

M&A 공시가 기업가치에 미치는 효과:  
코스닥시장 상장기업

2006. 11. 24

윤 병 섭 (서울벤처정보대학원대학교 벤처경영학과 교수)  
하 규 수 (호서대학교 글로벌창업대학원 교수)  
오 성 배 (서울벤처정보대학원대학교 벤처금융학과 교수)  
장 지 인 (중앙대학교 경영대학 교수)



## M&A 공시가 기업가치에 미치는 효과: 코스닥시장 상장기업

윤 병 섭 (서울벤처정보대학원대학교 벤처경영학과 교수)

하 규 수 (호서대학교 글로벌창업대학원 교수)

오 성 배 (서울벤처정보대학원대학교 벤처금융학과 교수)

장 지 인 (중앙대학교 경영대학 교수)

### I. 서 론

벤처기업육성에 관한 특별조치법(1997)이 제정된 이후 코스닥시장은 양적으로 크게 성장하였으나 경제상황 등 외적요인과 수익모델의 부재 등 내적요인으로 부실한 상장기업이 발생하여 시장에서 퇴출되는 등 구조조정이 있어 왔다. 유가증권시장의 기업과는 달리 코스닥시장에 소속된 기업, 특히 벤처기업은 위험이 높지만 고수익을 지향하는 특성을 지니므로 수익을 창출하지 못하면 시장에서 당연히 퇴출되고 이러한 현상을 시장은 자연스럽게 여긴다.

벤처기업의 합병과 인수(merger and acquisition: M&A)는 재무관리 수단 중의 하나이다. M&A제외기업은 생산과 판매능력의 확장, 기업조직의 확대 등 성장지향의 동기 또는 시너지 효과, 세금효과, 여유현금흐름의 활용 등 가치지향의 동기를 지니므로 퇴출자원을 재활용하고 영향력을 증대할 수 있는 투자기회를 가진다. M&A대상기업은 보유한 신기술과 아이디어를 제공하고 퇴출하거나 재도전하는 기회를 가진다<sup>1)</sup>. 국가적으로는 기술사장화 방지와 고용안정을 기할 수 있는 이점을 지닌다. 투자자에게는 새로운 초과이익을 향유할 수 있는 투자대상으로 고려된다. 벤처기업을 지원하는 벤처캐피탈회사는 최초공모주(initial public offers: IPOs)를 대체하는 투자자금의 회수기회를 얻는다. 이와 같이 M&A 정보는 자본시장에서 중요한 재무정보가 되므로 M&A의 이해관계자들은 M&A가 기업가치에 미치는 영향에 대해 많은 관심을 가지고 있다.

1) 미국의 경우, 벤처캐피탈리스트 투자기업 중 75%는 M&A를 통해 퇴출 또는 재도전 기회를 마련하는 것으로 알려져 있다(<http://www.smba.go.kr>; <http://venture.smba.go.kr>).

M&A가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구는 많다. 먼저, M&A제의기업과 M&A대상기업 사이 기업가치 변화의 차이에 관한 연구는 주로 M&A 공시에 따른 초과이익률의 존재유무를 발견하는데 초점을 두고 있다. 국외 선행연구는 M&A 공시 전과 후 M&A제의기업의 주주들이 양(+)<sup>1</sup>의 평균초과이익률을 얻는다는 결과(Asquith, Bruner and Mullins Jr., 1983; Kohers and Kohers, 2000; Seth, Song and Pettit, 2000; Fuller, Netter and Stegemoller, 2002; Moeller, Schlingemann and Stulz, 2004)와 음(-)<sup>2</sup>의 평균초과이익률을 얻는다는 결과(Bradley, Desai and Kim, 1983; Servaes, 1991; Healy, Palepu and Ruback, 1992; Ghosh and Jain, 2000; Fee and Thomas, 2004)를 보고하고 있다. 이러한 상반된 결과의 원인은 M&A 시장의 환경이나 제도상의 차이에서 기인한다. 그 이외에도 실증분석 기간, 모수추정 모형과 추정기간 등의 차이를 들 수 있다. 국내 선행연구는 M&A 공시 전과 후 M&A제의기업의 투자자들이 주로 양(+)<sup>3</sup>의 평균초과이익률을 얻는다고 보고하고 있다(송영균과 주상룡, 1997; 강준구, 김진모와 배기홍, 2001; 이석규, 변영덕과 박상국, 2002; 김희석과 조경식, 2003; 조경식, 박준철, 김희석과 이장형, 2003; 허남수, 정진호와 김동삼, 2003; 장봉규와 정두식, 2004).

다음으로, M&A 공시가 기업가치를 변화시키는 원인이 무엇인지에 관한 연구가 있다. 선행연구는 설정한 가설과 분석 목적에 따라 변수들을 조합하여 회귀분석하고 기업가치를 변화시키는 원인을 밝히고 있다. 국외 선행연구는 M&A 공시가 기업가치를 변화시키는 원인으로 인수방법, 현금지급인지 주식지급인지의 지급수단, 방어전략 또는 저항유무, 규모차이, 경영자 보상, 참여기업 수, 소유구조, 경영성과, 인수유형, 시장지배력, 조세관련 등을 보고하고 있다(Asquith, Bruner and Mullins, Jr., 1983; Travlos, 1987; Lang, Stulz and Walking, 1989; Kaplan and Weisbach, 1992; Maquieira, Megginson and Nail, 1998; Slovin and Sushka, 1998; Moeller, Schlingemann and Stulz, 2004). 국내 선행연구는 국외 선행연구가 밝힌 기업가치를 변화시키는 원인 중 제한된 변수, 즉 지급수단, 현금흐름, 상대적 규모, 경영성과, 인수유형, 시황, 다각화 정도, 계열유무, 부채비율, Tobin's Q 비율, M&A 비율, M&A기업의 상장 유무 등을 적용하고 있다(김규영과 조현상, 1996; 송영균과 주상룡, 1997; 이석규, 변영덕과 박상국, 2002; 김희석과 조경식, 2002; 허남수, 정진호와 김동삼, 2003; 조경식과 이원복, 2004; 변진호, 2005).

M&A제의기업과 M&A대상기업 사이 기업가치 변화의 차이에 관한 연구, M&A 공시가 기업가치를 변화시키는 원인이 무엇인지에 관한 연구 등에 대한 국내의 선행연구는 대체로 유가증권시장에 상장된 일반기업을 대상으로 분석하고 있다. 국내 코스닥시장을 대상으로 M&A 공시가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 연구는 조경식, 박준철, 김희석과 이장형(2003), 허남수, 정진호와 김동삼(2003), 조경식과 이원복(2004) 등의 연구가 있다.

조경식, 박준철, 김희석과 이장형(2003)은 2000년 1월부터 2002년 12월까지 코스닥 시장 M&A제외기업 45개를 분석대상으로 시장모형을 사용하여 기업가치를 살펴보고 있다. 그리고 조경식과 이원복(2004)은 2000년 1월부터 2002년 12월까지 코스닥시장 M&A제외기업 35개를 분석대상으로 M&A 공시가 기업가치를 변화시키는 원인이 무엇인지를 분석하고 있다. 허남수, 정진호와 김동삼(2003)은 1998년 1월부터 2002년 12월까지 코스닥시장 M&A제외기업 55개를 분석대상으로 시장조정수익률모형을 이용하여 기업가치를 살펴보고 있으며, M&A 공시가 기업가치를 변화시키는 원인이 무엇인지를 함께 밝히고 있다.

본 연구의 목적은 코스닥시장에 상장한 기업을 대상으로 M&A 공시가 기업가치에 미치는 효과를 분석하고 기업가치를 변화시키는 원인이 무엇인지 밝히는데 있다. 1998년 1월 1일부터 2005년 12월 31일까지 코스닥시장에 상장된 금융기관을 제외한 제조 및 서비스 업종 M&A제외기업이 공시한 83건이 기업가치에 미치는 효과를 분석한다. 본 연구는 기존연구와 같이 일반적으로 사용하는 사건연구 방법인 시장모형으로 초과수익률을 분석하지만 다음과 같은 연구의 차별성을 갖는다. 첫째, 기존연구에 비하여 연구기간 및 연구표본을 확장하고 있다. 이는 M&A제외기업 공시가 기업가치를 상승시키는지 또는 하락시키는지 등의 기업가치 변화를 좀 더 체계적으로 일반화하는데 기여할 수 있다고 판단한다. 둘째, M&A제외일반기업과 M&A제외벤처기업을 비교하여 양 집단 사이 어느 집단이 더 차별적으로 기업가치를 변화시키는지 분석한다. 기존 연구에서도 분석한바 있으나 표본이 부족하여 일반화하기에는 미흡했던 부분을 본 연구는 비교분석할 수 있는 표본으로 분석하여 분석의 오류를 최소화한다. 셋째, 기업가치를 종속변수로 하여 기업가치를 변화시키는 원인이 무엇인지 분석한다. 기존 연구보다 확장된 연구기간과 연구표본으로 보다 다양한 변수를 활용하여 기업가치를 변화시키는 원인이 무엇인지 심도 있게 분석한다. 이는 M&A제외기업의 M&A 동기에 대한 시사점을 얻을 것으로 판단한다. 즉, 생산과 판매능력 확장, 기업조직의 확대 등 성장지향의 동기를 가지는지 또는 시너지 효과, 세금효과, 여유현금흐름의 활용 등 가치지향의 동기를 가지는지 분석함으로써 투자자가 퇴출자원을 재활용하고 영향력을 증대할 수 있는 투자기회를 가져 가치증대에 기여하는지를 구체적으로 판단할 수 있다. 과연 M&A대상기업이 보유한 신기술과 아이디어를 M&A제외기업에 제공하고 퇴출하거나 재도전하는 기회를 가질 수 있는지 분석하여 M&A가 코스닥시장에서 긍정적인 역할을 하는지 심도 있게 살펴볼 수 있다. 이는 코스닥 시장에서 M&A를 통한 한계기업의 구조조정이 활발히 추진되는지를 판단할 수 있는 시사점을 제공할 것으로 여겨진다.

## II. 표본과 연구방법

### 2.1 표본

#### 2.1.1 표본선정

본 연구기간은 1998년 1월 1일부터 2005년 12월 31일까지이다. 벤처기업육성에 관한 특별조치법(1997)이 제정되어 코스닥시장이 활성화된 1998년 이후 M&A가 본격적으로 이루어졌다. M&A는 크게 합병, 주식교환 및 영업양수도, 기업분할 등으로 진행되나 일반적으로 합병을 지칭한다.

본 연구대상은 코스닥시장에서 거래가 형성되고 있는 M&A제의기업이다. M&A제의기업은 연구기간 동안 M&A를 결의하고 코스닥시장에 M&A 공시를 한 후 공정거래위원회가 M&A를 승인한 기업으로서 합병종료보고서를 제출한 기업이다. M&A 결의는 주주총회에서 승인하지만 소규모 M&A<sup>2)</sup>는 주주총회의 승인절차를 이사회 결의로 갈음한다.

표본선정은 코스닥시장의 on-line공시자료, off-line공시자료 등을 이용하여 M&A 자료를 확보하고 그 내용을 확인한 후 선정하였다.

<표 1> M&A제의기업 표본 수

구분		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	계
M&A제의	기업수(사)	5	6	11	10	6	12	19	14	83
	건수(건)	5	6	11	10	6	12	19	14	83

<표 1>은 연구기간 1998년 1월 1일부터 2005년 12월 31일까지 코스닥시장의 M&A제의기업 표본 수를 나타내고 있다. 본 연구의 일별 주가수익률 자료는 한국증권연구원의 수익률자료(KSRI-STOCK Database)를 사용하였다.

#### 2.1.2 사건일의 결정

초과수익률을 측정하는 사건연구(event study)의 경우 기존연구들은 사건일을 M&A의 이사회 결의일, M&A 공시시점, 실제매수 M&A일 등을 사용하고 있다. Halpern(1983)은 서로 다른 사건일을 사용하는 연구들을 비교하는 것은 매우 어렵고 만약 M&A 동기를

2) 소규모 M&A의 범위는 M&A대상기업의 주주가 지급받은 주식의 수의 5% 미만으로 한정한다.

설명하는 것이 연구목적이라면 적절한 사건일은 최초공시일로 보고하고 있다.

코스닥시장은 정보가 가장 널리 공시되는 장소이자 M&A와 같은 중요한 정보를 공시하도록 의무화하고 있어 주가반응이 즉시에 나타난다. 초과수익률을 측정하는 사건연구의 경우 투자자에게 정보가 공개되는 시점의 주가반응이 투자자에게 좋은 뉴스인지 나쁜 뉴스인지를 측정하는 척도가 된다. 따라서 코스닥시장에 M&A를 최초로 공시하는 날이 주가반응을 비교적 정확하게 측정할 수 있는 날로 볼 수 있다. 본 연구의 사건일은 M&A제 의기업이 코스닥시장에 M&A와 관련한 정보를 최초로 직접공시한 날로 한다. 그리고 M&A일은 M&A관련 기업들이 코스닥시장에 M&A를 직접 공시할 때 M&A일로 명시한 날을 말한다. 그러나 강준구, 김진모와 배기홍(2001)은 우리나라에서 M&A 공시일을 사건일로 할 경우 정보반영효과에 대한 정확한 추적의 문제가 발생할 수 있음을 지적하고 있다. 우리나라의 경우 M&A에 대한 정보가 M&A 공시 전에 이미 주식시장에 풍문으로 알려지고 이를 당해 기업이 M&A 검토 중이라는 조회공시 등 사전공시를 한다면 공시의 정보효과를 사건연구가 제어하지 못한다는 문제가 있을 수 있다. 하지만 M&A와 관련한 조회공시 등 사전공시가 반드시 M&A 공시는 아니며, 실제 M&A로 연결되지 않는 경우가 많기 때문에 본 연구는 선행연구와의 비교가능성을 높이고 M&A에 대한 정확하고 올바른 완전정보가 처음으로 공시되는 M&A 공시일을 사건일로 정한다.

### 2.1.3 사건기간의 선정

M&A 사건은 비교적 장기간에 걸쳐 이루어지므로 이 사건의 영향력을 검증하기 위한 사건기간의 선정은 상당한 어려움이 따른다. 실질적으로 M&A라는 사건이 시장반응에 미치는 영향이 어느 시점부터 발생하여 언제까지 지속되었다가 사라지는지에 대해서는 정확히 알 수 없으므로 선행연구도 연구자에 따라 사건기간을 각각 다르게 선정하고 있다.

본 연구는 코스닥시장의 M&A제 의기업이 M&A를 공시하는 정보에 대한 사전정보누출 기간을 사건공시일전 (-)30일 이내일 것으로 가정하고 공시일 후 (+)10일까지의 시장반응을 분석한다. 시장반응에 대한 관찰기간을 짧게 하는 이유는 국내 선행연구에서 유무상증자의 공시효과가 약 30일 정도인 것으로 알려져 있고, M&A 이외의 다른 사건으로 인한 오염 가능성을 배제할 수 있기 때문이다.

## 2.2 초과수익률의 측정

본 연구는 코스닥시장에 등록된 M&A제 의기업의 가치가 M&A 공시 시점에서 어떻게 변화하는지 사건연구를 통하여 분석한다. 김찬웅과 김경원(1997), 정형찬(1997) 등은 우리나라 사건연구방법론의 적합성 여부에 대하여 시장조정모형과 시장모형이 모두 우수하

고 검증력도 유사한 것으로 보고하고 있다. 본 연구는 M&A제기업의 초과이익률을 우리나라 사건연구방법론에서 일반적으로 사용하는 시장모형(market model)으로 추정한다.

## 2.3 회귀분석 모형

### 2.3.1 회귀분석 모형

본 연구는 M&A제의 공시로 코스닥시장이 반응하는 기업가치 변화에 영향을 미치는 원인을 분석하기 위하여 누적초과이익률을 종속변수로 기업의 특성변수를 독립변수로 하는 회귀분석을 한다. 회귀분석 모형은 다음과 같다.

$$CAAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MVC + \beta_2 CON + \beta_3 AFL + \beta_4 TBQ + \beta_5 DEB + \beta_6 ROE + \beta_7 RES + \varepsilon_i$$

여기에서,

$CAAR_{i,t}$  : M&A제기업의 누적평균초과이익률

$MVC$  : 더미변수(벤처기업=1, 일반기업=0)

$CON$  : 더미변수(관련다각화=1, 비관련다각화=0)

$AFL$  : 더미변수(계열=1, 비계열=0)

$TBQ$  : Tobin's Q비율

$DEB$  : 부채비율

$ROE$  : 자기자본순이익률

$RES$  : 상대적 규모

$\varepsilon_i$  : 오차항

### 2.3.2 조작적 정의

본 연구는 M&A제의 공시로 코스닥시장이 반응하는 기업가치 변화에 영향을 미치는 원인을 분석하기 위하여 회귀분석 모형에 투입하는 변수의 조작적 정의를 다음과 같이 한다.



### 2.3.2.1 M&A제의기업의 누적평균초과수익률( $CAAR_{i,t}$ )

본 연구가 활용하는 초과수익률의 계산은 시장모형을 이용한다. 초과수익률은 시장모형을 이용한 표본기업의 비정상수익률(abnormal return:  $AAR_{i,t}$ )이다. 표본에 포함된 주식  $i$ 의  $t$  시점에서의 누적평균초과수익률(  $CAAR_{i,t}$  ) 즉, 개별주식의 수익률을 모두 합한 다음 표본기업수로 나눈 수익률로 한다. 누적평균초과수익률의 구간은 (-)30일부터 (+)10일까지 이다.

### 2.3.2.2 벤처기업 여부 더미변수( $MVC$ )

벤처기업은 1, 일반기업은 0인 더미변수를 사용한다. 본 연구는 코스닥시장이 벤처기업과 일반기업으로 구성되어 있음을 고려하여 M&A제의기업을 벤처기업과 일반기업으로 구분하여 분석한다. M&A제의기업 중 벤처기업육성에 관한 특별조치법(1997)에서 구분하는 벤처기업을 벤처기업으로 하고, 그렇지 않은 기업은 일반기업으로 한다. 벤처기업육성에 관한 특별조치법(1997)에서는 ① 창업투자회사 등 벤처캐피탈회사가 사업아이템의 미래 성장성과 시장성을 인정하여, 위험을 감수하고 투자보증·융자한 기업으로 벤처확인 요건별상 벤처투자기업, ② 연구개발기업, ③ 기술평가보증·대출기업 등으로 사업성 평가 혹은 기술성 평가 기준에 이른 기업을 벤처기업으로 정하고 있다. 벤처기업과 일반기업으로 구분하여 살펴봄으로써 M&A제의벤처기업의 효과와 M&A제의일반기업의 효과를 비교·분석할 수 있다. 조경식, 박준철, 김희석과 이장형(2003)은 코스닥시장 공시 전과 공시 후 초과수익률 비교에서 M&A제의일반기업보다 M&A제의벤처기업이 더 높은 평균초과수익률을 얻고 있음을 밝히고 있다.

### 2.3.2.3 다각화 유형 더미변수( $CON$ )

관련다각화 M&A는 1, 비관련다각화 M&A는 0인 더미변수를 사용한다. 다각화 유형은 M&A제의기업의 합병종료보고서에 기재된 M&A의 목적을 근거로 관련다각화 M&A와 비관련다각화 M&A로 구분한다. 그리고 다각화 유형은 M&A제의기업과 M&A대상기업이 속해 있는 산업 중 통계청 한국표준산업 분류의 중분류를 기준으로 구분한다. M&A제의기업과 M&A대상기업이 생산이나 판매 면에서 관련성이 있거나 업종이 유사한 기업을 기준으로 할 때 관련다각화는 같은 업종 간 M&A, 비관련다각화는 다른 업종 간 M&A로 분류한다. M&A대상기업 중 비상장기업이 여러 상품을 제조·판매 할 때에는 매출비중이 가장 큰 제품을 기준으로 한다. 선행연구는 관련다각화 M&A, 비관련다각화 M&A 등의 변수가 M&A제의기업이나 M&A대상기업의 가치변화를 잘 설명해 주고 있음을 보고하고

있다(이석규, 변영덕과 박상국, 2002; 김희석과 조경식, 2002).

#### 2.3.2.4 계열여부 더미변수( *AFL* )

계열기업의 M&A는 1, 비계열기업의 M&A는 0인 더미변수를 사용한다. 기존관계가 전혀 없는 비계열기업 간 M&A보다 기존관계가 밀접한 계열기업 간 또는 모회사와 자회사 간 M&A가 재무적 곤경에 직면해 있는 계열기업을 더 효과적으로 지원할 수 있다. 절차가 간단하고 기업 내용을 잘 알고 있으므로 시너지 효과를 극대화할 수 있다. 선행연구는 계열비계열 등의 변수가 M&A제의기업이나 M&A대상기업의 가치변화를 잘 설명해 주고 있음을 보고하고 있다(강준구, 김진모와 배기홍, 2001). Slovin and Sushka(1998)는 모회사와 자회사 간 M&A의 경우 양 회사 모두에서 정(+)의 초과수익률을 보이고 있음을 보고하고 있다.

#### 2.3.2.5 Tobin's Q 비율( *TBQ* )

Tobin's Q 비율은 기업평가가 금융시장과 실물시장에서 각기 다르게 나타나는 차이를 추정하는 비율이다. 본 연구의 Tobin's Q 비율은 M&A제의기업 공시직전 2년 평균비율이다. 일반적으로 M&A제의기업이든 M&A대상기업이든 M&A 상대방 기업의 경영성과가 양호할수록 자기기업의 경영효율성이 증대할 것이라는 기대감(Weston, Fred, Siu and Johnson, 2001)을 시장이 반영하므로 기업가치는 시장으로부터 영향을 받을 것으로 예상된다. Lang, Stulz and Walking(1989)은 M&A제의기업과 M&A대상기업이 초과수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 경영성과의 대응치로 과거 3년간 Tobin's Q 비율의 평균값을 이용하였다. 그 결과 경영성과가 좋은 기업이 경영성과가 좋지 않은 기업을 M&A 제의할 때 M&A제의기업과 M&A대상기업의 초과수익률 합이 가장 높음을 보고하고 있다. 본 연구는 Lang, Stulz and Walking(1989), Servaes(1991), 강준구, 김진모와 배기홍(2001) 등이 사용한 Tobin's Q 비율 계산방법을 사용한다.

#### 2.3.2.6 부채비율( *DEB* )

일반적으로 기업의 재무적 안정성은 부채비율로 분석한다. 본 연구는 부채비율을 M&A제의기업의 공시직전 2년 평균 총부채를 장부가치 기준 평균자기자본으로 나누어 계산한다. 부채비율은 상황에 따라 음(-)의 효과가 나타날 수 있는 쌍방향 해석이 가능하나, 본 연구는 M&A제의기업이 비록 부채의존도가 높다고 하더라도 M&A를 통하여 기업규모가 더 커질 것이고 M&A 전보다 자본조달 규모도 확대될 것이기 때문에 발행비용이나 거래

비용이 낮아지게 되어 양(+)의 재무시너지 효과가 나타날 것으로 예상된다. Maloney, McCormick and Mitchell(1993)은 기업 M&A를 분석하여 부채가 경영자로 하여금 보다 나은 의사결정을 하는지 살펴보았다. 그 결과 M&A제외기업에서 M&A 전 부채의존도는 M&A 공시 기간 중 초과이익률에 양(+)의 시장반응을 보이고 있음을 발견하였다. 즉, M&A제외기업에서 부채비율이 높을수록 기업가치는 양(+)의 초과이익률을 나타낸다는 주장이다. 선행연구에서는 부채비율이 높은 M&A제외기업의 M&A 공시가 기업가치의 변화를 잘 설명해 주고 있음을 보고하고 있다(Stapleton, 1982; Brealey and Myers, 1991; Ghosh and Jain, 2000).

### 2.3.2.7 자기자본순이익률(ROE)

본 연구는 경영성과 대용변수로 M&A제외기업 장부가치 기준 공시직전 2년 평균자기자본순이익률(ROE)을 사용한다. 공시직전 2년 평균 ROE가 낮은 비효율적 M&A제외기업이 M&A를 통하여 기업가치에 양(+)의 시장반응을 나타내는지 분석한다. Weston, Fred, Siu and Johnson(2001)은 평균 ROE가 낮은 비효율적 M&A제외기업이 M&A를 통하여 효율성을 높일 것이라는 기대감이 반영되어 기업가치가 상승하는 것으로 보고하고 있다.

### 2.3.2.8 상대적 규모(RES)

규모의 차이는 M&A제외기업이 M&A를 통하여 양(+)의 시장반응을 경험하는지 설명해 주는 변수이다. 본 연구는 상대적 규모의 대용변수로 M&A대상기업 장부가치 기준 공시직전 2개년도 말 순자산을 M&A제외기업 장부가치 기준 공시직전 2개년도 말 순자산으로 나누어 계산한다. 총자산보다 순자산이 현재 투자지표로서 유용한 의미가 있고 실무에서도 가장 많이 사용하고 있다. M&A제외기업과 M&A대상기업의 상대적 규모변수에 대한 선행연구는 자기자본시장가치의 상대비율을 도입한 Asquith, Bruner and Mullins Jr.(1983)의 연구가 있다. 이들은 M&A제외기업 초과이익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 보고하고 있다. Moeller, Schlingemann and Stulz(2004), 변진호(2005) 등은 소규모 M&A제외기업은 양(+)의 초과이익률을 보이지만 대규모 M&A제외기업은 음(-)의 초과이익률을 보여 M&A제외기업의 규모는 초과이익률에 차이를 보이고 있음을 주장하였다.

지금까지 논의한 기업가치에 영향을 줄 것으로 예상되는 변수의 조작적 정의를 요약하면 <표 2>와 같다.

<표 2> 기업가치에 영향을 줄 것으로 예상되는 변수의 조작적 정의  
 $CAAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MVC + \beta_2 CON + \beta_3 AFL + \beta_4 TBQ + \beta_5 DEB + \beta_6 ROE + \beta_7 RES + \varepsilon_i$

영향요인(독립변수)		구분	더미 변수	조작적 정의
MVC	벤처기업 여부	벤처기업	1	벤처투자기업, 연구개발기업, 기술평가보증·대출기업 등으로 사업성 평가 혹은 기술성 평가 기준에 이른 기업
		일반기업	0	코스닥시장 상장기업 중 벤처기업 이외의 기업
CON	다각화 유형	관련다각화	1	경영목적이 같은 업종 간 M&A
		비관련다각화	0	경영목적이 다른 업종 간 M&A
AFL	계열여부	계열	1	모회사와 자회사 사이 등 기존관계가 밀접한 기업 간 M&A
		비계열	0	모회사와 자회사 사이 등 기존관계가 밀접하지 않은 기업 간 M&A
TBQ	Tobin's Q 비율	M&A제의기업		공시직전 2년 평균 Tobin's Q 비율
DEB	부채비율	M&A제의기업		공시직전 2년 평균 부채비율
ROE	자기자본순이익률	M&A제의기업		공시직전 2년 평균 자기자본순이익률
RES	상대적 규모	M&A제의기업과 M&A대상기업		M&A대상기업 순자산을 M&A제의기업 순자산으로 나눈 공시직전 상대적 규모

### III. 분석결과

#### 3.1 초과수익률

##### 3.1.1 M&A제의기업의 초과수익률

본 연구는 코스닥시장 M&A제의기업 공시일 전과 공시일 후의 초과수익률 분석으로 M&A 공시가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. <표 3>은 시장모형을 이용하여 M&A제의기업의 초과수익률을 분석한 결과이다.

<표 3> M&A제외기업의 초과수익률

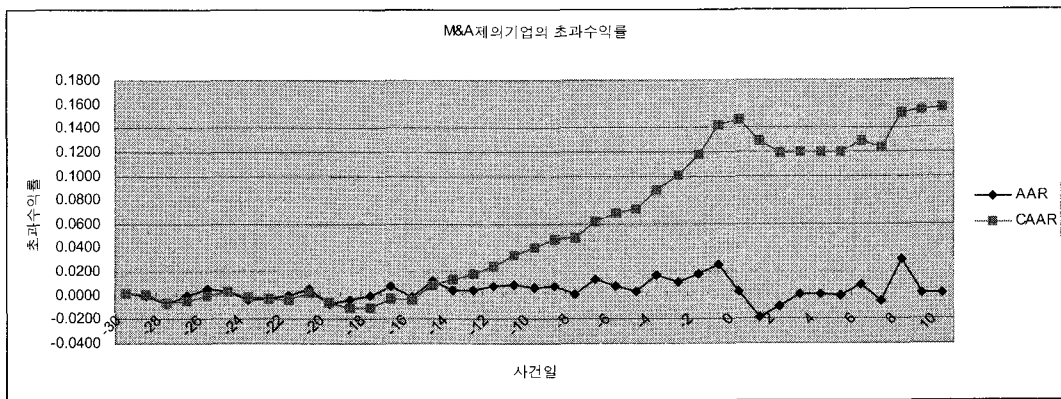
사건일	AAR(n=83)	t-값	CAAR(n=83)	사건일	AAR(n=83)	t-값	CAAR(n=83)
-30	0.0015	0.2604	0.0015	-10	0.0062	1.0635	0.0402
-29	-0.0004	-0.0597	0.0011	-9	0.0075	1.3986	0.0478
-28	-0.0067	-1.3725	-0.0056	-8	0.0008	0.1383	0.0485
-27	0.0002	0.0413	-0.0054	-7	0.0131	2.1714**	0.0617
-26	0.0049	0.9227	-0.0005	-6	0.0075	1.2984	0.0692
-25	0.0033	0.6381	0.0028	-5	0.0031	0.4997	0.0723
-24	-0.0039	-0.7130	-0.0011	-4	0.0163	2.8277***	0.0887
-23	-0.0020	-0.4193	-0.0031	-3	0.0116	1.9250**	0.1003
-22	-0.0004	-0.0699	-0.0035	-2	0.0174	2.7615**	0.1177
-21	0.0050	0.9237	0.0015	-1	0.0253	3.6722***	0.1430
-20	-0.0076	-1.2067	-0.0061	0	0.0036	0.4686	0.1466
-19	-0.0041	-0.6958	-0.0101	1	-0.0180	-2.8896***	0.1285
-18	0.0001	0.0106	-0.0101	2	-0.0097	-1.5645*	0.1188
-17	0.0080	1.4798*	-0.0021	3	0.0008	0.1277	0.1195
-16	-0.0011	-0.1997	-0.0032	4	0.0008	0.1752	0.1203
-15	0.0123	1.9776**	0.0091	5	-0.0002	-0.0357	0.1201
-14	0.0044	0.7377	0.0135	6	0.0083	1.7060*	0.1285
-13	0.0045	0.9616	0.0180	7	-0.0052	-1.1236	0.1233
-12	0.0071	1.1243	0.0251	8	0.0298	1.2136	0.1531
-11	0.0089	1.5649*	0.0341	9	0.0019	0.4190	0.1550
				10	0.0023	0.4139	0.1573

\*\*\*: 1%수준에서 유의함. \*\*: 5%수준에서 유의함. \*: 10%수준에서 유의함.

<표 3>과 같이 공시일 전과 공시일 후인 (-)30일부터 (+)10일까지 평균초과수익률 (AAR)과 평균초과수익률의 검정통계량(t-값), 누적평균초과수익률(CAAR)을 분석한 결과, M&A제외기업은 공시일(t시점=0)에 비유의한 양(+)의 초과수익률을 보이고 있으나 공시 직전일 t시점 (-)4일부터 (-)1일까지 4일 동안 지속적으로 유의한 양(+)의 초과수익률을 보이고 있으며, 공시 직후일 t시점 (+)1일부터 (+)2일까지 2일 동안 지속적으로 유의한 음(-)의 초과수익률을 보이고 있다. 사건일을 확장하여 보면 공시일 이전 15일 동안은 지속적인 양(+)의 기업가치 증가를 보였으나 공시일 이후에는 기업가치가 상승과 하락을 경험하면서 기업가치가 조금씩 증가하고 있음을 보여주고 있다. 이러한 결과는 우리나라 코스닥시장의 초과수익률이 일반제조업을 대상으로 분석한 국외 선행연구와 비교할 때 비슷한 수준을 나타내는 것으로 판단할 수 있다. 즉, M&A제외기업이 양(+)의 누적평균초과수익률을 얻는다(Asquith, Bruner and Mullins, Jr., 1983)는 연구와 일치하고 있으며, 미미한 양(+)의 누적평균초과수익률을 얻거나(Seth, Song and Pettit, 2000), 음(-)의 누적평균초과수익률을 얻는다는 연구(Bradley, Desai and Kim, 1983; Ghosh and Jain, 2000)와 다르다. 우리나라는 유가증권시장에서 M&A제외기업이

양(+)<sup>1)</sup>의 누적평균초과수익률을 얻는다는 연구결과(송영균과 주상룡, 1997), 코스닥시장에서 M&A제의기업이 양(+)<sup>2)</sup>의 누적평균초과수익률을 얻는다는 연구결과(조경식, 박준철, 김희석과 이장형, 2003; 김희석과 조경식, 2003)와 일치하고 있다. 따라서 우리나라 코스닥시장의 M&A 공시는 기업가치를 증가시키는 효과를 보여주고 있어 Asquith, Bruner and Mullins, Jr.(1983), Seth, Song and Pettit(2000) 등이 주장하는 가치극대화 가설을 지지하고 있다. 코스닥시장의 M&A 동기는 자원의 효율적 이용, 비용절감 등 영업효율성 증대, 기술시너지의 활용, 증가된 독점력 행사, 비효율적인 경영자 교체 등 여러 가지 시너지효과로 기업가치를 증가시킬 수 있을 것이라는 기대와 M&A를 통하여 설비자금 및 초기 운영자금을 회수할 수 있을 것이라는 기대, 유망기업과 부실기업의 구조조정기회 제공, 그리고 일반투자자에게는 추가수익률을 찾아 투자한 탐색비용을 회수할 가능성 등을 보이는 것으로 판단된다. 이는 본 연구표본의 합병종료보고서에 기재된 코스닥시장 상장기업의 주된 M&A 목적이 기술확보 및 R&D 인력확보를 위한 기술시너지, 사업다각화, 영업망 보완 및 확장 등임을 보아서도 확인할 수 있다. <그림 1>은 <표 3>의 코스닥시장 M&A제의기업의 초과수익률이다.

<그림 1> M&A제의기업의 초과수익률



### 3.1.2 M&A제의벤처기업과 M&A제의일반기업의 초과수익률 비교

M&A제의벤처기업과 M&A제의일반기업, 양 집단 사이 유의한 차이의 초과수익률이 있음을 발견한다면 M&A 효과에 대한 정보를 얻을 수 있다. 본 연구는 코스닥시장 M&A제의벤처기업과 M&A제의일반기업의 초과수익률을 wilcoxon부호 순위검정을 사용하여 분석하였다. 코스닥시장 상장기업 비정상수익률의 거래일 기간 중 분산이 동일한 경우 t-검정 통계량이 가능하나 실제 표본 수나 거래량 등을 감안할 때 z-통계량을 사용하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. 누적초과수익률의 차이검정은 개별기업의 비정상수익률로 표준

화된 상태에서의 검정방식이 해석의 의미를 높일 수 있으므로 wilcoxon부호 순위검정을 사용하였다. 코스닥시장에서 M&A제외벤처기업과 M&A제외일반기업의 z-검정 결과는 <표 4>와 같다.

<표 4> M&A제외벤처기업과 M&A제외일반기업 간 초과이익률 비교

구분	벤처기업(n=32)			일반기업(n=51)			z-검정 (a와 b)
	CAAR(b)	t-값	표준편차	CAAR(a)	t-값	표준편차	
CAAR(-30, 0)	0.1944	2.6979**	0.2971	0.1363	3.5842***	0.3379	7.619***
CAAR(-11, 0)	0.1294	4.9264***	0.2334	0.0847	1.5776	0.2213	8.043***
CAAR(-5, 0)	0.1123	2.6730**	0.1732	0.0698	3.7106***	0.1672	8.039***
CAAR(-5, +1)	0.0882	2.0940*	0.1737	0.0531	2.5516**	0.1849	8.072***
CAAR(-1, 0)	0.0328	1.4587	0.0928	0.0280	2.4460**	0.1019	8.145***
CAAR(-1, +1)	0.0113	0.8364	0.1200	0.0087	0.2820	0.1279	8.251***
CAAR(0, +1)	-0.0112	-0.9837	0.1016	-0.0294	-0.9794	0.1237	8.148***
CAAR(0, +7)	-0.0096	-0.4815	0.1776	-0.0664	-1.3238	0.2069	8.245***
CAAR(-30,+10)	0.1648	3.0533***	0.4798	0.1221	2.5191**	0.3314	7.273***

\*\*\*: 1%수준에서 유의함. \*\*: 5%수준에서 유의함. \*: 10%수준에서 유의함.

<표 4>와 같이 M&A제외벤처기업과 M&A제외일반기업의 누적평균초과이익률에서 t-값과 z-검정이 유의한 사건장은 CAAR(-30, 0), CAAR(-5, 0), CAAR(-5, +1), CAAR(-30, +10) 등 4개임을 발견하였다<sup>3)</sup>. M&A제외벤처기업과 M&A제외일반기업의 누적평균초과이익률은 M&A제외벤처기업이 M&A제외일반기업보다 차별적으로 더 높은 누적평균초과이익률을 얻는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 M&A제외벤처기업이 기술하나만을 믿고 창업하여 기술능력은 우수하나 경영상태가 양호하지 못한 M&A대상기업의 기술시너지를 흡수함으로써 M&A제외벤처기업의 경영성도가 더 향상될 것이라는 기대를 M&A제외벤처기업의 공시정보를 접하는 시장이 긍정적으로 반응한다고 여겨진다. M&A대상기업이 M&A제외벤처기업보다 재무적인 매력에 아니라 재무적으로는 열악하지만 기술적인 우위성을 확보하고 있어 M&A대상이 된 것으로 판단할 수 있다. 따라서 M&A제외벤처기업은 자본시장과 이해관계자들에게 새로운 초과이익을 얻을 수 있는 투자 기회를 가져오는 재무정보를 제공한다고 판단할 수 있다. 하지만 본 연구는 M&A대상기업의 재무상태에 대한 추가적인 분석을 하여 코스닥시장에서 벤처기업이 일반기업보다 더 우월한 공시효과를 보여준다고 해석하지 못한 아쉬움이 있다.

3) 일별이익률 자료를 이용하여 CAAR 분석기간 공시전 (-)30일부터 공시후 (+)10일 중 유의한 양(+)의 초과이익률을 실현하는 사건기간은 다음과 같다. 조경식, 박준철, 김희석과 이장형(2003): [(-1, +1), (-10, +1), (-30, 0), (-30, +10)], 김희석과 조경식(2003): [(-30, +10), (-30, 0), (-1, +1)]. 그리고 한국증권거래소의 일별이익률 자료를 이용하여 CAAR 분석기간 공시전 (-)30일부터 공시후 (+)10일 중 유의한 양(+)의 초과이익률을 실현하는 선행연구의 사건기간은 다음과 같다. 송영균과 주상룡(1997): [(-1, +1), (-1, 0)].

### 3.2 회귀분석

#### 3.2.1 기술통계량

본 연구는 코스닥시장에서 M&A제의 공시가 기업가치를 변화시키는 원인이 무엇인지 밝히고자 우선 도입한 특성변수에 대한 기초통계량을 <표 5>와 같이 나타내었다. 이를 보면 M&A제의기업 공시직전 2년 평균 Tobin's Q비율은 0.8824로서 1보다 작고, M&A제의기업 공시직전 2년 평균 부채비율은 148.21%, M&A제의기업 공시직전 2년 평균 자기자본순이익률은 6.73%, M&A제의기업과 M&A대상기업 간 공시직전 상대적 규모는 0.5121배로 나타났다.

<표 5> 기초통계량

구분	표본수	단위	평균	최대값	최소값	표준편차
TBQ	83		0.8824	3.3255	0.0630	0.8731
DEB	83		1.4821	3.9284	0.0831	0.9573
ROE	83		0.0673	0.6814	0.0069	0.2511
RES	83	배	0.5121	2.6625	0.0355	0.4512

주) TBQ: M&A제의기업 공시직전 2년 평균 Tobin's Q비율, DEB: M&A제의기업 공시직전 2년 평균 부채비율, ROE: M&A제의기업 공시직전 2년 평균 자기자본순이익률, RES: M&A제의기업과 M&A대상기업의 공시직전 상대적 규모

#### 3.2.2 회귀분석

본 연구는 코스닥시장에서 M&A제의 공시가 기업가치를 변화시키는 원인이 무엇인지 밝히고자 회귀분석을 하였다. 시장반응을 측정할 누적평균초과수익률에 영향을 미치는 특성요인을 밝히고자 M&A제의기업의 누적평균초과수익률을 종속변수로 하는 회귀분석을 하였다.



<표 6> 회귀분석

$$CAAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MVC + \beta_2 CON + \beta_3 AFL + \beta_4 TBQ + \beta_5 DEB + \beta_6 ROE + \beta_7 RES + \varepsilon_i$$

회귀모형	CAAR <sub>i,t</sub>			
	CAAR (-30, 0)	CAAR (-5, 0)	CAAR (-5, +1)	CAAR (-30, +10)
MVC	0.327** (2.556)	0.292*** (3.085)	0.281*** (3.126)	0.260** (2.832)
CON	0.231* (1.993)	0.134** (2.456)	0.206** (2.346)	0.119 (1.125)
AFL	0.203 (1.539)	0.164** (2.322)	0.198* (2.110)	0.131 (1.611)
TBQ	0.251* (2.065)	0.225** (2.635)	0.216** (2.351)	0.372*** (2.944)
DEB	0.284** (2.729)	0.411*** (2.919)	0.368*** (3.197)	0.311** (2.853)
ROE	0.262* (2.156)	0.134 (1.147)	0.161 (1.132)	0.154* (2.053)
RES	0.137 (1.480)	0.425** (2.130)	0.156 (1.112)	0.182* (2.215)
상수	0.246*** (3.115)	0.257*** (2.984)	0.247*** (3.063)	0.214*** (3.089)
R <sup>2</sup>	0.389	0.503	0.465	0.403
AdjR <sup>2</sup>	0.217	0.364	0.315	0.236
F-value	3.071***	3.615***	3.098***	3.029***

주 1) CAAR<sub>i,t</sub> : M&A제의기업의 누적평균초과이익률(CAAR(-30, 0), CAAR(-5, 0), CAAR(-5, +1), CAAR(-30,+10)), MVC : 벤처기업 여부 더미변수(벤처기업=1, 일반기업=0), CON : 다각화 유형 더미변수(관련다각화 M&A=1, 비관련다각화 M&A=0), AFL : 계열M&A 여부 더미변수(계열M&A=1, 비계열M&A=0), TBQ : M&A제의기업 공시직전 2년 평균 Tobin's Q비율, DEB : M&A제의기업 공시직전 2년 평균 부채비율, ROE : M&A제의기업 공시직전 2년 평균 자기자본순이익률, RES : M&A제의기업과 M&A대상기업의 공시직전 상대적 규모

2) ( )는 t-value임.

\*\*\*: 1%수준에서 유의함. \*\*: 5%수준에서 유의함. \*: 10%수준에서 유의함.

어떤 초과이익률을 종속변수로 사용하는지에 따라 다소의 차이는 있지만 <표 4>에서 분석한 누적평균초과이익률 중 t-값과 z-검정이 유의한 사건창 CAAR(-30, 0), CAAR(-5, 0), CAAR(-5, +1), CAAR(-30, +10) 등 4개 변수를 종속변수로 하고, 벤처기업 여부 더미변수(벤처기업=1, 일반기업=0), 다각화 유형 더미변수(관련다각화 M&A=1, 비관련다각화 M&A=0), 계열M&A 여부 더미변수(계열M&A=1, 비계열 M&A=0), M&A제의기업 공시직전 2년 평균 Tobin's Q비율, M&A제의기업 공시직전 2

년 평균 부채비율, M&A제기업의 공시직전 2년 평균 자기자본순이익률, M&A제기업과 M&A대상기업 간 공시직전 상대적 규모 등 특성변수를 독립변수로 하여 회귀분석을 하였다. 그 결과는 <표 6>과 같다.

<표 6>은 코스닥시장의 M&A제의 공시로 인해 얻어지는 누적평균초과수익률의 유의한 사건창 CAAR(-30, 0), CAAR(-5, 0), CAAR(-5, +1), CAAR(-30, +10) 등 4개의 종속변수에 일관되게 유의한 양(+)의 영향을 미치는 변수들을 나타내고 있다. 4개의 사건창에 일관되게 유의한 양(+)의 영향을 미치는 독립변수는 벤처기업 여부 더미변수, M&A제기업 공시직전 2년 평균 Tobin's Q비율, M&A제기업 공시직전 2년 평균 부채비율 등 3개의 변수이다. 이들 3개의 변수는 코스닥시장 상장기업의 M&A제의 공시로 인해 얻어지는 누적평균초과수익률을 결정하는 요인으로 판단할 수 있으며, 이 요인들은 다음과 같은 특성을 지니는 것으로 설명할 수 있다.

첫째, 코스닥시장 M&A제의벤처기업의 공시효과가 M&A제의일반기업의 공시효과보다 더 높아 투자자는 M&A제의벤처기업에 보다 더 긍정적인 반응을 나타내고 있음을 보여주고 있다. 이러한 결과는 벤처투자기업, 연구개발기업, 기술평가보증·대출기업 등으로 사업성 평가 혹은 기술성 평가 기준에 이른 벤처기업이 새로운 초과수익을 얻을 수 있는 투자기회를 가져오는 재무정보를 자본시장과 이해관계자들에게 제공한다는 점을 인식한 것으로 판단된다. 특히 M&A 공시 후 M&A제의일반기업의 공시효과보다 M&A제의벤처기업의 공시효과가 더 향상되어 기술시너지 효과를 가져 오는 M&A제의벤처기업의 가치에 투자자가 더 긍정적으로 여기고 있음을 보여주고 있다. 투자자는 벤처투자기업, 연구개발기업, 기술평가보증·대출기업 등으로 사업성 평가 혹은 기술성 평가 기준에 이른 벤처기업을 일반기업보다 더 긍정적인 투자대상으로 여기고 있음을 시사하고 있다. 따라서 본 연구는 조경식, 박준철, 김희석과 이장형(2003)의 연구가 지지된다.

둘째, 코스닥시장 M&A제기업의 Tobin's Q 비율은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 이러한 결과는 본 연구에서 M&A제기업과 M&A대상기업의 M&A비율이 1:0인 표본, 즉 M&A제기업이 M&A대상기업에게 주식발행 등 합병대가를 지불하지 않은 표본이 16건이고, 이 표본이 소규모 M&A에 해당하기 때문으로 판단된다. 다시 말하면 시장은 M&A제기업이 자체적으로 개발하는 경우에 소요되는 대체비용보다 M&A대상기업이 보유하는 자산의 시장가치가 작다고 판단되는 경우에 M&A가 일어난다고 하는 Tobin's Q 비율의 저평가 기준을 반영하기 때문으로 판단된다.

Lang, Stulz and Walking(1989)은 높은 Tobin's Q 비율을 가지는 기업이 낮은 Tobin's Q 비율을 가지는 기업을 M&A제의 할 때 M&A제기업과 M&A대상기업 초과수익률의 합이 가장 높게 나타나고 있음을 보고하고 있다. 이는 M&A제기업의 경영효율성이 증대할 것으로 기대하기 때문이다(Weston, Fred, Siu and Johnson, 2001). 따라서 본 연구는 코스닥시장 M&A제기업의 Tobin's Q 비율이 기업가치에 긍정적인 영

향을 미치고 있음을 확인하여 Lang, Stulz and Walking(1989)과 Weston, Fred, Siu and Johnson(2001)의 연구가 지지된다. 하지만, 본 연구가 M&A대상기업에 대한 분석을 동시에 진행하지 않은 연구의 한계를 지니고 있다.

셋째, 코스닥시장 M&A제의기업의 부채비율은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 이러한 결과는 투자자들이 부채의 증가가 기업의 장래에 보다 좋은 정보가 있음을 신호한다고 여기기 때문이다. 부채비율이 높아 재무적으로는 열악하나 기술적인 우위성을 확보하고 있는 M&A대상기업을 M&A제의할 때 투자자는 미래에 가져올 수 있는 기대수익을 긍정적으로 평가하기 때문으로 판단된다. 그리고 M&A제의기업의 경우 이월결손금의 승계가 세법상 인정되므로 수익성이 큰 M&A제의기업은 이월결손금이 많은 M&A대상기업을 흡수함으로써 법인세를 절감할 수 있다. 즉, M&A제의기업의 순이익은 M&A대상기업의 순손실을 흡수함으로써 순이익의 규모를 줄이고 그 규모만큼 세금을 절감할 수 있다는 세금동기가설이 성립된다고 판단된다. 따라서 본 연구는 코스닥시장 M&A제의기업의 부채비율이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 확인하여 부채비율이 높은 M&A대상기업을 M&A제의하면 기업가치가 증가한다는 Stapleton(1982), Brealey and Myers(1991) 등의 연구가 지지된다.

## IV. 결 론

본 연구는 1998년 1월 1일부터 2005년 12월 31일까지 코스닥시장에 상장된 금융기관을 제외한 제조 및 서비스 기업의 M&A 공시가 기업가치에 미치는 효과를 분석하고 기업가치 변화를 결정하는 요인을 밝혔다. 본 연구표본은 연구기간 동안 코스닥시장에서 이루어진 M&A제의기업 83건이다. 분석결과는 다음과 같다.

첫째, M&A제의벤처기업의 정보는 기업가치를 증가시키고 있음을 발견하였다. 이러한 결과는 M&A대상기업의 경영인이 보유한 신기술과 아이디어가 M&A제의기업을 통하여 흡수된다는 긍정적 신호가 시장에 전달되어 M&A 시너지 효과를 나타낸 것으로 판단된다. 따라서 M&A제의벤처기업의 정보는 코스닥시장과 이해관계자들에게 새로운 초과수익을 얻을 수 있는 투자기회를 제공하는 것으로 여겨진다.

둘째, M&A제의벤처기업과 M&A제의일반기업 사이의 누적평균초과수익률 차이 분석에서 유의한 차이를 나타내는 사건창은 CAAR(-30, 0), CAAR(-5, 0), CAAR(-5, +1), CAAR(-30, +10) 등 4개임을 발견하였다. 그리고 M&A제의일반기업보다 M&A제의벤처기업이 차별적으로 더 높은 누적평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 M&A제의벤처기업이 퇴출자원을 재활용하고 M&A대상기업의 경영인이 보유한 신기술

과 아이디어를 승계한다는 신호가 시장에 전달되면서 시장이 M&A 시너지 효과를 긍정적으로 기대하기 때문인 것으로 판단된다. 따라서 M&A제의벤처기업은 새로운 초과수익을 얻을 수 있는 투자기회를 가져오는 재무정보를 자본시장과 이해관계자들에게 제공한다고 평가할 수 있다.

넷째, 코스닥시장에서 M&A제의 공시로 인해 얻어지는 누적평균초과수익률의 유의한 사건창 CAAR(-30, 0), CAAR(-5, 0), CAAR(-5, +1), CAAR(-30, +10) 등 4개의 종속변수에 일관되게 유의한 양(+)의 영향을 미치는 변수는 벤처기업 여부 더미변수, M&A제의기업 공시직전 2년 평균 Tobin's Q비율, M&A제의기업 공시직전 2년 평균 부채비율 등 3개의 변수임을 발견하였다. 이들 3개의 변수는 코스닥시장에서 M&A제의 공시로 인해 얻어지는 누적평균초과수익률을 결정하는 요인으로 판단할 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 점에서 의의가 있다. 첫째, 우리나라 코스닥시장에서 M&A제의 기업의 공시 전과 공시 후 기업가치의 변화를 측정하였다는 점이다. 둘째, 우리나라 코스닥시장에서 공시 전과 공시 후 나타나는 누적평균초과수익률은 M&A제의일반기업보다 M&A제의벤처기업이 더 높아 기업가치에 미치는 영향이 더 크게 나타남을 보여주고 있음을 발견한 점이다. 이와 같은 분석은 향후 코스닥시장을 활성화하기 위한 다른 대안이 없다면 M&A를 통한 한계기업의 구조조정이 활발히 추진되어야 함을 시사한다고 여겨진다.

본 연구의 한계는 다음과 같다. 첫째, M&A대상기업의 자료를 확보하여 초과수익률을 측정하고 이를 M&A제의기업과 비교하여 양 집단 사이 어느 집단이 더 차별적으로 기업가치를 변화시키는지 분석하지 못한 아쉬움이 있다. 둘째, M&A제의기업은 코스닥시장에 상장한 법인이지만 M&A대상기업은 비상장법인이 대부분이므로 비상장법인의 자료 확보에 한계가 있다. 주가를 측정할 수 없어 M&A제의기업과 M&A대상기업의 주가를 비교하지 못하고 있다. 이러한 한계가 M&A 분야를 좀 더 흥미롭게 연구하지 못하는 어려움으로 나타나고 있다.

본 연구와 관련된 미래 연구방향은 다음과 같다. 첫째, 코스닥시장의 M&A를 통하여 우회상장하는 기업의 우회상장 원인과 그 결과를 분석할 필요성이 있다. 둘째, 향후 표본이 확보되면 벤처캐피탈회사가 지원하는 M&A와 벤처캐피탈회사가 지원하지 않는 M&A에 대한 심도 있는 연구가 요구된다. 벤처캐피탈회사의 보증역할이 최소공모주 시장뿐만 아니라 M&A 시장에도 관여하는지를 분석하면 흥미로울 것으로 판단된다.

## 참 고 문 헌

- 강준구, 김진모, 배기홍(2001), “기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구”, 『재무연구』, 제14권, 제2호, pp.49~88.
- 김규영, 조현상(1996), “한국에서의 기업합병 효과에 관한 실증적 연구”, 『증권학회지』, 제19집, pp.1~26.
- 김찬웅, 김경원(1997), “사건연구에서의 주식성과 측정”, 『증권학회지』, 제20집, pp.301~327.
- 김희석, 조경식(2003), “IMF사태이후 합병으로 주주들은 그 이전보다 과연 더 큰 이익을 얻었는가?”, 『경영연구』, 제18권, 제1호, pp.77~98.
- 김희석, 조경식(2002), “합병관련기업 주주부 변화의 결정요인”, 『재무관리연구』, 제19권, 제2호, pp.77~109.
- 변진호(2005), “합병 인수기업의 규모와 시장반응에 관한 연구”, 『한국증권학회 제1차 발표논문집』.
- 송영균, 주상룡(1997), “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구: Cashflow 분석을 중심으로”, 『증권학회지』, 제20집, pp.71~103.
- 이석규, 변영덕, 박상국(2002), “합병정보의 시장반응 분석”, 『회계정보연구』, 제18권, pp.1~22.
- 정형찬(1997), “한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론의 고안”, 『재무관리연구』, 제14권, 제2호, pp.273~312.
- 조경식, 박준철, 김희석, 이장형(2003), “코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과”, 『경영학연구』, 제32권, 제3호, pp.707~732.
- 조경식, 이원복(2004), “합병공시에 따른 주주부 변화의 결정요인-KOSDAQ 시장을 중심으로-”, 『산업경제연구』, 제17권, 제1호, pp.293~309.
- 허남수, 정진호, 김동삼(2003), “코스닥 등록기업의 M&A가 기업가치에 미치는 영향”, 『한국금융공학학회』, 제2권, 제1호, pp.75~104.
- 벤처넷(<http://venture.smba.go.kr>)
- 중소기업청(<http://www.smba.go.kr>)
- (주)코스닥증권시장(2001), 『코스닥시장 보도자료집 1999. 1~2000. 12』.
- 한국증권업협회, 『코스닥시장백서』, 각 년도.

한국증권업협회(2000), 『1999년도 협회중개시장 운영실적』.

한국증권업협회(<http://www.ksda.or.kr>)

한국증권선물거래소(<http://www.krx.co.kr>)

- Asquith, P., R. F. Bruner and D. W. Mullins Jr.(1983), “The Gains to Bidding Firms from Merger” , *Journal of Financial Economics*, No.11, pp.121~139.
- Bradley, M., A. Desai and E. H. Kim(1983), “The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?” , *Journal of Financial Economics*, No.11, pp.183~206.
- Brealey, R. A. and Myers, S. C.(1991), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York, N. Y.
- Fee, C. and S. Thomas(2004), “Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier and Rival Firms” , *Journal of Financial Economics*, No.74, pp.423~460.
- Fuller, K., Netter, J. and M. Stegemoller(2002), “What do Returns to Acquiring Firm Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions” , *Journal of Finance*, No.57, pp.1763~1794.
- Ghosh, A. and Prem C. Jain(2000), “Financial Leverage Changes Associated with Corporate Mergers” , *Journal of Corporate Finance*, No.6, pp.377~402.
- Halpern, P. J.(1983), “Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions” , *Journal of Finance*, No.38, pp.297~315.
- Healy, P., K. Palepu and R. Ruback(1992), “Dose Corporate Performance Improve After Mergers?” , *Journal of Financial Economics*, No.31, pp.135~175.
- Kaplan, S. N. and M. Weisbach(1992), “The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures” , *Journal of Finance*, No.47, pp.107~138.
- Kohers, N. and T. Kohers(2000), “ The Value Creation Potential of High-tech Merger” , *Financial Analysts Journal*, No.53, pp.40~48.
- Lang, Larry H. P., Rene M. Stulz and Ralph A. Walking(1989), “Managerial Performance, Tobin’ s Q and the Gains from Successful Tender Offers” , *Journal of Financial Economics*, No.24, pp.137~154.
- Maloney, M. T., Robert E. McCormick and Mark L. Mitchell(1993), “Managerial Decision Making and Capital Structure” , *Journal of Business*, No.66, pp.189~217.

- Maquieira, C. P., William L. Megginson and Lance Nail(1998), "Wealth Creation versus Wealth Redistributions in Pure Stock-for-stock Mergers" , *Journal of Financial Economics*, No.48, pp.3~33.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. and R., Stulz(2004), "Firm Size and the Gains from Acquisitions" , *Journal of Financial Economics*, No.73, pp.201~228.
- Seth, A., K. P. Song and R. Pettit(2000), "Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms" , *Journal of International Business Studies*, No.31, pp.387~405.
- Servaes, H.(1991), "Tobin' s Q and the Gains from Takeovers" , *Journal of Finance*, No.46, pp.409~419.
- Slovin, M. B. and Marie E. Sushka(1998), "The Economics of Parent-subsiidiary Mergers: an Empirical Analysis" , *Journal of Financial Economics*, No.49, pp.255~279.
- Stapleton, R. C.(1982), *Mergers, Debt Capacity and Valuation of Corporate Loans*, in: Keenan, M., White, L.(Eds.), *Merger and Acquisitions*, Lexington Books, Lexington, MA.
- Travlos, N. G.(1987), "Corporate Takeover Bids, Method of Payment and Bidding Firm' s Stock Returns" , *Journal of Finance*, No.52, pp.943~963.
- Weston, J. Fred, Juan A. Siu and Brian A. Johnson(2001), *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey.