합병 시 정부 지원의 정도를 나타내는 정부 보조금은 기업가치에 긍정적인 영향을 주지만, 밀접한 정치적 관계 때문에 기업이 정부 지원에 대해 비용을 지불할 수도 있다. 따라서 정치적 관계가 높은 기업보다 정치적 관계가 낮은 기업에서 정부 보조금이 해외 M&A 성과에 미치는 긍정적인 영향이 더 크게 나타날 수 있다. 이와 관련해 이 연구는 다음과 같은 가설 2-1을 설정한다.

가설 2-1: 기업의 높은 정치적 관계는 해외 인수합병에서 정부 보조금의 긍정적 영향을 약화시킬 것이다.

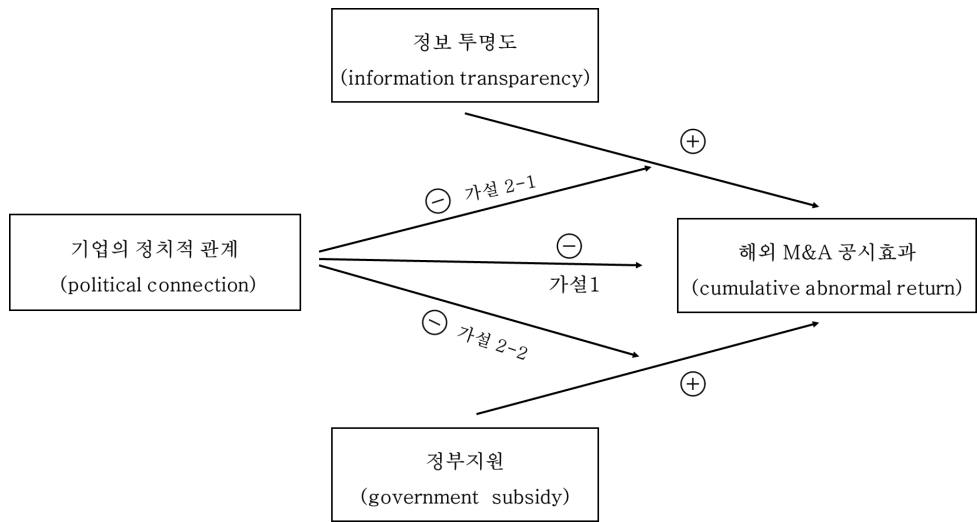
상장기업의 정보 투명도는 최근 연구자들과 투자자들의 높은 관심을 받고 있다. 기업이 투자활동을 할 때 기업의 정보 투명도는 기업가치에 긍정적인 영향을 준다(Healy et al., 1999). 중국 기업에 대한 연구 중에는 기업의 정보 투명도가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 보고한 연구(Zhang, 2017)도 있지만, 시장 정책이 아직 완벽하지 않기 때문에 기업 정보 투명도를 높이는 것이 기업가치에 긍정적인 영향을 주지 않는다고 보고한 연구도 있다(Yu, 2010). 이러한 정보 투명도와 기업가치 관계에 대한 분석 결과는 정보 투명도가 해외 M&A 성과에도 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

정부와 밀접한 관련을 맺고 있는 기업들은 정보 거래가 있을 가능성이 높다(Leuz and Oberholzer-Gee, 2006). Li and Zhou.(2015)는 중국 기업에 대한 연구에서 기업과 정부의 연결이 강할수록 회계정보의 질이 떨어진다고 주장하였다. 정부와 높은 관련이 있는 기업일수록 시장 투자자가 기업 행위의 정치적 목적을 알지 못하도록 할 가능성이 높을 것이기 때문이다. 따라서 기업의 정보 투명성은 기업의 해외 M&A의 시장 평가에서 긍정적인 영향을 미치지만, 기업의 정치적 관계는 이를 약화시킬 것으로 추정할 수 있다. 이러한 점을 반영하여 이 연구에서는 다음과 같은 가설2-2를 설정한다. 설정한 가설1과 2를 정리하여

그림으로 표시하면 [그림 1]과 같다.

가설 2-2: 기업의 높은 정치적 관계는 해외 인수합병에서 정보 투명성의 긍정적 영향을 약화시킬 것이다.

[그림 1] 정치적 관계와 해외 M&A 공시효과



3. 정치적 관계와 기업 소유권

중국 국영기업의 해외 M&A에 대해 정부는 전방위로 개입해 지원할 수 있다(Muralidharan at al., 2017). 국영기업의 해외 M&A는 정치적 목표를 가지고 있을 가능성이 크기 때문에 이러한 M&A는 국가 이익과 직결될 가능성이 커서 시장과 투자자의 관점에서는 단순한 기업 행위가 아닌 국가 행위로 해석될 수 있다. 그러므로 국영기업의 해외 M&A가 시장 평가를 받을 때 정치적 관계의 영향을 적게 받는 것으로 나타날 수 있다. 또한 국영기업의 정치적 관계는 개인 신분이라 기업적 신분의 성격을 갖게 되어 정치적 관계에서 기업이 지불하는 비용이 크지 않을 수 있다. 그러나 민영기업의 정치적 관계는 많은 경우 개인 관계를 통해 이루어지기 때문에 비용이 커질 수 있다. 즉, 높은 정치적 관계를 유지하기 위해 민영기업의 경영자는 정부의 요구를 충족시키기 위해 주주 이익을 훼손하는 결정을 내릴 수도 있다는 것이다(Menozzi et al., 2012; Zheng and Zhu, 2013). 이러한 점을 고려하여 이 연구에서는 다음과 같은 가설 3을 설정한다.

가설 3: 정치적 관계가 기업의 해외 인수합병 실적에 미치는 부정적인 영향은 민영기업에서 더욱 심하게 나타날 것이다.

III. 연구 방법 및 모형

2008년 금융위기 후에 중국 기업의 글로벌 시장 진출이 확대되었다. 특히 2013년 중국 정부가 “일대일로”(一帶一路) 전략을 시행한 후 중국 기업의 해외 직접투자가 급속하게 증가하였다. 그러나 2016년 이후 중국 경제와 시장 환경의 불안으로 중국 기업의 해외 M&A 규모는 감소하였다. 이는 중국 정부가 2017년 대외 투자 관리 제도를 강화한 것과도 관련이 있다.

중국 기업이 해외 M&A를 공시하였던 474건의 표본을 선정하는 기준은 다음과 같다. ① M&A 공시가 2009~2019년에 발생. ② 중국 대륙에 상장된(상하이증권시장과 선전증권시장) 비금융업종 기업. ③ 중국 대륙 이외 지역으로의 M&A. ④ 사건연구 추정기간(공시 전 155거래일까지)에서 두 번 이상 해외 M&A 사건 있는 경우는 첫 번째 사건만 대상으로 하였다.

이 연구에서는 해외 M&A가 기업가치를 창출하고 있는지를 판단하기 위해 사건연구법(event study)을 사용하여 M&A 공시일을 사건일로 정의하고 공시 전후 기간 동안의 기업 주가 변동률, 즉 공시효과를 통해 해외 M&A가 기업가치에 영향을 미치는지를 평가한다. 공시 전 155일부터 공시 전 30일까지를 추정 구간(estimation window)으로 시장모형(CAPM)을 사용하여 다음과 같이 주식의 기대수익률 $E(R_{i,t})$ 를 추정한다. $R_{m,t}$ 은 시장 수익률이다.

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$$

$R_{i,t}$ 과 $E(R_{i,t})$ 을 이용해 초과수익률 $AR_{i,t}$ (abnormal return)을 계산하고, 사건 구간(event window)의 선택에 따른 누적 초과수익률 $CAR_{(a,b)i}$ (cumulative abnormal return)을 계산한다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$$

$$CAR_{(a,b)i} = \sum_{t=a}^b AR_{i,t}$$

기업의 정치적 관계는 Fan et al.(2007)의 방법을 원용하여 기업가의 정치 신분을 반영하여

평가한다. 기업의 대표이사(chairman)와 최고경영자(CEO)의 정치 신분에 따라 1-3의 점수를 부여한 뒤 점수를 합산해 기업의 정치적 관계(PC)를 계산한다. 정치적 신분에는 정부 관원형(officer)과 위원 대표형(members) 두 가지가 있다. 정부 관원형 기업인은 정부나 국영기업에서 일정 직위에 근무하는 경우로 직무의 등급에 따라 점수를 부여한다. 구체적으로 현/처급(縣處級) 1점, 시/청급(市廳級) 2점, 성/부급(省部級) 3점을 부여한다. 위원 대표형, 즉 기업인의 경우는 중국의 각급 인민 대표 대회(People's Congress), 정치 협상 회의(Political Consultative Conference) 또는 기타 중요 정치협회에서 위원 대표를 담당하면 소속 협회의 직급에 따라 점수를 부여한다. 위원 대표가 갖는 정치적 실권은 정부 관원형 임원에 비해 작는데, 구체적인 점수 부여 방법은 다음과 같다. 시급 대표(市級) 1점, 성급 대표(省級) 2점; 국가 대표(國家) 3점. 정치 신분이 없는 기업인에 대해서는 0점을 부여하고, 두 가지 정치 신분이 다 있는 기업인에 대해서는 두 점수 중 높은 것을 부여한다. CSMAR Data Base에서는 2018년 이후 기업인의 정치 신분에 관한 정보 제공을 중단하였기 때문에 이 연구에서는 CSMAR, SINA 금융, BAIDU백과, npc.gov.cn, cppcc.gov.cn 등을 통해 기업인의 정치 신분에 관한 정보를 수집하고 정리하였다.

정치적 관계를 정리한 결과, 정치 신분이 있는 최고경영자는 50.2%이고 대표이사는 64.8%를 차지한다. 특이한 점은 국영기업에서 대표이사(chairman)들은 높은 관원형 정치 신분을 가지고 있는 반면 관원형 신분을 가지고 있는 최고경영자(CEO)는 상대적으로 적고 직급도 낮다는 점이다. 이는 중국 정부가 국영기업 가치를 높이기 위하여 전공지식이 강한 최고경영자를 채용하면서 기업의 의사결정권을 확보하기 위해 정부 관원들을 대표이사로 임용하는 경향이 있음을 의미한다. 한편, 민영기업의 정치적 관계는 주로 기업인의 위원 대표형 신분을 통해 나타난다. 정치적 관계가 없는 기업은 30% 정도밖에 되지 않아 정치적 관계가 중국 기업에 보편적으로 존재한다는 것을 알 수 있다.

가설 1, 즉 중국 기업의 정치적 관계가 해외 M&A의 공시효과에 대해 부정적인 영향을 미칠 것인지를 검증하기 위해 PC_Dummy (정치적 관계있으면 1, 없으면 0)와 PC_Index $\ln(PC_Index+1)$ 를 설명변수로 회귀모형 1을 설정한다. PC 는 정치적 관계를 나타내는 변수이고 i 는 사건을 구분하는 첨자 j 는 통제변수를 구분하는 첨자이다. $Control$ 은 통제변수이고 ϵ_i 는 회귀식의 오차이다. β_1 이 음수로 유의적이면 기업의 정치적 관계가 긴밀할수록 해외 M&A의 성과가 낮은 것으로 해석된다.

$$CAR_{(a,b)i} = \beta_0 + \beta_1 PC_i + \sum_j b_j Control_{i,j} + \epsilon_i \quad (1)$$

정부 보조금(*Subsidy*)은 기업이 정부로부터 직접적으로 지원을 받은 것이다. 본 연구에서는 기업 M&A 전 3년 동안에 해마다 받은 정부 보조금이 총자산에서 차지하는 비중의 평균값으로 기업이 정부 지원을 받는 수준을 평가한다. 정부 보조금 데이터는 CSMAR Data Base (<https://cn.gtadata.com>)에서 검색하여 사용한다. 가설 2-1, 즉 중국 기업의 정치적 관계가 정부 보조금의 해외 M&A 성과에 대한 긍정적인 영향을 약화시키는 지를 검증하기 위해 회귀모형(2-1)을 설정한다. α_3 가 음수로 유의적인 값으로 추정되는 경우 정치적 관계가 높은 기업이 보조금을 받는 경우 기업가치에 부정적인 영향이 있는 것으로 해석된다.

$$CAR_{(a,b)i} = \alpha_0 + \alpha_1 PC_i + \alpha_2 Subsidy_i + \alpha_3 PC_i \times Subsidy_i + \sum a_j Control_{i,j} + \epsilon_i \quad (2-1)$$

전술한 바와 같이 기업 정보의 투명성은 기업의 해외 M&A 공시효과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있지만 기업의 정치적 관계가 높은 기업들의 경우는 정보 투명성이 높아짐에 따라 M&A의 정치적 목적을 시장에서 더 명확히 인식할 수 있어 부정적인 영향으로 작용할 수 있다. Bushman et al.(2004)는 기업의 투명성을 외부 정보 사용자가 기업의 특정 정보를 효과적으로 획득할 수 있는 정도로 정의하고 애널리스트가 제출한 보고서가 많을수록 기업의 정보 투명성이 개선된다고 주장하였다. 이 연구에서는 M&A 해당 년도에서 기업에 대한 분석 보고서가 분석 기업들의 중앙값(10건) 이상이면 높은 정보 투명성을 가진 기업으로 간주하고 더미변수 *Inform*에 1의 값을 부여하고 나머지 기업은 0의 값을 부여한다.

가설 2-2, 즉 중국 기업의 정치적 관계가 기업 정보 투명성이 해외 M&A 성과에 미치는 긍정적인 영향을 약화시킬 것인지의 여부를 검증하기 위해 회귀모형 (2-2)를 설정한다. γ_3 가 음수로 유의적인 값인 경우 정치적 관계가 긴밀한 기업의 높은 정보 투명도는 기업가치에 부정적인 영향을 주는 것으로 해석된다.

$$CAR_{(a,b)i} = \gamma_0 + \gamma_1 PC_i + \gamma_2 Inform_i + \gamma_3 PC_i \times Inform_i + \sum g_j Control_{i,j} + \epsilon_i \quad (2-2)$$

회귀모형에서 통제변수는 기존의 연구에 따라 다음과 같은 변수들을 사용한다. 기업 규모, 기업 업력과 기업가치는 해외 M&A 성과와 관련이 있을 수 있다(Faccio, 2006; Fan et al., 2007). 이 연구에서는 M&A 공시 전년도 총자산의 자연대수값으로 기업 규모($\ln_Asset$)를 측정하고, 업력($\ln_Age$)은 해당 연도의 기업 연령의 자연대수값으로 계산한다. 주식 시장가치와 부채의 장부가치 합을 기말 총자산으로 나누어 계산한 토빈의 큐(*Tobin's q*)를 기업가치 대용변수로 사용한다. 기업이 해외 M&A를 실시할 때 기업의 자본구조도 영향을

미칠 수 있는 점을 고려하여 공시 전의 부채비율(*Debt*)과 당좌비율(*Current*)도 통제변수로 추가한다.

해외 M&A에서 현지국의 특성도 M&A 실적에 영향을 미치는 중요한 요소이다. M&A 현지국이 시장 제도가 잘 정립되고 경제가 발전해 있을수록 M&A 성과에 대한 시장의 평가가 높을 수 있다(Brockman et al., 2013; 김병진, 정진영, 2017). 그러나 비교적 강한 정치적 목적을 지닌 M&A는 해당 지역으로부터 부정적 인식의 대상이 될 수 있어 M&A의 성공 및 인수 후 기업 통합에 어려움이 증가할 수 있다. 이러한 점을 고려하기 위해 세계은행(World Bank)이 발표한 국가별 정치환경 지수(CPI: Corruption Perceptions Index)의 자연대수값으로 현지 지역의 제도 환경($\ln_CPI$)을 평가한다. 기업의 M&A 공시 거래 금액의 자연대수값으로 계산한 M&A의 거래 규모($\ln_Tsize$)로 통제변수에 포함한다.

IV. 실증분석

1. 정치적 관계와 해외 인수합병의 공시효과 분석

<표 1>의 Panel A는 기업의 해외 M&A 공시일과 그 전후 각 1일(총 3일)의 초과수익률($AR_{i,t}$) 평균치와 차이 검정의 유의수준을 보고하며, Panel B는 누적 초과수익률($CAR_{(a,b)i}$)의 평균치와 차이 검정의 유의수준을 보고한다. 전체적으로 보면 중국 기업의 해외 M&A는 공시일 전후에 긍정적인 시장 평가를 받았는데 이러한 긍정적인 평가는 정치적 관계가 없는 기업 그룹에 더욱 두드러진다. 반면 정치적 관계가 있는 기업은 시장에서 긍정적 평가를 받지 못했다.

정치적 관계 수준에 따른 기업의 해외 M&A 공시효과를 확인하기 위하여 [그림 2]에서 정치적 관계(PC)를 기준으로 표본 그룹을 구분하고 M&A 공시 전후 11일간의 *AR*(점선)과 *CAR*(실선)의 변화를 그림으로 표시하였다. [그림 2-1], [그림 2-2], [그림 2-3]의 결과는 <표 1>의 결과와 내용상 동일하다. 즉 정치적 관계가 없는 기업이 M&A 공시일에 양(+)의 *AR*을 보이며 공시된 후에도 양(+)의 *CAR*가 유지됨을 알 수 있다. 반면 정치적 관계가 있는 기업은 M&A 공시일에 명확한 양(+)의 *AR* 보이지 않으며 공시 후에 *CAR*는 소폭 하락세를 보이고 있다.

[그림 2-4]부터 [그림 2-9]까지는 정치적 관계를 세분하여 기업 해외 M&A의 공시효과를 보여준다. [그림 2-4](PC = 1)과 [그림 2-5](PC = 2)는 정치적 관계가 비교적 낮은 기업의 상황을 반영하는데, 이런 기업들이 해외 M&A를 공시했을 때 시장 반응이 크지 않다는

것을 알 수 있다. [그림 2-6](PC = 3), [그림 2-7](PC = 4)를 보면 중간 수준의 정치적 관계를 갖고 있는 기업은 해외 M&A 공시 전후에 시장평가가 낙관적이지 않으며, 특히 PC=4의 그룹에서는 *CAR*의 추세가 지속적으로 하락하는 현상을 보이고 있다. 그러나 [그림 2-8](PC = 5), [그림 2-9](PC = 6)에서 정치적 관계가 비교적 강한 기업에서는 M&A 공시 전에 좋은 시장 반응이 분명하게 나타난다. 즉 사전효과가 존재할 가능성이 있음을 보여준다. 이 같은 현상은 다른 그룹에서는 발견되지 않는데 흥미로운 결과이다. 공시 후 PC=5 그룹의 *CAR*는 하락하지만 PC=6의 그룹의 *CAR*는 상승세를 계속 유지하고 있다.

<표 1> 해외 M&A 공시효과 및 차이 분석

이 표에서는 중국 기업의 해외 M&A 공시 전후의 초과수익률(Panel A)과 누적 초과수익률(Panel B)의 평균값(단위: %)과 차이 검정의 유의수준을 보고한다. Whole은 전체표본이며 PC=0은 정치적 관계가 없는 기업이며 PC>0은 정치적 관계가 있는 기업 표본이다. Diff-AR(*CAR*)는 두 표본 그룹의 평균값의 차이검정(*t*검정) 결과이다. 괄호 안에 값은 *t*값이다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

Panel A: AR(Abnormal Return)

AR	Whole	PC = 0	PC > 0	Diff-AR
-1	0.104 (0.81)	0.814*** (2.81)	-0.197 (-1.47)	1.011*** (3.62)
0	0.391*** (2.66)	0.730** (2.34)	0.248 (1.53)	0.483 (1.50)
1	0.099 (0.73)	0.486* (1.68)	-0.065 (-0.44)	0.551* (1.87)
Obs.	474	141	333	

Panel B: CAR(Cumulative Abnormal Return)

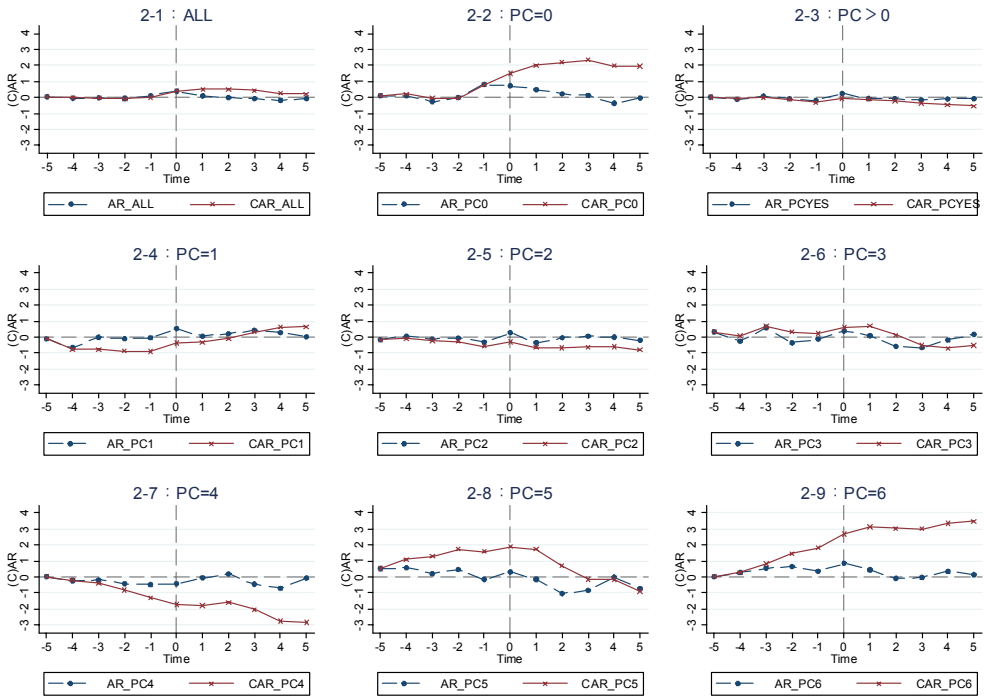
CAR	Whole	PC=0	PC>0	Diff-CAR
(0, 1)	0.490** (2.41)	1.216*** (2.80)	0.183 (0.83)	1.034** (2.34)
(0, 3)	0.419 (1.50)	1.565*** (2.78)	-0.066 (-0.21)	1.630*** (2.69)
(-1, 1)	0.594** (2.28)	2.031*** (3.44)	-0.014 (-0.05)	2.045*** (3.63)
(-3, 3)	0.444 (1.16)	2.132*** (2.85)	-0.270 (-0.61)	2.402*** (2.88)
Obs.	474	141	333	

[그림 2]에 나타난 정보를 바탕으로 각 PC별로 기업 M&A 공시 전후의 *AR*과 *CAR*를 살펴보면 공시 후 2-4일 사이에 중등의(PC = 3, PC = 4) 정치적 관계를 갖고 있는 기업들의 *AR* 평균값은 유의한 음(-)의 값을 갖는다. 그러나 가장 긴밀한 정치적 관계(PC = 6)를

보이는 기업들의 M&A 공시일 시장 평가는 양(+)의 값을 나타내며 공시 전 4일부터 이미 유의한 양(+)의 초과수익률을 보인다.

[그림 2] 정치적 관계 수준과 해외 M&A 공시효과

정치적 관계(PC)에 따라 표본을 구분하여 M&A 공시 전후 11일간 AR (“.”로 연결된 점선)과 CAR (“×”로 연결된 실선)의 변화 추세를 표시한다. [그림 2-1]은 전체 표본이고, [그림 2-2]는 정치적 관계가 없는 표본, [그림 2-3]은 정치적 관계가 있는 기업그룹, [그림 2-4]부터 [그림 2-9]까지는 정치적 관계의 강약(PC: 1-6)에 따라 구분한 표본이다.



이상의 결과를 보면 기업의 정치적 관계와 해외 M&A 공시효과의 관계는 선형 관계가 아니라는 것을 추론할 수 있다. 즉, 정치적 관계가 없는 기업들은 해외 M&A 공시와 관련해 시장에서 긍정적인 평가를 받는 반면 기업의 정치적 관계가 밀접해짐에 따라 M&A 공시효과는 낮아진다. 그러나 정치적 관계가 일정한 수준에 도달하는 경우 시장에서는 오히려 긍정적인 평가를 하고 있다. 이와 같은 비선형 관계를 확인하기 위하여 정치적 관계 지수의 제곱항을 설명변수로 포함하여 회귀모형 (3)을 구성하고 기업의 정치적 관계와 기업의 해외 M&A 공시효과 간에 U형 관계 존재 여부를 확인한다.

$$CAR_{(a,b)i} = \delta_0 + \delta_1 PC_i + \delta_2 PC_i^2 + \sum d_j Control_{i,j} + \epsilon_i \quad (3)$$

이 연구에서 선택한 주요 종속변수는 $CAR(0, 1)$ 이다. 공시 전 1일에도 유의한 초과수익률이 발생하는 점을 고려하여 회귀분석에서는 $CAR(-1, 1)$ 에 대해서도 분석한다. 시장 반응이 단기적으로 지연되거나 반전될 수 있는 점을 고려하여 $CAR(0, 3)$ 와 $CAR(-3, 3)$ 을 종속변수로 한 회귀분석도 실시하였으나 결과에 유의적인 차이가 없어 별도로 보고하지 않는다. 다중공선성 문제를 확인하기 위해 VIF 검증을 수행하여 문제가 없음을 확인하였다.

<표 2>는 변수들의 기초통계량과 변수 간의 피어슨 상관관계수이다. 상관성 분석의 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 정치적 관계 지수 PC_Index 와 $CAR(0, 1)$ 의 상관관계수는 -0.093 으로서 통계적으로 유의하다. 둘째, PC_Index 와 정부 보조금의 상관관계수는 0.099 이며 통계적으로 유의하다. 이는 정치적 관계와 기업이 받는 정부 지원 간에 양수 방향의 상관성이 존재한다는 선행 연구의 보고와 일관성이 있다. 셋째, 정치적 관계는 기업 규모, 기업 부채비율과 양수의 상관관계를 갖지만 기업가치 및 유동성 비율과는 음수의 상관관계를 가지고 있다. 또 업력이 높을수록 정부와의 관계가 더욱 강해지는 현상이 있음을 보이고 있다.

이하에서는 기업의 정치적 관계와 해외 M&A의 공시효과 간의 관계를 OLS 회귀분석을 수행하여 추정한 결과를 보고한다. <표 3>은 가설1을 검증하기 위한 $CAR(0, 1)$ 과 사전 효과수를 포함한 $CAR(-1, 1)$ 을 종속변수로 하는 다중 회귀분석의 결과이다.

<표 3>의 2, 5열은 기업 소유권 성격이 기업의 정치적 관계와 해외 M&A에 미치는 영향을 검증하기 위하여 기업 소유권 더미변수(*State Dummy*)를 모형에 추가하여 분석한 결과이다. 소유권 더미변수의 계수는 유의적이지 않다. 이러한 결과는 중국 기업의 소유권 성격은 해외 M&A의 공시효과에 대해 유의한 영향이 있다고 할 수 없다는 것으로 이효원, 박용석(2020)의 분석 결과와는 차이가 있다(별도로 보고하지는 않았지만 CAR 가 민영기업과 국영기업 간에 차이가 있는지를 분석한 결과 민영기업의 $CAR(-1, 1)$ 평균은 0.60% 이고 국영기업의 경우는 0.57% 로 t 값은 0.04 로 유의적이지 않다).

PC_Dummy 와 PC_Index 의 회귀계수는 모두 음(-)의 값으로 추정되고 1% 유의수준 하에서 가설1을 지지한다. 즉 전제적으로 보면 중국 기업의 정치적 관계가 해외 M&A의 공시효과에 대해 부정적 영향을 미친다. 정부 보조금의 회귀계수는 유의하게 양(+)의 값을 보여 기업이 정부 지원을 많이 받을수록 시장에서 해외 M&A에 대해 긍정적인 평가를 한다고 보고했던 Yu(2010)의 연구와 일관성이 있다. 그러나 각 회귀분석 결과에서 기업의 정보 투명도(*Inform*)의 계수는 유의하지 않다. 현지 정책 환경 수준($\ln_CPI$)은 해외 M&A 공시 후의 $CAR(0, 1)$ 에서 유의한 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타나 Brockman et al.(2013)의 연구결과를 지지한다. 그러나 이 관계는 사전 반응을 고려한 $CAR(-1, 1)$ 을 종속변수로 분석한 결과에서는 유의하지 않다.

<표 2> 기초통계 및 상관관계 분석

이 표에서 변수들의 평균, 중앙값과 변수 간의 상관계수를 보고한다. 표에서 *CAR(0,1)*은 M&A 공시일과 공시 후 1일의 누적 초과수익률, *PC_Index*는 기업의 정치적 관계, *Subsidy*는 정부 보조금비용, *Inform*는 정보 투명도, *Age*는 기업 연령, *Asset*는 기업자산규모(억 원), *Tobin Q*는 기업가치의 대응변수인 토빈의 Q, *Debt*는 부채비용, *Current*는 당좌비용, *Tsize*는 거래규모(억 원), *CPI*는 현지국 정치환경수준을 나타낸다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	Mean	Median	<i>CAR(0,1)</i>	<i>PC_Index</i>	<i>Subsidy</i>	<i>Inform</i>	<i>Age</i>	<i>Asset</i>	<i>Tobin'q</i>	<i>Debt</i>	<i>Current</i>	<i>Tsize</i>
<i>CAR(0,1)</i>	0.490	0.105										
<i>PC_Index</i>	0.920	1.099	-0.093*									
<i>Subsidy</i>	0.335	0.210	0.128**	0.099*								
<i>Inform</i>	0.475	0.000	0.048	0.126**	0.102*							
<i>Age</i>	9.861	8.000	0.071	0.301***	-0.044	0.046						
<i>Asset</i>	137.816	48.325	0.017	0.286***	0.003	0.190***	0.317***					
<i>Tobin'q</i>	3.005	2.321	-0.101*	-0.183***	0.153***	0.063	-0.384***	-0.267***				
<i>Debt</i>	0.419	0.415	0.064	0.263***	-0.131***	0.031	0.400***	0.407***	-0.472***			
<i>Current</i>	2.889	1.807	-0.112**	-0.205***	0.069	-0.077	-0.274***	-0.170***	0.355***	-0.544***		
<i>Tsize</i>	7.138	1.152	0.149***	0.072	-0.052	0.029	0.262***	0.161***	-0.111**	0.158***	-0.105**	
<i>CPI</i>	71.286	76.125	0.048	-0.070	0.030	0.033	0.002	-0.067	0.126**	-0.118**	0.093*	-0.033

<표 3> 정치적 관계가 해외 M&A 공시효과에 미치는 영향

이 표에서는 정치적 관계가 해외 M&A 성과에 미치는 영향을 식(1)을 이용해 산업더미와 연도더미를 통제하고 추정한 결과를 보고한다. 종속변수는 누적 초과수익률 $CAR(0, 1)$ 과 $CAR(-1, 1)$ 이다. $State_Dummy$ 는 기업의 소유권성격(국영기업: 1, 민영기업: 0) 더미변수, PC_Dummy 는 정치적 관계 더미변수, PC_Index 는 정치적 관계 점수(PC+1)의 자연대수 값, $Subsidy$ 는 정부 보조금비율, $Inform$ 는 정보 투명도 더미변수, ln_Age 는 기업 업력의 자연대수, ln_Asset 는 기업규모(자산의 자연대수), $Tobin'q$ 는 기업가치의 대용변수인 토빈의 q, $Debt$ 는 부채비율, $Current$ 는 당좌비율, ln_Tsize 는 거래규모의 자연대수, ln_CPI 는 현지국 정치환경수준을 나타낸다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	$CAR(0, 1)$			$CAR(-1, 1)$		
	Market reaction after public			Market reaction before & after public		
	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5	model 6
<i>State_Dummy</i>	-0.449 (-0.72)			-0.778 (-0.95)		
<i>PC_Dummy</i>		-1.658*** (-3.56)			-2.689*** (-4.47)	
<i>PC_Index</i>			-1.193*** (-3.58)			-1.855*** (-4.30)
<i>Subsidy</i>	1.707*** (2.93)	1.773*** (3.09)	1.789*** (3.12)	2.081*** (2.74)	2.184*** (2.95)	2.202*** (2.97)
<i>Inform</i>	0.375 (0.82)	0.385 (0.86)	0.387 (0.86)	0.007 (0.01)	0.028 (0.05)	0.032 (0.05)
<i>ln_CPI</i>	1.631** (2.05)	1.618** (2.06)	1.545** (1.97)	0.779 (0.75)	0.759 (0.75)	0.647 (0.64)
<i>ln_Age</i>	0.318 (0.98)	0.373 (1.17)	0.405 (1.27)	0.406 (0.96)	0.493 (1.20)	0.537 (1.30)
<i>ln_Asset</i>	-0.300 (-1.16)	-0.246 (-1.00)	-0.156 (-0.62)	-0.429 (-1.28)	-0.346 (-1.09)	-0.215 (-0.66)
<i>Tobin'q</i>	-0.294** (-2.28)	-0.281** (-2.21)	-0.284** (-2.24)	-0.472*** (-2.82)	-0.451*** (-2.75)	-0.457*** (-2.79)
<i>Debt</i>	0.023 (0.01)	-0.001 (-0.00)	-0.114 (-0.07)	-1.766 (-0.83)	-1.821 (-0.88)	-2.005 (-0.97)
<i>Current</i>	-0.093 (-1.36)	-0.108 (-1.60)	-0.109 (-1.61)	-0.149* (-1.67)	-0.174** (-2.00)	-0.174** (-1.99)
<i>ln_Tsize</i>	0.143** (2.35)	0.152** (2.54)	0.152** (2.54)	0.118 (1.49)	0.134* (1.73)	0.133* (1.71)
<i>_cons</i>	0.790 (0.11)	1.307 (0.20)	-0.272 (-0.04)	5.504 (0.61)	6.463 (0.75)	4.047 (0.47)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R ²	0.051	0.077	0.077	0.028	0.068	0.065
P-value	0.006	0.000	0.000	0.070	0.001	0.001

기업이 정부 보조금을 받기 위하여 음성적인 비용(hidden cost)을 지불할 수 있는데 이러한 비용에는 기업이 정부의 임무를 수행하기 위해 기업가치에 불리한 행위를 하는 것이 포함된다(Ma and Andrews, 2006). 기업의 정치적 관계와 기업이 받는 정부 지원이 해외 M&A 공시효과에 미치는 영향을 종합적으로 판단하기 위하여 회귀모형에서 정치적 관계와 정부 보조금의 교차곱항($PC_Index \times Subsidy$)을 대입한 회귀모형(2-1)을 추정하고 결과를 <표 4>의 2, 5열에서 보고한다. Healy and Palepu(1999)는 기업 정보 투명도가 투자자의 기업평가에 긍정적인 영향을 미친다고 보고했는데 <표 3>의 결과에 따르면 중국 기업의 정보 투명도($Inform$)는 해외 M&A 공시효과에 유의한 영향을 주지 않는다. 그러나 기업의 정보 투명도는 기업의 정치적 관계와 해외 M&A의 공시효과 간의 관계에 영향을 줄 수 있다. 기업의 해외 M&A 결정이 일정한 정치적 목적이나 정부로부터 영향을 받는 경우 투자자의 이익이 침해될 수 있는데, 기업의 투명도가 높을수록 투자자들이 잠재적인 위협을 쉽게 파악할 수 있기 때문이다. 이러한 가능성을 확인하기 위해 회귀모형에 정치적 관계와 기업의 정보 투명도의 교차곱항($PC_Index \times Inform$)을 추가한 회귀모형(2-2)을 추정하고 결과를 <표 4>의 3, 6열에서 보고한다.

<표 4>의 2열에서 $PC_Index \times Subsidy$ 의 회귀계수는 -1.386으로 10%의 수준에서 유의하지만 사전 반응까지를 고려한 5열에서는 유의하지 않다. 공시 전의 효과까지를 고려한 $CAR(-1,1)$ 의 경우 공시효과를 약화시키는 영향이 유의적이지 않은 것은 정치적 관계와 보조금 효과에 대한 시장의 반응이 공시 전부터 구체화된다는 것으로 흥미로운 결과라고 할 수 있다.

이런 결과는 기업이 정부 지원을 받는 경우 어느 정도 숨겨진 비용이 있을 수 있음을 시장에서 인지하고 있음을 반영하는 것이다. 달리 말하면 정치적 연계가 높은 기업의 경우 정치적 연계가 낮은 기업에 비해 정치적 책임이 크므로 정부 보조금의 해외 M&A 성과에 미치는 긍정적 영향이 감소한다는 것을 나타내는 것이다.

<그림 3>의 A는 기업의 정치적 관계가 정부 보조금과 M&A 공시효과[$CAR(0,1)$] 간의 관계에 미치는 조절효과를 Dawson(2014)의 방법으로 보여주고 있다.²⁾ <그림 3> A에서, 실선은 낮은 정치적 관계에서 기업이 받는 보조금이 해외 M&A 성과에 미치는 영향을 표시하며, 기울기가 3.333이고 유의성을 나타내는 p값은 0.001이다. 점선은 높은 정치적 관계에서 기업이 얻은 보조금이 해외 M&A 성과에 미치는 영향을 표시한 것인데 기울기는 0.637이고 p값은 0.448이다. 이는 기업의 정치적 관계가 정부 보조금의 해외 M&A의 긍정적인 공시효과를 약화시킬 수 있음을 보여준다.

2) Dawson(2014)은 변수의 조절효과를 검증하고 효과를 도식화하는 방법을 소개했다. 이 연구에서는 그가 제시한 방법 중에 “two-way linear interaction effects”를 사용한 것이다.

<표 4>의 3열에서 $PC_Index \times Inform$ 의 회귀계수는 -1.154로 나오고 10%의 통계 수준에 유의하지만 사전 반응까지 고려한 6열에서는 -1.044로 유의하지 않다. <그림 3>의 B를 통해 기울기를 비교해 보면 실선은 낮은 정치적 관계에서의 기업의 정보 투명도가 해외 M&A 성과에 미치는 영향을 표시하며, 기울기는 1.45, p값은 0.043이다. 이는 낮은 정치적 관계하에 기업의 정보 투명도가 해외 M&A 공시효과에 대해 긍정적인 영향 미치고 있음을 나타낸다. 점선은 높은 정치적 관계에서 기업의 정보 투명도가 해외 M&A 성과에 미치는 영향을 표시하며 기울기는 -0.795이고 P값은 0.294이다. 이는 낮은 정치적 관계에서는 정보 투명도가 해외 M&A 공시효과에 미치는 긍정적인 영향이 존재하지만 높은 정치적 관계에서는 정보 투명성의 긍정적 효과가 나타나지 않는 것을 의미한다.

[그림 2]에서 정치적 관계가 없거나 관계가 가장 낮은 기업 표본과 정치적 관계가 가장 높은 기업 표본의 해외 M&A의 공시효과는 중간 수준의 정치적 관계를 가진 기업 표본에서의 공시효과 보다 높다. 즉 정치적 관계와 M&A 공시효과 사이에 U자형 관계가 존재할 가능성이 있다는 것이다. 이런 관계를 검증하기 위하여 PC_Index 의 제곱항을 추가한 회귀모형(3)을 추정한 결과는 <표 4>의 4, 7열에서 보고한다. 4열에서 $CAR(0,1)$ 을 종속변수로 하는 분석 결과에서는 PC_Index^2 의 회귀계수는 유의성 없지만 사전 반응을 고려한 $CAR(-1,1)$ 을 종속변수로 분석한 결과에서 PC_Index^2 의 계수는 1.409로 10% 통계수준에 유의하다.

그러나 변수의 제곱항을 대입하는 방법으로 U형 관계를 검증하면 U형 관계가 한쪽만 유의미하고 다른 한쪽은 U형 관계를 만족하지 않아도 제곱 처리 방법의 영향을 받아서 회귀계수는 여전히 유의한 값을 나타낼 수 있는 문제가 있다. 이 연구에서는 Lind and Mehlum(2010)의 방법으로 U자형 관계가 실제 존재하는지 여부에 대한 강건성분석을 실시한다. 결과는 <표 5>에 보고하며 $CAR(-1,1)$ 에서 나타난 U자형 관계는 왼쪽에서만 유의하고 전체적인 U형 관계 만족하지 않고 있음을 확인할 수 있다.

<표 6>은 가설3을 검증하기 위하여 M&A 사건 표본을 기업의 소유권 성격으로 구분하여 실시한 회귀분석의 결과이다. 정치적 관계와 해외 M&A 성과 간의 U자형 관계가 소유권 성격을 구분한 경우에 성립하는지의 여부를 검증하기 위해 회귀모형(3)을 추정한다.

<표 6>에서 국영기업 표본에 대한 회귀분석의 2, 6열에서 정치적 관계는 해외 M&A 공시효과에 미치는 영향이 유의하지 않다. 즉 음(-)의 선형 관계 성립하지 않는다. 그러나 민영기업 표본에 대한 회귀분석의 3, 7열에서는 정치적 관계 PC_Index 의 회귀계수가 각각 -1.421, -2.127로 1%의 수준에서 유의하다. 즉, 국영기업의 정치적 관계는 기업의 해외 M&A 공시효과에 부정적인 영향을 미치지 않는데 민영기업의 정치적 관계는 기업의 해외 M&A 공시효과에 부정적인 영향을 미치고 있다.

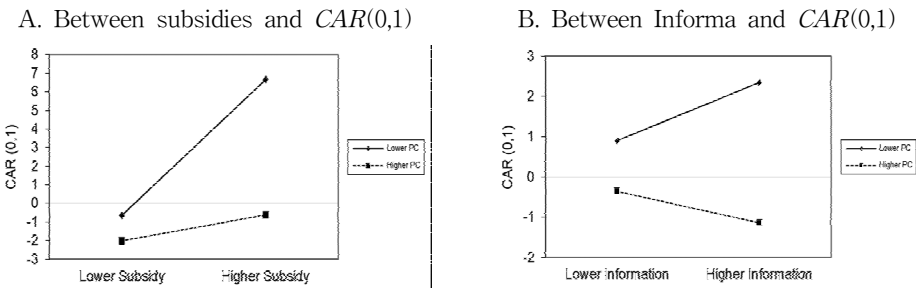
<표 4> 정치적 관계가 해외 M&A 공시효과에 미치는 영향(조절효과 및 U자형관계)

표의 model 1, 2, 4, 5는 정치적 관계가 정부 보조금이 해외 M&A의 공시효과에서 갖는 조절효과와, 정치적 관계가 기업의 정보 투명도가 해외 M&A의 공시효과에서 갖는 조절효과를 보고한다. model 3, 6은 정치적 관계와 해외 M&A 성과 간의 U자형 관계를 검증하기 위해 식(3)을 이용하여 추정한 결과를 보고한다. 종속변수는 누적 초과수익률 $CAR(0,1)$ 과 $CAR(-1,1)$ 이다. PC_Index 는 정치적 관계 점수(PC+1)의 자연대수값, $Subsidy$ 는 정부 보조금비율, $Inform$ 는 정보 투명도 더미변수, ln_Age 는 기업 업력의 자연대수, ln_Asset 는 기업규모(자산의 자연대수), $Tobin'q$ 는 기업가치의 대용변수인 토빈의 q, $Debt$ 는 부채비율, $Current$ 는 당좌비율, ln_Tsize 는 거래규모의 자연대수, ln_CPI 는 현지국 정치환경수준을 나타낸다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

Variables	CAR(0,1)			CAR(-1,1)		
	Market reaction after public			Market reaction before & after public		
	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5	model 6
<i>PC_Index</i>	-0.707* (-1.68)	-0.641 (-1.46)	-2.420** (-2.39)	-1.618*** (-2.96)	-1.356** (-2.38)	-4.147*** (-3.17)
<i>Subsidy</i>	3.333*** (3.33)	1.745*** (3.05)	1.764*** (3.08)	2.955** (2.27)	2.163*** (2.92)	2.156*** (2.91)
<i>PC_index</i> $\times$ <i>Subsidy</i>	-1.386* (-1.88)			-0.675 (-0.71)		
<i>Inform</i>	0.339 (0.76)	1.457** (2.04)	0.413 (0.92)	0.008 (0.01)	0.999 (1.08)	0.081 (0.14)
<i>PC_index</i> $\times$ <i>Inform</i>		-1.154* (-1.93)			-1.044 (-1.35)	
<i>PC_Index</i> ²			0.754 (1.28)			1.409* (1.86)
<i>ln_CPI</i>	1.564** (2.00)	1.499* (1.91)	1.597** (2.03)	0.656 (0.64)	0.605 (0.60)	0.743 (0.73)
<i>ln_Age</i>	0.384 (1.20)	0.422 (1.32)	0.403 (1.26)	0.527 (1.27)	0.553 (1.34)	0.534 (1.29)
<i>ln_Asset</i>	-0.170 (-0.68)	-0.164 (-0.66)	-0.214 (-0.84)	-0.221 (-0.68)	-0.221 (-0.68)	-0.323 (-0.99)
<i>Tobin'q</i>	-0.299** (-2.36)	-0.261** (-2.05)	-0.281** (-2.22)	-0.464*** (-2.82)	-0.436*** (-2.65)	-0.452*** (-2.76)
<i>Debt</i>	-0.209 (-0.13)	-0.004 (-0.00)	-0.010 (-0.01)	-2.052 (-0.99)	-1.906 (-0.92)	-1.811 (-0.87)
<i>Current</i>	-0.115* (-1.71)	-0.118* (-1.74)	-0.108 (-1.59)	-0.177** (-2.02)	-0.182** (-2.08)	-0.172** (-1.97)
<i>ln_Tsize</i>	0.150** (2.51)	0.147** (2.45)	0.155** (2.58)	0.132* (1.70)	0.128* (1.65)	0.138* (1.78)
_cons	-0.636 (-0.10)	-0.626 (-0.09)	0.895 (0.13)	3.870 (0.45)	3.727 (0.43)	6.228 (0.72)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R ²	0.082	0.083	0.078	0.064	0.067	0.070
P-value	0.000	0.000	0.000	0.001	0.001	0.001

[그림 3] 정치적 관계의 조절효과 검증

이 그림은 Dawson(2014)의 방법을 참고하여 정치적 관계(PC_Index)의 조절효과를 나타낸다. A는 정부 보조금과 M&A 공시효과 CAR(0, 1) 간의 관계에 대한 정치적 관계의 조절효과를 나타낸다. B는 기업 정보 투명도와 M&A 공시효과 CAR(0, 1) 간의 관계에 대한 정치적 관계의 조절효과를 보여준다.



<표 5> 기업의 정치적 관계와 해외 M&A 공시효과 간의 U자형 관계 유의성 검증

이 표는 Lind and Mehlum(2010)의 방법으로 정치적 관계(PC_Index)와 사전반응을 고려한 해외 M&A 공시효과 CAR(-1, 1)간의 U자형 관계에 대한 유의성 검증 결과이다.

PC_Index & CAR(-1, 1)	H1: U shape H0: Monotone or Inverse U shape	
	Lower bound	Upper bound
Interval	0	1.95
Slope	-4.15	1.34
t-value(p-value)	-3.17(0.000)	0.76(0.225)
Overall test of presence of a U shape: t-value = 0.75 P-value= 0.225		

국영기업 그룹에 대한 회귀분석의 3, 7열에서 PC_Index²의 회귀계수는 각각 8.002와 9.527로 모두 5%의 수준에서 유의하다. 이러한 결과는 <표 4>에 제시한 CAR(-1, 1)에서 정치적 관계와 U자형 관계가 유의적으로 추정되는 것과 일관성 있는 결과이다. 그러나 민영기업에 대한 회귀분석인 5, 9열에서 PC_Index²의 계수는 모두 유의하지 않다. 즉, 민영기업의 경우 정치적 관계와 해외 M&A 간의 U자형 관계가 성립하지 않는다.

이러한 분석 결과가 나타나는 이유는 국영기업과 민영기업으로 구분해 다음과 같이 추론할 수 있다. 국영기업의 경우; ①낮은 정치적 관계를 갖는 것은 낮은 정치적 책임을 가짐을 의미하는데 이런 기업들은 다수가 지방 국영기업이다. 해외 M&A의 정치적 임무를 주로 국가 차원에서 구현하기 때문에(Chen and Young, 2010) 지방정부의 간섭은 상대적으로 적다. 중앙정부의 통제와 거리를 둬으로써 기업은 비교적 높은 결정권을 갖고 있다. ②높은 정치적 관계를 갖고 있는 국영기업은 대부분 성/부급 이상 또는 중앙기업이다. 이런 기업들의 해외 M&A는 흔히 정치적 임무를 가지고 있지만 그 배후에는 강력한 중앙정부의 지원이

<표 6> 정치적 관계가 해외 M&A 공시효과에 미치는 영향의 소유권별 특성

이 표는 분석표본을 기업의 소유권 성격으로 구분하여 실시한 회귀분석의 결과이다. state는 국영기업이며 non-state는 민영기업이다. 종속변수는 CAR(0, 1)과 CAR(-1, 1)이다. PC_Index는 정치적 관계 점수(PC)의 자연대수값, Subsidy는 정부 보조비율, Inform는 정보 투명도 더미변수, ln_Age는 기업 업력의 자연대수, ln_Asset는 기업규모(자산의 자연대수), Tobin'q는 기업가치의 대용변수인 토빈의 q, Debt는 부채비율, Current는 당좌비율, ln_Tsize는 거래규모의 자연대수, ln_CPI는 현지국 정치환경수준을 나타낸다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

Variables	CAR(0,1)				CAR(-1,1)			
	Market reaction after public				Market reaction before & after public			
	state		non-state		state		non-state	
	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5	model 6	model 7	model 8
PC_Index	0.409 (0.30)	-22.581** (-2.03)	-1.421*** (-3.68)	-2.186* (-1.82)	-0.335 (-0.20)	-27.708** (-2.06)	-2.125*** (-4.25)	-4.160*** (-2.68)
PC_Index ²		8.002** (2.09)		0.497 (0.67)		9.527** (2.05)		1.321 (1.38)
Subsidy	0.289 (0.31)	0.085 (0.09)	1.935** (2.56)	1.929** (2.55)	-0.031 (-0.03)	-0.275 (-0.25)	2.620*** (2.67)	2.605*** (2.66)
Inform	-0.372 (-0.40)	-0.108 (-0.12)	0.644 (1.19)	0.636 (1.18)	0.044 (0.04)	0.358 (0.32)	0.211 (0.30)	0.192 (0.27)
ln_CPI	1.381 (0.91)	0.913 (0.61)	1.492 (1.54)	1.528 (1.57)	2.329 (1.26)	1.771 (0.97)	0.355 (0.28)	0.452 (0.36)
ln_Age	-1.632** (-2.00)	-1.472* (-1.83)	0.716* (1.89)	0.695* (1.83)	-2.118** (-2.14)	-1.926* (-1.98)	1.045** (2.14)	0.988** (2.01)
ln_Asset	-0.027 (-0.06)	-0.261 (-0.61)	-0.373 (-1.09)	-0.381 (-1.12)	-0.142 (-0.28)	-0.421 (-0.81)	-0.551 (-1.25)	-0.574 (-1.30)
Tobin'q	-0.373 (-0.70)	-0.346 (-0.66)	-0.304** (-2.19)	-0.302** (-2.17)	-0.923 (-1.43)	-0.890 (-1.41)	-0.461** (-2.56)	-0.455** (-2.53)
Debt	-3.823 (-1.00)	-2.912 (-0.77)	-0.578 (-0.30)	-0.519 (-0.27)	-4.305 (-0.93)	-3.221 (-0.70)	-3.069 (-1.25)	-2.912 (-1.19)
Current	0.118 (0.33)	0.186 (0.53)	-0.135* (-1.82)	-0.134* (-1.81)	0.381 (0.89)	0.462 (1.09)	-0.223** (-2.32)	-0.220** (-2.30)
ln_Tsize	0.175* (1.85)	0.198** (2.12)	0.184** (2.35)	0.186** (2.36)	0.201* (1.75)	0.228** (2.01)	0.173* (1.70)	0.176* (1.73)
_cons	6.550 (0.56)	26.491* (1.78)	2.014 (0.22)	2.171 (0.24)	7.385 (0.52)	31.127* (1.73)	9.323 (0.79)	9.741 (0.82)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Obs.	108.000	108.000	366.000	366.000	108.000	108.000	366.000	366.000
Adjusted R ²	0.080	0.118	0.077	0.075	0.156	0.190	0.070	0.072
P-value	0.168	0.088	0.002	0.003	0.037	0.018	0.004	0.004

있다. 그러므로 이 두 가지 기업들(① ②)의 해외 M&A는 시장에서 긍정적인 평가를 받을 가능성이 높다. ③중간 수준의 정치적 관계를 갖고 있는 국영기업의 해외 M&A는 일정한 정치 임무를 담당할 수도 있고 이런 등급의 정치 신분을 가지고 있는 기업 경영자들이 정치 임무를 완수를 통해 승진 기회를 얻으려 할 수도 있다. 또한, 이런 기업들이 받는 정부의 지원이 중앙기업에 비할 수 없기 때문에 시장에서 이런 기업의 해외 M&A에 대한 평가는 ① 과 ②의 두 가지 기업에 비해 낮을 수 있다. 민영기업의 경우; 기업의 정치적 관계는 주로 개인적 차원에서 실현된다. 기업 경영자들이 정치적 신분을 얻기 위해서 기업의 이익을 희생시키고 정부의 전략적 정책에 맞춰 결정을 내려야 할 수도 있다. 그러므로 정치적 관계가 강할수록, 더 많은 비용을 부담할 것으로 예상할 수 있다.

국영기업 표본을 대상으로 Lind and Mehlum(2010)의 방법으로 U자형 관계가 실제 존재하는지 분석한 결과를 <표 7>에 보고한다. 분석 결과 U자형 관계는 왼쪽과 오른쪽 모두에서 유의해 전체적인 U형 관계를 만족하고 있음을 보여주고 있다.

<표 7> 국유 기업의 정치적 관계와 해외 M&A 공시효과 간의 U자형 관계 유의성 검증

이 표는 Lind and Mehlum(2010)의 방법으로 국영기업의 정치적 관계(PC_Index)와 사전 반응을 고려한 해외 M&A 공시효과 CAR(-1, 1)간의 U자형 관계에 대한 유의성 검증 결과이다.

PC_Index & CAR(-1, 1)	H1: U shape	H0: Monotone or Inverse U shape
	Lower bound	Upper bound
Interval	0	1.95
Slope	-27.71	9.37
t-value(p-value)	-2.06(0.021)	1.87(0.033)
Overall test of presence of a U shape: t-value = 1.87 P-value= 0.033		

2. 강건성 분석

분석 결과가 사용하는 모형에 영향을 받지 않는 강건한 결과인지의 여부를 확인하기 위해 다음과 같은 분석을 수행한다. 먼저 시장모형(CAPM)을 대신하여 파마-프랜치 3요인 모형(Fama-French 3 factor model)을 사용하여 주식의 기대수익률을 추정하고 초과수익률과 누적초과수익률을 계산하여 회귀분석을 실시한다. 식 (4)는 파마-프랜치 3요인 모형이며 SMB는 규모 요인(size factor)이며 HML는 가치 요인(value factor)이다. 식 (5)와 식 (6)은 초과수익률과 누적초과수익률을 계산하는 식이다. $R_{f,t}$ 는 무위험이자율이다.

$$E(R_{i,t}) - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) \quad (4)$$

$$FF3AR_{i,t} = R_{i,t} - [\alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + R_{f,t} + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t)] \quad (5)$$

$$FF3CAR_{(a,b)i} = \sum_{t=a}^b FF3AR_{i,t} \quad (6)$$

앞에서 기술한 바와 같이 정치적 관계의 조절효과는 주로 공시 이후에 나타나지만 M&A 시장성과와 정치적 관계의 비선형관계는 사전 효과를 고려하는 경우 나타나기 때문에 $CAR(0, 1)$ 와 $CAR(-1, 1)$ 를 종속변수로 하는 강건성 분석을 진행하고 분석 결과를 <표 8>에 정리한다. 2열에서 PC_Index 의 회귀계수는 -1.347이고 1%의 통계 수준에 유의하여 가설 1을 지지한다. 3열에서 $PC_Index \times Subsidy$ 과 4열에서 $PC_Index \times Inform$ 의 회귀계수는 모두 10%의 통계 수준에 유의하여 가설 2를 지지한다. 소유권 성격을 구분한 후에 국영기업에 대한 회귀분석 5열에서 정치적 관계가 해외 M&A 공시효과에 미치는 영향은 유의하지 않은데 6열에서 PC_Index^2 의 회귀계수는 5%의 통계 수준에 유의하다. 민영기업 그룹에 대한 회귀분석 7열에서 정치적 관계 PC_Index 의 회귀계수는 -1.964로 나타나 1%의 유의수준에서 유의적이고 8열에 PC_Index^2 의 회귀계수가 유의하지 않다. 파마-프랜치의 3요인 모형으로 초과수익률을 계산해 분석한 결과도 CAPM을 사용해 초과수익률을 계산한 분석한 결과와 내용상 동일하다.

이 연구의 분석 결과는 사용한 정치적 관계의 추정 방법에 영향을 받을 수 있다. 정치적 관계의 추정 방법이 분석 결과에 영향을 주는지를 확인하기 위해 요인분석을 통해 추정된 정치적 관계 지수를 사용한 분석을 수행한다. 이를 위해 기업 소유권 성격 등 기업의 정치적 관계를 반영할 수 있는 5가지 변수로 새로운 정치적 관계 지수(PC_FCF)를 구성한다. 긴밀한 정치적 관계를 가지고 있는 기업이 M&A 공시 전에 이미 높은 초과수익률을 보인 점과, 공시 후의 초과수익률 반전 가능성 등을 고려하여 누적초과수익률 계산 기간을 확장한 회귀분석도 수행한다.

Hotelling(1933)은 여러 변수의 상관성을 이용하여 공통인수를 추출하여 새로운 변수를 만드는 통계적 방법 즉 주요인분석(principal components analysis)을 제시하였는데 Li and Qiu(2010)는 중국 기업에 대한 연구에서 주요인분석 방법을 이용하여 계산한 기업 임원들의 정치 신분 지수로 정치적 관계를 대용하였다. 이 연구에서는 기업 내부 임원의 정치적 신분뿐만 아니라, 기업의 소유권 성격(등급), 기업의 사회적 책임 수준, 기업이 정부 활동에 참여하는 정도를 함께 고려하여 새로운 정치적 관계 변수를 구축한다. 선택한 5가지 변수는 다음과 같다. ① 기업 CEO의 정치적 신분(0-3점 부여); ② 기업 chairman의 정치적 신분(0-3점 부여); ③ 기업의 사회적 책임 수준(a.기업의 사회 기부금 유무, b.기업이 중국 정부의

<표 8> 파마-프랜치 3요인 모델을 사용한 정치적 관계와 해외 M&A 공시효과 분석

이 표는 정치적 관계와 해외 M&A 시장효과 간 관계를 검증한 강건성 회귀분석 결과이다. 종속변수는 파마-프랜치 3요인 모델을 사용하여 주식의 기대수익률을 추정하고 계산한 누적초과수익률 $FF3_CAR(0, 1)$ 과 $FF3_CAR(-1, 1)$ 이다. model 1은 가설1을 검증하고 model 2, model 3은 가설2를 검증한다. 공시의 사전반응을 고려한 경우에는 기업 소유권 성격을 구분하여 가설3을 검증하면서 정치적 관계와 해외 M&A 공시효과간의 U자형 관계를 model 4-model 7에서 검증한다. PC_Index 는 정치적 관계 점수(PC)의 자연대수값, $Subsidy$ 는 정부 보조비율, $Inform$ 는 정보 투명도 다미변수, ln_Age 는 기업 업력의 자연대수, ln_Asset 는 기업규모(자산의 자연대수), $Tobin'q$ 는 기업가치의 대용변수인 토빈의 q, $Debt$ 는 부채비율, $Current$ 는 당좌비율, ln_Tsize 는 거래규모의 자연대수, ln_CPI 는 목표국 정치환경수준을 나타낸다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

Variables	FF3_CAR(0,1) Verify hypotheses 1 & 2			FF3_CAR(-1,1) Verify hypotheses 3			
	whole			state		non-state	
	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5	model 6	model 7
PC_Index	-1.347*** (-3.87)	-0.819* (-1.86)	-0.775* (-1.69)	-0.769 (-0.43)	-30.002** (-2.10)	-1.964*** (-3.93)	-3.144** (-2.02)
PC_Index^2					10.175** (2.07)		0.766 (0.80)
$Subsidy$	0.961 (1.60)	2.636** (2.52)	0.915 (1.53)	-0.751 (-0.63)	-1.011 (-0.86)	2.520** (2.57)	2.511** (2.56)
PC_index × $Subsidy$		-1.505* (-1.95)					
$Inform$	0.095 (0.20)	0.043 (0.09)	1.203 (1.62)	-0.379 (-0.32)	-0.044 (-0.04)	0.094 (0.13)	0.082 (0.12)
PC_index × $Inform$			-1.196* (-1.91)				
ln_CPI	2.643*** (3.22)	2.663*** (3.26)	2.595*** (3.17)	2.557 (1.31)	1.962 (1.01)	1.949 (1.55)	2.005 (1.60)
ln_Age	0.639* (1.91)	0.616* (1.85)	0.657** (1.97)	-0.929 (-0.88)	-0.724 (-0.70)	0.931* (1.90)	0.898* (1.83)
ln_Asset	-0.260 (-1.00)	-0.275 (-1.06)	-0.268 (-1.03)	-0.148 (-0.27)	-0.447 (-0.81)	-0.667 (-1.52)	-0.681 (-1.55)
$Tobin'q$	-0.093 (-0.70)	-0.109 (-0.82)	-0.069 (-0.52)	-0.575 (-0.84)	-0.540 (-0.80)	-0.344* (-1.91)	-0.341* (-1.89)
$Debt$	0.412 (0.25)	0.308 (0.18)	0.525 (0.31)	-0.180 (-0.04)	0.979 (0.20)	-2.874 (-1.17)	-2.782 (-1.13)
$Current$	-0.181** (-2.57)	-0.188*** (-2.67)	-0.190*** (-2.70)	0.539 (1.18)	0.625 (1.40)	-0.381*** (-3.97)	-0.380*** (-3.96)
ln_Tsize	0.113* (1.80)	0.111* (1.78)	0.107* (1.71)	0.255** (2.09)	0.283** (2.36)	-0.017 (-0.17)	-0.015 (-0.15)
$_cons$	0.340 (0.05)	-0.054 (-0.01)	-0.026 (-0.00)	1.663 (0.11)	27.019 (1.41)	7.529 (0.64)	7.772 (0.66)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Obs.	474.000	474.000	474.000	108.000	108.000	366.000	366.000
Adjusted R ²	0.091	0.097	0.097	0.142	0.176	0.079	0.078
P-value	0.000	0.000	0.000	0.051	0.025	0.002	0.002

Sustainable Development 보고서 요구 이행 여부, c.기업의 사회 책임 제도 수립 여부에 따라 각각 1(0)점을 부여하여 총 0-3점 부여); ④ 기업 빈곤구제(중국 정부의 빈곤 퇴치 정책) 참여 수준(a.빈곤구제 계획 설정 여부, b.빈곤구제금 지출 유무, c.빈곤구제 참여에 의한 정부표창 유무에 따라 각각 1(0)점수 부여하여 총 0-3점 부여); ⑤ 기업 소유권의 성격 및 등급(민영기업, 시급(city-level) 국영기업, 성급(provincial-level) 국영기업, 중앙(central-level) 국영기업에 따라 총 0-3점을 부여). 이상 5개 변수를 선택하고 Bartlett 검증(Bartlett Test of Sphericity)과 KMO(Kaiser-Meyer-Olkin) 검증을 통하여 요인분석에 적합한지를 판단한 후에 주성분 분석법을 이용하여 상관관계수 행렬(correlation matrix)을 계산하고 직교 교환(orthogonal transform)을 시행하여 고차원의 변수(5 차원)를 차원 축소(dimensionality reduction)한 다음 특징치(eigenvalue)가 1보다 큰 요인을 선택하여 새로운 분석 요인으로 간주한다. 마지막으로 식 (7)에 따라 요인의 분산기여율(variance contribution rate)을 가중치로 가중합산을 계산하고 새로운 정치적 관계 지수(PC_FCF)를 구성한다.

$$PC_PCF_i = 0.3833 \times Factor_{1,i} + 0.3633 \times Factor_{2,i} \quad (7)$$

이 연구에서 선택한 2개 특징치가 1보다 큰 해석 요인의 분산 기여율은 각각 38.33%와 36.33%이고 해석 수준은 74.6%에 이르렀다. 그리고 KMO 검증 결과에 따라 5개 요인의 KMO 검증치가 모두 0.6보다 크고 전체 0.68로 나타났는데 요인 간의 관련성이 비교적 강하여 요인분석 방법의 사용이 적합함을 확인하였다. Bartlett 검증 결과의 p값이 0.001보다 적어 각 변수는 서로 독립되어 있다고 할 수 있다.

이와 같은 방법을 통해 구성한 PC_FCF는 기업의 소유권 성격 및 등급을 반영하고 있는 점을 고려하여 기업의 소유권을 구분하지 않고 기업의 정치적 관계와 기업의 해외 M&A 공시효과 간에 U형 관계의 존재 여부를 검증하고 결과를 <표 9>에서 보고한다. <표 9>의 2열에서 PC_FCF는 유의하지 않는데 3열에서 PC_FCF²의 회귀계수는 1.409로 유의하게 나타난다. 4열, 6열, 8열에서 정치적 관계의 회귀계수는 모두 음(-)의 값으로 유의하게 나타나지만 5열, 7열, 9열에서 PC_FCF²의 회귀계수는 모두 양(+)의 값으로 유의하게 나타난다. 특히 M&A 공시의 사전 반응을 고려할 때 정치적 관계와 기업의 해외 M&A 공시효과 간에 U형 관계가 분명하게 나타난다. 이런 결과는 기업의 소유권 성격 등 요인을 고려하여 정치적 관계를 추정하는 경우 기업의 해외 M&A의 시장평가에서 정치적 관계와 시장성과 간의 U자형 관계가 보다 확실하게 나타나고 있음을 보여주는 것이다.

<표 9> 요인분석을 이용한 정치적 관계와 해외 M&A 공시효과 분석

이 표는 요인분석 방법으로 추정한 정치적 관계와 해외 M&A 공시효과를 검증한 회귀분석 결과이다. 종속변수는 $CAR(0, 1)$, $CAR(0, 3)$, $CAR(-1, 1)$, $CAR(-3, 3)$ 이다. *Subsidy*는 정부 보조금비율, *Inform*는 정보 투명도 더미변수, *ln_Age*는 기업 업력의 자연대수, *ln_Asset*는 기업규모(자산의 자연대수), *Tobin'q*는 기업가치의 대응변수 인 토빈의 q, *Debt*는 부채비율, *Current*는 당좌비율, *ln_Tsize*는 거래규모의 자연대수, *ln_CPI*는 현지국 정치환경수준을 나타낸다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

Variables	$CAR(0,1)$		$CAR(0,3)$		$CAR(-1,1)$		$CAR(-3,3)$	
	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5	model 6	model 7	model 8
<i>PC_PCF</i>	-0.778 (-1.43)	-1.237** (-2.08)	-1.748** (-2.36)	-2.354*** (-2.90)	-1.405** (-1.99)	-2.152*** (-2.79)	-2.213** (-2.15)	-3.428*** (-3.05)
<i>PC_PCF</i> ²		1.409* (1.86)		1.864* (1.80)		2.296** (2.34)		3.733*** (2.61)
<i>Subsidy</i>	1.745*** (3.00)	1.777*** (3.06)	1.514* (1.91)	1.556* (1.97)	2.153*** (2.85)	2.204*** (2.93)	1.744 (1.58)	1.828* (1.67)
<i>Inform</i>	0.400 (0.88)	0.515 (1.13)	0.486 (0.78)	0.639 (1.02)	0.050 (0.08)	0.237 (0.40)	0.284 (0.33)	0.589 (0.68)
<i>ln_CPI</i>	1.482* (1.85)	1.522* (1.90)	1.586 (1.45)	1.638 (1.50)	0.510 (0.49)	0.575 (0.55)	1.160 (0.76)	1.266 (0.84)
<i>ln_Age</i>	0.329 (1.02)	0.445 (1.36)	0.265 (0.60)	0.418 (0.93)	0.429 (1.02)	0.618 (1.45)	0.190 (0.31)	0.497 (0.80)
<i>ln_Asset</i>	-0.178 (-0.64)	-0.310 (-1.09)	0.111 (0.30)	-0.064 (-0.17)	-0.204 (-0.57)	-0.420 (-1.14)	0.313 (0.60)	-0.039 (-0.07)
<i>Tobin'q</i>	-0.288** (-2.24)	-0.292** (-2.27)	-0.541*** (-3.09)	-0.547*** (-3.12)	-0.459*** (-2.75)	-0.466*** (-2.80)	-0.884*** (-3.63)	-0.895*** (-3.70)
<i>Debt</i>	-0.096 (-0.06)	-0.035 (-0.02)	-0.832 (-0.38)	-0.751 (-0.34)	-1.971 (-0.93)	-1.872 (-0.89)	-5.119* (-1.67)	-4.958 (-1.62)
<i>Current</i>	-0.099 (-1.45)	-0.104 (-1.53)	-0.152 (-1.63)	-0.159* (-1.71)	-0.160* (-1.80)	-0.168* (-1.91)	-0.273** (-2.12)	-0.288** (-2.24)
<i>ln_Tsize</i>	0.144** (2.37)	0.160*** (2.61)	0.117 (1.41)	0.138* (1.65)	0.120 (1.52)	0.146* (1.84)	0.130 (1.13)	0.171 (1.49)
<i>_cons</i>	-1.227 (-0.17)	0.559 (0.08)	-9.747 (-1.01)	-7.384 (-0.76)	1.786 (0.20)	4.696 (0.51)	-13.211 (-0.99)	-8.480 (-0.63)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R ²	0.055	0.060	0.066	0.071	0.034	0.044	0.055	0.067
P-value	0.004	0.002	0.001	0.001	0.038	0.015	0.004	0.001

V. 결 론

이 연구는 금융위기 이후 중국 상장기업의 해외 M&A 사건을 표본으로 해외 M&A 공시 시 기업 주식의 초과수익률과 기업 정치적 관계와의 관계를 분석했다. 차이분석과 회귀분석을 통해 기업 정치적 관계가 해외 M&A 공시효과에 미치는 영향, 즉 단기적인 기업가치에 대한 영향을 분석하였다. 주요 결과는 다음과 같다.

첫째, 전체적으로 보면 중국 상장기업의 해외 M&A는 긍정적인 시장 평가를 받았다. 이러한 긍정적인 평가는 정치적 관계가 없는 기업에서 뚜렷하게 나타난다. 반면 정치적 관계가 있는 기업들은 시장에서 긍정적 평가를 받지 못했다. 또한 회귀분석 결과 기업의 정치적 관계가 기업의 해외 M&A 공시효과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났는데 이것은 민영기업을 중심으로 나타난 결과이다.

둘째, 기업이 받는 정부 보조금은 기업의 해외 M&A 공시효과에 긍정적인 영향을 미치지만 기업의 정치적 관계가 높아지면서 이런 긍정적인 영향은 약화된다. 정부 보조금의 긍정적인 영향은 주로 민영기업에서 나타난다.

셋째, 정치적 관계의 조절효과를 고려하지 않는 경우 기업의 정보 투명도와 기업의 해외 M&A 공시효과 간에는 유의적인 관계가 나타나지 않는다. 그러나 조절효과를 고려하는 경우에는 기업이 낮은 정치적 관계를 갖고 있는 경우에만 정보 투명도가 해외 M&A 공시효과에 긍정적인 영향을 미친다.

넷째, 정치적 관계의 긴밀한 정도에 따라 표본을 구분하여 분석하면 기업의 정치적 관계와 해외 M&A 공시효과 간에는 U자형 관계가 나타나는데 이러한 특성은 국영기업을 중심으로 나타난다.

기업의 정치적 관계는 기업에 일정부분 이익을 가져올 수 있다. 그러나 경영자 본인의 이해관계를 충족시키기 위해 정치적 관계를 구축하고자 한다면 기업과 주주에게 손실을 발생시킬 수 있다. 이 연구는 민영기업의 경영자들이 정치적 관계의 수립에 있어 기업의 이익을 우선적으로 고려해야 하며 합리적 판단을 하여야 함을 시사하고 있다. 또한, 분석 결과는 시장의 투자자들이 기업의 정치적 관계의 유용성을 평가하는데 필요한 정보를 줄 수 있을 것으로 기대된다.

참 고 문 헌

- 김병진, 정진영, “금융시장통합화가 해외인수합병의 다각화효과에 미치는 영향”, 금융정보 연구, 제6권 제2호, 2017, 1-19.
- 심현진, 윤우진, 송재용, “한국기업의 해외인수합병 공시와 기업가치의 변화”, 국제경영리뷰, 제14권 제1호, 2010, 1-18.
- 이효원, 박용석, “신흥국 기업 최고경영자의 정치적 연계가 국제인수합병 시 기업가치에 미치는 영향: 중국기업의 해외인수 분석”, 국제경영연구, 제31권 제2호, 2020, 1-22.
- 정진영, 표태운, 박수진, “영업권 제도가 합병공시효과에 미치는 영향”, 금융정보연구, 제8권 제2호, 2019, 1-32.
- Adhikari, A., C. Derashid, and H. Zhang, “Public Policy, Political Connections, and Effective Tax Rates Longitudinal Evidence from Malaysia,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, (October 2006), 574-595.
- Agrawal, A. and C. R. Knoeber, “Do Some Outside Directors Play a Political Role?,” *Journal of Law and Economics*, 44, (April 2001), 179-198.
- Amsden, A. H. and T. Hikino, “Project Execution Capability, Organizational Know-How and Conglomerate Corporate Growth in Late Industrialization,” *Industrial and Corporate Change*, 3, (January 1994), 111-147.
- Barth, J. R., G. Caprio Jr, and R. Levine, “Bank Regulation and Supervision: What Works Best?,” *Journal of Financial Intermediation*, 13, (April 2004), 205-248.
- Bertrand, M., F. Kramarz, A. Schoar, and D. Thesmar, “Politicians, Firms and the Political Business Cycle: Evidence from France,” *Unpublished Working Paper*, University of Chicago, (2007).
- Bhagat, S., S. Malhotra, and P. Zhu, “Emerging Country Cross-Border Acquisitions: Characteristics, Acquirer Returns and Cross-Sectional Determinants,” *Emerging Markets Review*, 12, (September 2011), 250-271.
- Boubakri, N., J. C. Cosset, and W. Saffar, “Political Connections of Newly Privatized Firm,” *Journal of Corporate Finance*, 14, (December 2008), 654-673.
- Brockman, P., O. M. Rui, and H. Zou, “Institutions and the Performance of Politically Connected M&As,” *Journal of International Business Studies*, 44, (August 2013), 833-852.

- Buckley, P. J., L. J. Clegg, A. Cross, X. Liu, H. Voss, and P. Zheng, "The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment," *Journal of International Business Studies*, 38, (May 2007), 499-518.
- Bushman, R. M., J. D. Piotroski, and A. J. Smith, "What Determines Corporate Transparency?," *Journal of Accounting Research*, 42, (2004), 207-252.
- Chen, C. J., Z. Li, X. Su, and Z. Sun, "Rent-Seeking Incentives, Corporate Political Connections, and the Control Structure of Private Firms: Chinese Evidence," *Journal of Corporate Finance*, 17, (April 2011A), 229-243.
- Chen, S., Z. Sun, S. Tang, and D. Wu, "Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China," *Journal of Corporate Finance*, 17, (April 2011B), 259-271.
- Chen, Y. Y. and M. N. Young, "Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies: A Principal - Principal Perspective," *Asia Pacific Journal of Management Volume*, 27, (June 2010), 523-539.
- Cheung, Y. L., P. R. Rau, and A. Stouraitis, "Helping Hand or Grabbing Hand? Central vs. Local Government Shareholders in Chinese Listed Firms," *Review of Finance*, 14, (October 2010), 669-694.
- Child, J. and S. B. Rodrigues, "The Internationalization of Chinese Firms: A Case for Theoretical Extension?," *Management and Organization Review*, 1, (November 2005), 381-410.
- Claessens, S., E. Feijen, and L. Laeven, "Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions," *Journal of Financial Economics*, 88, (June 2008), 554-580.
- Cull, R. and L. C. Xu, "Institutions, Ownership, and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment Among Chinese Firms," *Journal of Financial Economics*, 77, (July 2005), 117-146.
- Dawson, J. F., "Moderation in Management Research: What, Why, When, and How," *Journal of Business and Psychology*, 29, (May 2014), 1-19.
- Du, M. and A. Boateng, "State Ownership, Institutional Effects and Value Creation in Cross-Border Mergers & Acquisitions by Chinese Firms," *International Business Review*, 24, (June 2015), 430-442.
- Faccio, M., "Politically Connected Firms," *American Economic Review*, 96, (March 2006),

369-386.

- Faccio, M., "Differences Between Politically Connected and Nonconnected Firms: A Cross-Country Analysis," *Financial Management*, 39, (September 2010), 905-928.
- Fan, J. P., O. M. Rui, and M. Zhao, "Public Governance and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases," *Journal of Comparative Economics*, 36, (September 2008), 343-364.
- Fan, J. P., T. J. Wong, and T. Zhang, "Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms," *Journal of Financial Economics*, 84, (May 2007), 330-357.
- Ferguson, T. and H. J. Voth, "Betting on Hitler—the Value of Political Connections in Nazi Germany," *The Quarterly Journal of Economics*, 123, (February 2008), 101-137.
- Fisman, R., "Estimating the Value of Political Connections," *American Economic Review*, 91, (September 2001), 1095-1102.
- Francis, B. B., I. Hasan, and X. Sun, "Political Connections and the Process of Going Public: Evidence from China," *Journal of International Money and Finance*, 28, (June 2009), 696-719.
- Goldman, E., J. Rocholl, and J. So, "Do Politically Connected Boards Affect Firm Value?," *The Review of Financial Studies*, 22, (October 2009), 2331-2360.
- Gu, L. L. and R. Robert, "Do Chinese Acquirers Fail in Overseas M&As?," *Economic Research Journal*, 7, (June 2011), 116-129. (Printed in Chinese)
- Healy, P. M., A. P. Hutton, and K. G. Palepu, "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure," *Contemporary Accounting Research*, 16, (1999), 485-520.
- He, X. G., "Characteristics, Motivation and Optimization Strategies of Chinese Enterprises' Overseas M&A," *International Trade*, 12, (2015), 15-19. (Printed in Chinese)
- Hotelling, H., "Analysis of a Complex of Statistical Variables into Principal Components," *Journal of Educational Psychology*, 24, (1933), 417.
- Johnson, S. and T. Mitton, "Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia," *Journal of Financial Economics*, 67, (February 2003), 351-382.
- Khwaja, A. I. and A. Mian, "Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market," *The Quarterly Journal of Economics*, 120,

- (November 2005), 1371-1411.
- Kim, W. S., "Wealth Effects of International Investments and Agency Problems for Korean Multinational Firms," *Journal of International Financial Management & Accounting*, 14, (September 2003), 194-217.
- Knight, B., "Are Policy Platforms Capitalized into Equity Prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 Presidential Election," *Journal of Public Economics*, 90, (May 2006), 751-773.
- Krueger, A. O., "The Political Economy of the Rent-Seeking Society," *The American Economic Review*, 64, (June 1974), 291-303.
- Leuz, C. and F. Oberholzer-Gee, "Political Relationships, Global Financing, and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia," *Journal of Financial Economics*, 81, (August 2006), 411-439.
- Liang, L. X. and Y. C. Feng, "Political Connection of Private Firm, Number of Employees and Labor Cost," *China Industrial Economics*, 10, (2010), 127-137. (Printed in Chinese)
- Li, G. and H. Zhou, "Political Connections and Access To IPO Markets in China," *China Economic Review*, 33, (April 2015), 76-93.
- Li, H. and K. Atuahene-Gima, "Product Innovation Strategy and the Performance of New Technology Ventures in China," *Academy of Management Journal*, 44, (November 2001), 1123-1134.
- Li, H., L. Meng, Q. Wang, and L. A. Zhou, "Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms," *Journal of Development Economics*, 87, (October 2008), 283-299.
- Li, W. A. and A. C. Qiu, "Governance Transition of Chinese Private Firms, Political Connections and Firm Performance," *Journal of Management Science*, 4, (2010), 2-14. (Printed in Chinese)
- Lin, J. Y., F. Cai, and Z. Li, "Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprise Reform," *The American Economic Review*, 88, (May 1998), 422-427.
- Lind, J. T. and H. Mehlum, "With or without U? The Appropriate Test for a U-Shaped Relationship," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72, (December 2010), 109-118.
- Luo, D. L. and X. L. Liu, "Political Connection, Access Barriers and Firm Performance:

- Evidence from Private Listed Companies in China,” *Management World*, 5, (2009), 97–106. (Printed in Chinese)
- Luo, D. L. and Q. Q. Tang, “The Performance of Institutional Environment: Evidence from China’s Private Listed Companies,” *Economic Research*, 2, (2009A), 106–118. (Printed in Chinese)
- Luo, D. L. and Q. Q. Tang, “Political Connection, Social Capital, and Access to Policy Resources: Evidence from Private Listed Companies in China,” *The Journal of World Economy*, 7, (2009B), 84–96. (Printed in Chinese)
- Luo, D. L. and Q. W. Ying, “Political Connection, Official Inspection and Firm Performance: The Empirical Evidences Come from Chinese Manufacturing Listed Companies,” *Nankai Business Review*, 5, (2012), 74–83. (Printed in Chinese)
- Ma, X. and S. P. Andrews, “The Overseas Activities of China’s National Oil Companies: Rationale and Outlook,” *Minerals & Energy–Raw Materials Report*, 21, (March 2006), 17–30.
- Menzio, A., M. Urtiaga, and D. Vannoni, “Board Composition, Political Connections, and Performance in State-Owned Enterprises,” *Industrial and Corporate Change*, 21, (June 2012), 671–698.
- Muralidharan, E., W. Wei, and X. Liu, “Integration by Emerging Economy Multinationals: Perspectives from Chinese Mergers and Acquisitions,” *Thunderbird International Business Review*, 59, (August 2017), 503–518.
- Musgrave, R. A., *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy*, Kogakusha Co, 1959.
- Nahapiet, J. and S. Ghoshal, “Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage,” *Academy of Management Review*, 23, (April 1998), 242–266.
- Niessen, A. and S. Ruenzi, “Political Connectedness and Firm Performance: Evidence from Germany,” *German Economic Review*, 11, (2010), 441–464.
- Pricewaterhousecoopers., “Review of China’s M&A Market in 2017 and Outlook for 2018,” <https://www.pwccn.com/zh/deals/ma-2017-review-and-2018-outlook.pdf>, 2017.
- Pigou, A. C., *The Economics of Welfare*, Macmillan, 1924.
- Richter, U. H., “Liberal Thought in Reasoning on CSR,” *Journal of Business Ethics*,

- 97, (July 2010), 625-649.
- Roberts, B. E., "A Dead Senator Tells No Lies: Seniority and the Distribution of Federal Benefits," *American Journal of Political Science*, (February 1990), 31-58.
- Shao, X. J., H. M. Wu, L. S. Xiao, J. Yang, and Y. Xue, "Strategic Objectives and Operating Performance of Cross-Border Mergers and Acquisitions of Chinese Firms: Based on the Evaluation of A-Share Market," *World Economy*, 5, (2012), 81-105. (Printed in Chinese)
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "Politicians and Firms," *The Quarterly Journal of Economics*, 109, (November 1994), 995-1025.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, *The Grabbing Hand. Government Pathologies and Their Cures*, Harvard University Press, 1998.
- Wu, W. F., C. F. Wu, and X. W. Liu, "Political Connection and Market Valuation: Evidence from China Individual-Controlled Listed Firms," *Economic Research Journal*, 7, (2008), 130-141. (Printed in Chinese)
- Wu, W., C. Wu, and O. M. Rui, "Ownership and the Value of Political Connections: Evidence from China," *European Financial Management*, 18, (August 2012), 695-729.
- Wu, W., C. Wu, C. Zhou, and J. Wu, "Political Connections, Tax Benefits and Firm Performance: Evidence from China," *Journal of Accounting and Public Policy*, 31, (June 2012), 277-300.
- Xia, L. J. and Y. Q. Fang, "Government Control, Institutional Environment and Firm Value: Evidence from the Chinese Securities Market," *Economic Research*, 5, (2005), 40-51. (Printed in Chinese)
- Xu, N., X. Xu, and Q. Yuan, "Political Connections, Financing Friction, and Corporate Investment: Evidence from Chinese Listed Family Firms," *European Financial Management*, 19, (2013), 675-702.
- Yan, D., J. Hong, and B. Ren, "Determinants of Outward Foreign Direct Investment by Chinese Enterprises: An Empirical Study from Institutional Perspective," *Nankai Business Review International*, 1, (July 2010), 237-253.
- Yang, Q. J. and J. D. Yang, "Political Connection, Market Power and Wage Inequality: A Perspective from Subsidy," *Journal of Renmin University of China*, 2, (2010), 69-77 (Printed in Chinese)

- Young, M. N., M. W. Peng, D. Ahlstrom, G. D. Bruton, and Y. Jiang, "Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective," *Journal of Management Studies*, 45, (January 2008), 196-220.
- Yu, H. Y., "Politically-Connected Boards and the Structure of Chief Executive Officer Compensation Packages in Taiwanese Firms," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39, (September 2010), 578-606.
- Yu, J. J., "Information Transparency and Firm Value-Based on Chinese Listed Family Companies," *Industrial Economics Research*, 5, (2010), 58-70. (Printed in Chinese)
- Zhang, X. L., "Transparency of Information Disclosure, Tax Planning and Enterprise Value," *Accounting Communication*, 27, (2017), 50-53. (Printed in Chinese)
- Zheng, Y. and Y. Zhu, "Bank Lending Incentives and Firm Investment Decisions in China," *Journal of Multinational Financial Management*, 23, (May 2013), 146-165.

<부록 1> 주요 변수의 정의 및 측정 방법

변수	정의 및 측정
<i>PC_Dummy</i>	정치적 관계 더미정치적 관계가 있으면 1, 없으면 0
<i>PC_Index</i>	정치적 관계 지수: 경영자 정치 신분을 고려해 계산, ln(정치적 관계 지수+1)로 변환해 사용
<i>State_Dummy</i>	소유권성격 더미: 국영기업=1, 민영기업=0
<i>Subsidy</i>	보조금 비율: 전 3년 동안에 해마다 받은 정부 보조금이 총자산에서 차지하는 비중의 평균값
<i>Inform</i>	정보 투명도 더미 : M&A 해당 년도에서 기업에 대한 분석 보고서 수가 표본 기업들의 중앙값(10건) 이상이면 1, 아니면 0
<i>ln_Age</i>	기업 업력: M&A 해당 년도에 기업 연령의 자연대수값
<i>ln_Asset</i>	기업 규모: M&A 전년도 기업의 총자산의 자연대수값
<i>Tobin'q</i>	기업 가치: 주식 시장가치와 부채의 장부가치 합을 기말 총자산으로 나누어 구한 토빈의 쿼
<i>Debt</i>	기업 부채비율: M&A 전년도 보고한 기업의 부채비율
<i>Current</i>	기업 당좌비율: 당좌자산/유동부채
<i>ln_Tsize</i>	M&A 공시 거래규모: 공시한 거래금액의 자연대수값
<i>ln_CPI</i>	대상국 정치환경: 세계은행이 발표한 국가별 년도 정치환경 지수의 자연대수값

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 39, Number 1, February 2022

The Firms' Political Connections and Announcement Effect of Cross-Border M&A: Evidence from China

Chenyang Liu* · Taek Ho Kwon**

〈Abstract〉

A political connection indicates a close relationship between firms and the government. Especially in emerging countries such as China, where the government holds great power in resource allocation, friendly political connections can bring a lot of development advantages to firms. But due to conflicts of interest between firms and the government, firms may sacrifice their own interests to meet the requirements of the government to establish or maintain the political connection. As an important form of overseas direct investment, cross-border M&A is more closely related to the government. This paper takes cross-border M&A cases of listed Chinese companies published from 2009 to 2019 as samples to explore the impact of the political connection on the performance of cross-border M&A. The results show that in the overall sample, the stronger the political connection of the firm, the lower the market's evaluation of the cross-border M&A of the firm. This is consistent with the results of most existing studies. That is to say that with the enhancement of firm political connections, investors are more concerned about the hidden political expenses of cross-border M&A. However, after the samples were divided into state-owned and non-state-owned, the negative impact of political connections on cross-border M&A is only significant in the non-state-owned firms sample group. In the state-owned firm group, a "U" shaped relationship was found between political connections and M&A performance. This may be due to the inherent political connection of state-owned firms, which makes the cross-border M&A of firms be regarded as not only corporate behavior but also state behavior in the eyes of investors. This also means that state-owned firms are backed by resources and policies from the central government that non-state-owned firms can only hope to be the beneficiaries of but can't get. In addition, this study also finds that political connections have the effect of weakening the positive impact of government subsidies and firm's information transparency in cross-border M&A. The study shows that the political connection of Chinese firms may lead to the wrong decision of overseas investment, especially for private enterprises with strong of a relationship with the government; this may damage the value of firms. This implies that entrepreneurs should focus on corporate interests and rationally treat the political connection.

Keywords : Cross-Border M&A, Political Connection, Announcement Effect, Government Subsidy, Ownership

* First Author, Department of Business Administration, Chungnam National University,
E-mail: lcywenchen@hotmail.com.

** Corresponding Author, Professor, Department of Business Administration, Chungnam National University,
E-mail: thk5556@cnu.ac.kr.