財務管理硏究 第十卷 第一號(1993.6)

經營者買集에 관한 情報效果分析

閔 聖 基*

〈요 약〉

본 연구는 經營者買集에 관한 情報效果에 대하여 분석하였다. 여러 연구들이 경영자매집의 경우에 주주들의 利得에 관하여 설명을 제공하였지만, 주주들의 이득을 설명하는 정보효과를 私的 정보와 公的 정보로 구분하지는 않았다. 본 연구는 이 점에 착안하여 私的 정보와 公的 정보의 市場에서의 영향을 평가하고자 하였다. 연구결과는 사전에 기업인수의 被對象이었던 경영자매집 대상회사들의 초과수익률이 기업인수의 대상이 아니었던 기업들의 초과수익률보다 적음을 보여주고 있다. 이러한 결과는 기업인수의 대상이 아니었던 경영자매집의 경우에는 경영자매집발표시에 公的 및 私的 정보가 모두 노출되기 때문에 이미 기업인수의 대상이 되었던 기업들에 비해서 정보효과가 클 수 있다고 하는 정보가설과 일치하는 것이다. 이미 기업인수의 대상이 되었던 기업들의 경우에는 경영자매집 이전의 기업인수 발표시에 이미 公的정보가 노출되었기 때문으로 보인다. 또한 본 연구는 기업인수의 대상이었던 경우의 두번의 발표, 즉 사전의 기업인수발표와 後의 경영자매집발표의 초과수익률의 합계와 근사치를 보여주고 있어서 情報假說을 뒷받침하여 주고 있다.

Ⅰ. 序

레버리지에 의한 買集(LBO)은 기업의 경영자들이 자기 기업을 인수해서 공개기업을 非公開기업으로 전환시키는 기업인수의 한 형태이다. 이 경우 기업인수자금은 보통 負債를 동원해서 이루어진다. 레버리지에 의한 매집이 다른 기업인수와 다른 특징중의 하나는 기업의 자체경영진이 참여한다는 것인데, 이러한 이유 때문에 종종 經營者買集(MBO)이라고 불린다.

여러 논문들이 경영자매집의 발표시에 주식에 초과수익이 발생한다는 것을 보고

* 第一經濟硏究所 硏究委員

하고 있다. [DeAngelo, DeAngelo and Rice(1984), Grammatikos and Swary(1986), Lehn and Poulsen(1987), Torabzadeh and Bertin(1987), and Amihud (1988)] 이러한 초과수익 발생은 많은 연구들이 기업의 인수 및 합병과 관련하여 초과수익의 결과를 보고하는 것을 참조하면 놀랄만한 일이 아니다. [Langetieg(1978), Dodd(1980), Asquith and Kim(1982), Asquith(1983), and Dennis and McConnell(1986)]. 왜냐하면 경영자매집도 기업인수의 한 형태이기 때문이다.

많은 연구들이 기업의 인수와 합병에 관한 설명을 제공한다. 기업이 他기업에 의하여 인수 및 합병되는 경우에는 시너지 효과가 있다고 일반적으로 설명되고 있는데, 그러한 시너지 효과를 제공하는 요인들에 대하여는 여러가지 측면의 설명들을 하고 있다. 예를 들면 시장점유율의 증가에 따른 요인, 규모의 확대에 따른 생산의 효과, 금융에서의 규모의 경제, 비효율적인 경영층의 대체, 구조적 위험의 변화와 비구조적 위험의 변화 등이 기업의 인수와 합병과 관련된 富의 效果를 설명한다.

經營者引受가 기업인수의 한 형태이기는 하지만 기업의 합병과는 그 형태를 달리한다. 경영자인수의 경우는 두개의 기관이 서로 합쳐지는 것은 아니기 때문에 시너지 효과에 의한 설명으로는 충분하지 못한 것이다. 왜냐하면 경영자인수는 단지 공개기업을 인수하여 비공개기업으로 구조를 변화시키는 것이기 때문이다.

경영자매집과 관련하여 富의 효과를 설명하는 데는 몇가지 가설들이 있는데 본 논문은 그중에서 정보효과에 초점을 맞추려고한다. 정보효과는 경영층의 사적정보가 富의 효과의 원천이라고 주장한다. [Leland and Pyle(1977), Miller and Rock (1980) and Myers and Majluf (1984)] 하지만 이전의 경영자매집에 관한 연구들은 정보효과를 구분하여 측정하려는 시도를 하지 않았고, 이점이 본 논문이 공헌하고자 하는 중심이다.

즉 경영자매집 발표시에 주주들이 초과수익을 올릴 수 있게 되는데 그러한 초과수익의 요인을 公的정보와 私的정보로 나누어서 살펴보고자 하는 것이다. 여기서 공적정보라 함은 기업의 내부자가 아닌 공공의 외부자가 접할 수 있는 정보를 말하며, 사적정보라함은 기업의 내부자가 갖고 있는 정보로서 그것은 '공적정보' 뿐만 아니라 기업내부자만 보유하고 있는 '내적정보'를 포함한다. 왜냐하면 기업내부자들도 공공의 정보에 접할 수 있기 때문이다.

일반적인 기업인수의 발표시에 나타나는 주가의 상승은 기업인수라고 하는 새로운 정보가 시장에 나타남에 따라서 대상기업에 대한 再評價가 진행되고, 그러한 재평가의 결과가 가격의 상승이라는 양상으로 나타난다. [Dodd and Ruback(1977) and Bradley (1980)] 기업외부로부터의 기업인수발표는 대상기업에 대한 기업내부경영층의 정보를

포함하지는 않는다. 하지만 경영자매집의 경우에는 기업내부경영층이 갖고 있는 정보도 포함된다고 보여진다. 즉 경영자매집의 시장에서의 평가는 단순히 새로운 공적정보의 재평가 뿐만 아니라 경영자층이 갖고 있었던 기업내부경영층의 정보까지도 재평가를 의미하는 것이기 때문이다.

본 논문의 목적이 경영자매집에 있어서 어떻게 공적정보와 사적정보를 측정하고 구분할 수 있느냐는 것이기 때문에 우리는 경영자매집의 경우들을 두 그룹으로 나누어 보았다. 첫번째 그룹은 경영자매집의 발표 이전에 제 3자로부터 기업인수의 의도가 발표되었으나 성공하지 못한 기업들이다. 이러한 기업들은 제 3자에 의한 기업인수가 발표된 시점에서 공적정보가 노출되고 추가적으로 경영자매집의 발표시 경영층내부의 내부정보가 노출된다고 보여진다. 우리가 수집한 180개의 경영자매집을 경험한 기업들 중에서 약 반수가 제 3자로부터 기업인수의 시도가 있었던 기업들이다. 두번째 그룹은 사전에 제 3자로부터 기업인수의 경험을 하지 않은 회사들이다. 이러한 기업들은 사전에 공적정보가 노출되지 않았기 때문에 내부경영층을 포함한 투자자들이 경영자매집을 발표했을 때 공적정보와 함께 내부정보도 노출되는 것이다.

본 연구는 공적정보효과와 사적정보효과의 차이를 실증적으로 검증하고 또한 사적정보효과의 완성성에 대하여 살펴보고자 한다. 결론을 간단히 요약하면 경영자매집과 관련하여 나타나는 공적정보효과와 사적정보효과는 그 규모에서 다를 뿐만 아니라, 사적정보효과는 공적정보효과와 내부정보효과를 모두 포함함으로서 사적정보효과 이상의 정보효과는 없다는 의미에서 완성성을 갖고 있다고 평가된다.

다음 절 후에 계속되는 논문의 순서는 다음 절에서 경영자매집의 구조와 검증가능한 가설의 설정이 제시되고, 그 후에 데이타와 방법론이 제시되며 실증검증의 결과와 분석이 다음 절에 나온다. 끝으로 결론 및 요약이 마지막 절에 보고된다.

II. 經營者買集의 構造와 假說

1. 경영자매집의 구조

公開기업을 非公開기업으로 전환하는 방법은 몇가지가 있다. 보통 투자자들이 모여서 비공개의 외곽지주회사를 만들어서 대상기업의 합병을 시행한다. 외곽지주회

사가 대상기업을 합병하는 경우도 있고 혹은 지주회사가 대상기업에 합병되는 경우도 있다. 통상의 기업합병과 인수외에도 경영자매집은 금융의 방식, 구조의 변화와 전문가들의 참여 등 독특한 성격들을 가지고 있다.

다른 방법으로는 지주회사가 대상기업의 주식을 인수하거나, 대상회사의 자산을 매입하거나 대상회사의 주주들에게 분배를 행하는 방법들이 동원된다. 대상기업의 주주들은 그들의 주식을 현금, 채권 혹은 지주회사의 주식들과 교환한다. 어떤 방식을 선택하느냐는 주로 세금절감을 목적으로 경우에 따라서 정해진다.

전통적으로 경영자매집을 위한 자금의 조달은 각종 등급의 부채발행과 보통주 발행에 의하여 이루어진다. 특히 부채의 발행에 의한 금융비중이 높은데, 이때문에 레버리지에 의한 기업인수라고도 불리는 것이다. 우선권을 갖는 채권의 발행이 이러한 거래에서 많은 비중으로 통용된다. 우선권을 갖는 채권에 대한 자금은 은행, 보험회사, 리스회사 혹은 경영자매집을 전문으로 하는 합작법인에 의하여 제공된다. 또한 상업은행들도 신용한도를 설정하고 대상기업의 채권, 공장설비 및 재고를 담보로 자금을 제공한다.

우선권을 갖지 못하는 부채는 종종 연기금, 보험회사, 벤처캐피탈 및 기금 등에서 제공된다. 이러한 하위등급의 부채는 당연히 높은 위험과 높은 기대수익을 제공한다.

경영자매집의 경우 자본금은 대상기업의 경영층에 의한 부분과 채권의 인수로 자금을 조성하여 주는 외부투자자들에 의하여 제공된다. 이러한 내부경영층의 참여 때문에 경영자매집이라고 불리는 것이다. 경영자매집이 이루어진 후에 그 기업은 비공개기업으로 상대적으로 소수의 주주들에 의하여 운영된다. 간단히 요약하면, 경영자매집의 특징적인 성격들은 내부경영층의 참여, 기업인수 이후의 비공개기업화 그리고 높은 부채에 의한 자금의 동원이라고 말할 수 있다.

2. 가설

경영자매집과 관련하여 주주들의 富의 효과를 설명하는 데는 몇가지 가설들이 있는데, 예를 들면 세금구조가설[Lowenstein(1985)], 거래비용가설 [DeAngelo, DeAngelo and Rice(1984)], 채권자착취가설 [Travlos and Millon(1987), Lehn and Poulsen (1988)], 대리인비용가설 [Lehn and Poulsen(1989)] 등이 그것이다. 경영자매집에 관련된 효과를 설명하는 가설은 위의 가설들 중에 어느 것으로 설명될 수가 있을 것이다. 즉 위의 어떤 특정가설이 다른 가설을 배제한다거나 하나의 가설로 설명이 완결되지는 못한다는 말이다.

세금구조가설은 경영자매집이 주로 부채의 증가, 즉 채권의 발행에 의해 이루어지기 때문에 경영자매집발표시에 발생하는 富의 효과는 부채의 증가에 의하여 증가하는 이자비용이 세금공제를 받기 때문에 생기는 이익이라는 설명이다.

거래비용가설은 경영자매집은 공개기업을 비공개기업으로 구조를 전환하는 것이기 때문에 공개기업에서 발생할 수 있는 각종 감독기관의 요구에 맞추기 위하여 드는 제비용과 일반주주들에게 공개기업으로서 제공하는 제비용이 감소함으로서 생기는 비용의 감소에 의하여 富의 효과가 발생한다고 설명한다. 채권자착취가설은 레버리지의 증가에 의하여 채권자들의 손실이 발생하는 것이 주식소유자들의 부로 이전된다고 하는 설명이다. 대리인비용가설은 공개기업의 경우 경영층과 주주들 사이에 발생하는 정보의 차이와 동기의 차이에서 발생되는 비용을 말하며 경영층의 감독에 드는 비용과 경영층 자신들을 위하여 기업의 투자결정이 최적선택이 아닌 부분에서 결정될 수 있음에 의하여 발생하는 비용이 비공개 사기업화함에 따라서 감소하게 되는데 그것이 주주들의 이익으로 나타난다고 설명한다.

또 하나의 가설인 정보효과가설은 기업인수와 관련되어 나타나는 부의 효과는 기업인수의 주체들이 대상기업에 대해서 인수를 발표할 때 시장에서는 기업인수의 주체들이 대상기업에 관하여 긍정적인 평가를 하고 있다고 인식하고, 그 때문에 주식가격은 상승하게 됨으로써 발생한다고 설명한다. 이와 비슷한 설명들이 경영자의 자본참여에 관하여는 Leland and Pyle(1977)에 의하여, 배당정책에 관하여는 Miller and Rock(1980)에 의하여, 내부자금조달에 관하여는 Myers and Majluf(1984)에 의하여 제공되고 있다.

이 논문에서는 정보효과를 중심으로 가설을 설정하고 실증적 검증을 하고자 하는 것이다. 경영자매집도 기업인수의 한 형태이기 때문에 위에서 언급된 정보효과가설이 적용될 수 있으나, 경영자매집의 경우에는 내부경영자의 인수참여라는 특성을 갖는다. 그러므로 경영자매집의 발표에 따라 나타나는 富의 효과에는 경영층의 참여에 따른 사적정보의 노출이 연관되어 있다. 경영층을 중심으로 경영자매집에 참여한 내부자들은 경영자매집이 자신들을 포함해서 새로운 소유주들에게 이득이 될 것이라고 믿기 때문에 참여하는 것이다. 시장에서는 내부자들이 일반인들보다 그 기업의 경영에 관하여 많은 정보를 갖고 있다는 것을 알고 있기 때문에 경영자들이 그 기업을 買收하려고 한다는 것은 기업가치에 대한 경영자들의 긍정적 판단을 근거로 하기 때문에 경영층의 경영자매집의도를 좋은 뉴스로 받아들이게 된다.

많은 논문들이 기업합병과 인수의 발표시에 대상기업의 주식소유자들에게 초과수익률을 가져다 준다는 것을 보고하고 있다. [Asquith(1983), Asquith and Kim(1982),

Bradley, Desai and Kim(1983), Dodd(1980)] 그러므로 기업합병과 인수와 관련된 정보가 의미있고 가치있는 것이라고 해석할 수 있다. 여기에 관련된 정보는 기업인수의 의사표시자들이 대상기업의 내부자가 아니라는 의미에서 公的정보라고 볼 수 있다.

반면에 경영자매집발표시의 부의 효과는 내부경영층의 사적정보효과를 나타내는 것이다. 즉 경영자매집발표의 효과는 외부자들이 가질 수 있는 공적정보이외에도 내부정보의 영향도 포함하는 것이다. 그러므로 사전에 기업합병 및 인수의 대상이 되었던 기업들과 사전에 기업합병 및 인수의 대상이 아니었던 기업들의 경영자매집발표의 효과를 살펴보면 상대적으로 사적정보의 시장에서의 가치평가가 분석될 수 있을 것이다. 사전에 제 3자로부터 합병과 인수의 제의를 받았던 경우에는 합병과 인수제의 당시에 공적정보가 이미 노출되었기 때문에 경영자매집의 발표시에 추가적으로 내부정보가 유출되는 것으로 볼 수 있다. 하지만 사전에 합병과 인수에 대한 경험이 없는 경우의 경영자매집의 발표는 사적정보의 노출로서 공적정보 뿐만 아니라 내부정보도 함께 노출되는 것으로 이해할 수 있다. 그러므로 사전 합병과 인수의 경험이 있는 그룹과 사전경험이 없는 그룹들간의 부의 효과의 차이는 내부정보의 효과로 이해할 수 있을 것이다.

또한 경영자매집과 관련하여 사전의 기업인수의사의 발표 그리고 연속하여 나타나는 경영자매집발표에 따라 나타나는 부의 효과를 검토함에 따라서 사적정보효과가 다른 정보가 사적정보효과이상의 정보를 포함하지 않는다는 의미에서 완전한 것이냐를 검토해 볼 수 있을 것이다. 사적정보가 완전한 정보를 제공한다면, 사전 기업인수를 경험한 그룹의 경우에 나타나는 2회의 富의 효과는 기업인수경험이 없는 그룹의 1회의 정보효과, 즉 사적정보효과 보다 크지 못할 것이다. 뿐만 아니라, 만약 위의 1회의 사적정보효과가 2회에 걸쳐나타나는 공적정보효과와 내부정보효과의 합과 같다면, 이것은 사적정보의 완성성 뿐만 아니라 총체적 정보효과가 상정했던대로 공적정보효과와 내부정보효과로 나누어질 수 있음을 보여주게 될 것이다.

요약하면 본 논문에서 검증가능한 가설들은 : (a) 경영자매집발표시에 과연 다른 논문들이 발표하는 것과 같은 초과수익이 존재하는 지를 확인하고; (b) 사전의 기업합병 및 인수의 경험이 다른 두 그룹들 사이에 나타나는 부의 효과가 다른 것인지 ; (c) 사전에 있었던 기업합병 및 인수의 발표시에 과연 다른 논문들이 발표하는 것과 같은 초과수익이 존재하는지 ; 그리고 (d) 사전 경험이 있는 그룹의 2회의 기업합병 및 인수에 대한 시도(事前의 기업인수와 事後의 경영자매집)로 나타나는 부의 효과의 合이 사전 경험이 없는 그룹의 1회의 부의 효과와 근사한 지를 검토하고자 하는 것이다. 위의 검증들 중에서 (a)와 (c)는 이전의 연구발표를 확인하는 동시에 표본선택의 문제가

있었는 지를 확인시켜 줄 것이다. 그리고 (b)와 (d)의 검증은 위에 설명한 사적정보와 공적정보의 정보가설을 검증할 것이다.

III. 資料와 方法論

기본적인 자료는 Lehn and Poulsen(1989)이 사용한 1980년부터 1987년 사이에 일어난 경영자매집의 표본을 이용하였다. 이 자료는 경영자매집이 위의 기간에 완료된 경우를 모두 포함하고 있다. 위의 자료 중에서 CRSP의 日間수익률 테이프에 포함된 것과 당시의 경영층이 참여한 경우들만 연구에 포함시켰다. 그리하여 180개의 경영자매집의 경우들이 선택되었다. 180개의 경영자매집의 각 경우를 경영자매집발표를 기점으로 이전 2년 동안 월스트리트저널 인덱스를 조사하여 그 2년 동안에 대상기업에 제 3자로부터의 기업합병 및 인수에 관한 공표가 있었는지 조사하였다. 180개의 경영자매집 경우 중에서 92개가 이전 2년 동안에 경영자매집이 아닌 기업인수의 대상이었던 것으로 확인되었다.

연구방법으로는 시장모형을 토대로 한 사건연구방법론을 이용하여 초과수익률을 추정하였다. [Dodd and Warner(1983)와 Travlos(1987)] 추정기간은 사건일기준으로 t=−136에서 t=−16일간의 120일 동안의 日間수익률을 이용하였다. 제 3자에 의한 기업인수와 경영자매집을 경험한 그룹의 경우에는 추정기간을 기업인수의도의 발표를 기준으로 120일간을 이용하였는데, 그것은 경영자매집을 기준으로 추정할 경우 사건일의 중간에 추정기간이 위치함으로써 추정치들이 편향을 가질 수 있기 때문이다. 일간초과수익률은 사건일 기준으로 t=−15에서 t=+15까지 계산하였다. N개의 표본에 대한 일간초과수익률은 다음 식으로 나타날 수 있다.

$$ART = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}\{Rit-a_i-b_iRmt\}, \quad t=-15,\cdots\cdots+15 \qquad (1)$$

위에서 Rit는 사건일 기준 t시점의 보통주 i에 대한 수익률을, Rmt는 사건일 기준 t시점의 CRSP의 가중평균된 시장수익률을 나타내며, a_i, b_i는 시장모형에서 나타나는 추정치들이다. ARt는 포트폴리오의 t 시점에서의 초과수익률을 표시한다.

또한 누적초과수익률도 일간초과수익률을 사건기간내에서 합산하여 구하였다. 다음의 CAR은 T_1일에서 T_2일 사이의 누적초과수익률을 나타낸다.

$$CAR(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} ARt \tag{2}$$

또한 표본편차는 다음과 같이 계산되었다.

$$Sit = \left[Si^2 \left(1 + \frac{1}{L} + \frac{(Rmt - \bar{R})^2}{\sqrt{\sum_{k=1}^{L} (Rmk - \bar{Rm})^2}} \right) \right]^{\frac{1}{2}} \tag{3}$$

위에서 Si^2은 시장모형에 있어서 증권 i의 잔차의 분산이고, L은 예측기간 동안의 관측수이며, Rmk는 k번째 날의 시장포트폴리오의 수익률이며, Rmt는 사건기간 중에서 t째날의 시장포트폴리오의 수익률이고, $\bar{R}$는 추정기간 동안의 시장포트폴리오의 평균수익률이다.

초과수익률에 대한 검증은 개개의 초과수익률이 독립적이고 정규분포를 한다고 가정하고 t-통계량을 이용하여 검증하였다. 다음의 통계량은 두 그룹간의 누적평균초과수익률의 차이가 의미있는 것인지를 검증하는 통계량이다. 여기서 CSAR은 표준화된 누적초과수익률을 나타내고 N_1과 N_2는 각 그룹의 표본의 수를 나타낸다. 본 논문에서 사용한 초과수익률 산정 및 검증방식은 이 분야의 전형적인 방식이므로 간단히 축약하였음을 밝힌다.

$$T_d - CSAR_{T1T2} = \frac{CSAR_1 - CSAR_2}{\sqrt{\frac{T_2 - T_1 + 1}{N_1} + \frac{T_2 - T_1 + 1}{N_2}}} \tag{4}$$

Ⅳ. 実證結果

〈표 1〉은 전체 경영자매집의 발표와 관련하여 -15일에서 +15일 사이의 평균일간초과수익률 및 누적평균초과수익률을 보고하고 있다. 여기서 事件日은 월스트리트紙에 발표된 前日로 잡았다. 그것은 월스트리트에 발표된 하루 전날 대부분 시장에서 정보가 공표되기 때문이다. 표 1의 첫번째 란은 경영자매집발표를 기준으로 한 날

짜들을 나타내며, 두번째 란은 포트폴리오의 평균초과수익률을 나타내고, 세번째 란은 포트폴리오평균수익률에 대한 T-통계량을 나타내고, 네번째 란은 포트폴리오의 누적평균초과수익률을 나타낸다. 다섯번째 란과 여섯번째란은 각각 표준화된 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 나타낸다.

〈표 1〉에서 보듯이 경영자매집의 발표는 대상기업의 주식에 긍정적인 측면으로 株價에 영향을 미친다. 경영자매집발표 전날의 초과수익률은 1.77%로서 5% 유의수준에서 통계적으로 의미있다. 발표날, 즉 사건일의 초과수익률은 9.22%이고 이것 역시 통계적으로 유의하다. 또한 사건일 다음날의 초과수익률은 3.48%로서 역시 통계적으로 유의하다. 사건 다음날의 초과수익률이 존재하는 것은 일부 표본의 경우에는 실지로 이날이 사건일일 수도 있기 때문으로 생각된다. 왜냐하면 사건일을 월스트리트저널지에 발표된 전일로 정하였기 때문에 일부는 월스트리트저널지에 발표된 날이 사건일일 수도 있다. 사건일을 중심으로 前後 3일간의 평균초과수익률의 합은 14.25%로서 역시 5% 수준에서 통계적으로 유의하다.

위의 실증적 결과는 우선 경영자매집의 발표와 관련하여 陽의 초과수익률을 발표한 다른 연구결과들과 일치한다. 또한 사건 전일의 초과수익률은 경영자매집과 관련하여 정보의 누수가 있는 것으로 설명할 수 있다. 이러한 정보의 누출은 많은 수의 경영자매집대상기업들이 기업인수 및 합병의 대상이었기 때문에 시장에서 주목받고 있었고 시장참여자들은 새로운 기업인수에 대한 기대, 여기서는 경영자매집을 예측하고 있었던 것으로 해석할 수 있다.

〈표 2〉는 경영자매집 이전에 기업인수 및 합병의 경험이 없는 포트폴리오의 경영자매집 발표시의 평균일간초과수익률 및 누적평균초과수익률을 나타낸다. t=-1날의 평균초과수익률은 1.94%로서 5% 수준에서 통계적으로 有意하다. 그리고 사건일과 사건일 다음날에는 평균초과수익률이 11.35%와 4.38%로서 역시 통계적으로 유의하다. 위의 3일동안의 초과수익률의 합은 17.68%로서 전체표본의 3일간의 평균누적수익률보다 크다. 그러나 전체 경영자매집의 경우와는 달리 -6일로부터 -3일까지는 의미있는 초과수익률이 나타나지 않았다. 이것은 상대적으로 기업인수 및 합병의 경험이 없는 경우에 시장에서의 기대가능성이 적었기 때문으로 풀이된다.

〈표 3〉은 경영자매집 이전에 기업인수 및 합병의 의사가 발표되었던 포트폴리오의 경영자매집 발표시의 평균일간초과수익률 및 누적평균초과수익률을 나타낸다. 경영자매집발표를 기준으로 -1일의 평균초과수익률은 1.65%이고, 사건일과 사건 다음날의 평균초과수익률은 각각 7.27%와 2.68%이며, 그들은 각각 통계적으로 유의하다. 위 3일간의 초과수익률의 합은 11.6%이고, 이 그룹의 경우에는 -2, -3, -5, -6일의

〈표 1〉 경영자매집발표 전후의 초과수익률
(전체 180기업)

날 짜	AR	T-AR	CAR
-15	0.00063	0.35	0.00063
-14	-0.00024	-0.14	0.00038
-13	0.00318	1.79	0.00357
-12	0.00047	0.27	0.00404
-11	0.00008	0.05	0.00412
-10	0.00030	0.17	0.00442
-9	-0.00114	-0.64	0.00328
-8	0.00086	0.48	0.00414
-7	0.00457*	2.57	0.00871
-6	0.00284	1.59	0.01154
-5	0.00516*	2.90	0.01670
-4	0.00280	1.57	0.01950
-3	0.00565*	3.18	0.02516
-2	0.01290*	7.24	0.03805
-1	0.01771*	9.95	0.05576
0	0.09222*	51.80	0.14799
1	0.03480*	19.55	0.18278
2	0.00038	0.21	0.18316
3	0.00262	1.47	0.18578
4	-0.00226	-1.27	0.18353
5	-0.00210	-1.18	0.18143
6	-0.00023	-0.13	0.18120
7	-0.00178	-1.00	0.17942
8	0.00125	0.70	0.18067
9	-0.00123	-0.69	0.17944
10	0.00170	0.96	0.18115
11	-0.00150	-0.84	0.17965
12	0.00011	0.06	0.17976
13	-0.00060	-0.34	0.17917
14	0.00301	1.69	0.18218
15	0.00301	1.69	0.18218

주) AR : 평균초과수익률
T-AR : AR의 T-통계량
CAR : 누적평균초과수익률
* : 5% 수준에서 유의

〈표 2〉 사전경험이 없는 그룹의 경영자매집발표 전후의 초과수익률 (88기업)

날 짜	AR	T－AR	CAR
-15	0.00038	-0.15	-0.00038
-14	0.00065	-0.25	-0.00103
-13	-0.00654*	2.56	0.00551
-12	-0.00147	-0.58	0.00403
-11	0.00293	1.15	0.00696
-10	0.00162	0.63	0.00858
-9	0.00274	1.07	0.01132
-8	-0.00205	-0.80	0.00927
-7	0.00856*	3.35	0.01783
-6	0.00025	0.10	0.01808
-5	0.00166	0.65	0.01974
-4	0.00092	0.36	0.02066
-3	0.00031	0.12	0.02097
-2	0.01120*	4.38	0.03217
-1	0.01940*	7.59	0.05158
0	0.11350*	44.40	0.16508
1	0.04383*	17.14	0.20891
2	-0.00260	-1.02	0.20631
3	0.00253	0.99	0.20884
4	-0.00436	-1.71	0.20448
5	-0.00477	-1.87	0.19971
6	0.00053	0.21	0.20024
7	-0.00240	-0.94	0.19783
8	-0.00223	-0.87	0.19560
9	0.00061	0.24	0.19622
10	0.00325	1.27	0.19947
11	-0.00156	-0.61	0.19791
12	0.00124	0.49	0.19916
13	-0.00117	-0.46	0.19798
14	0.00345	1.35	0.20143
15	0.00122	0.48	0.20265

주) AR : 평균초과수익률
T－AR : AR의 T－통계량
CAR : 누적평균초과수익률
* : 5% 수준에서 유의

〈표 3〉 사전경험이 있는 그룹의 경영자매집발표 및 기업인수발표 전후의 초과수익률 (92기업)

날짜	경영자매집 발표시			기업인수 발표시		
	AR	T-AR	CAR	AR	T-AR	CAR
-15	0.00211	0.82	0.00211	0.00441	1.68	0.00441
-14	0.00131	0.51	0.00342	-0.00248	-0.95	0.00193
-13	0.00115	0.44	0.00457	0.00447	1.71	0.00640
-12	0.00297	1.15	0.00754	-0.00265	-1.01	0.00374
-11	-0.00176	-0.68	0.00578	0.00509	1.94	0.00883
-10	0.00061	0.24	0.00640	0.00299	1.14	0.01182
-9	-0.00430	-1.66	0.00210	0.00675*	2.58	0.01858
-8	0.00377	1.46	0.00587	0.00699*	2.67	0.02557
-7	0.00113	1.44	0.00701	0.00907*	3.46	0.03464
-6	0.00560*	2.17	0.01261	0.00160	0.61	0.03624
-5	0.00911*	3.52	0.02172	0.00142	0.54	0.03766
-4	0.00471	1.82	0.02644	0.00259	0.99	0.04025
-3	0.01122*	4.34	0.03765	0.00579*	2.21	0.04604
-2	0.01502*	5.81	0.05267	0.00301	1.15	0.04905
-1	0.01654*	6.40	0.06921	0.02147*	8.20	0.07052
0	0.07266*	28.10	0.14187	0.03246*	12.39	0.10299
1	0.02678*	10.36	0.16865	0.01409*	5.38	0.11707
2	0.00325	1.26	0.17190	0.00177	0.67	0.11884
3	0.00341	1.32	0.17531	0.00598	2.28	0.12482
4	0.00025	0.10	0.17556	-0.00260	-0.99	0.12222
5	0.00102	0.39	0.17658	-0.00451	-1.72	0.11771
6	-0.00017	-0.06	0.17641	0.00125	0.48	0.11897
7	-0.00072	-0.28	0.17569	-0.00083	-0.32	0.11813
8	0.00470	1.82	0.18039	0.00474	1.81	0.12288
9	-0.00254	-0.98	0.17785	-0.00170	-0.65	0.12117
10	0.00101	0.39	0.17886	0.00075	0.29	0.12193
11	-0.00046	-0.18	0.17840	-0.00034	-0.13	0.12159
12	-0.00061	-0.24	0.17778	-0.00118	-0.45	0.12041
13	0.00081	0.31	0.17859	-0.00231	-0.88	0.11810
14	0.00306	1.18	0.18165	-0.00636*	-2.43	0.11174
15	0.00525*	2.03	0.18690	-0.00114	-0.43	0.11060

주) AR : 평균초과수익률 CAR : 누적평균초과수익률
T-AR : AR의 T-통계량 * : 5% 수준에서 유의

초과수익률이 크고 통계적으로 유의한 수준이다. 이 결과는 Bradley, Desai, and Kim (1983)이 발표했듯이 기업인수와 합병이 실패했을 경우 미래에 추가적인 기업인수가 시도될 때 시장에서 이에 따른 확률과 기대에 따라 초과수익이 존재할 수 있다고 하는 기업인수와 합병에 있어서의 기대이론과 부합되는 결론이다.

사전의 기업인수경험의 유무에따라 나누어진 두개의 경영자매집집단의 비교를 위하여 초과수익률의 차이를 살펴보았다. 사건일과 사건일 다음날의 평균초과수익률은 기업인수를 경험하지 않은 그룹이 기업인수의 경험이 있는 그룹보다 4.08%와 1.70%만큼 각각 크고 또한 그 차이는 5% 수준에서 통계적으로 유의하다. 사건일을 중심으로 3일간의 평균누적초과수익률을 살펴보아도 기업인수경험이 없는 그룹이 기업인수경험이 있는 그룹보다 6.08% 크고 또한 5% 수준에서 통계적으로 유의하다.

위의 결과는 경영자매집발표시에 시장에서의 평가가 기업인수의 경험이 있는 그룹과 기업인수의 경험이 없는 그룹 사이에 다름을 보여주고 있다. 이러한 결과는 우리가 앞에서 설정하였듯이 사전의 경험에 따라서 경영자매집의 발표효과로 노출되는 정보의 양과 질의 다르다고 하는 가설과 부합되는 결과를 나타낸다.

경험이 있는 그룹의 사전의 기업인수발표시의 초과수익률을 살펴보면 사건일 기준 −1, 0, 1일들의 초과수익률은 각각 2.15%, 3.25%와 1.41%로서 5% 수준에서 통계적으로 유의하다. 3일간의 초과수익률의 합은 6.81%로서 이러한 결과는 다른 기업인수 및 합병에 관한 연구결과들과 같이 기업합병 및 인수의 발표시에 대상기업의 주주들에게 초과수익률이 존재한다는 것을 보여준다.

본 논문은 사전 경험이 다른 경영자매집의 경우를 살펴봄으로서 公的 및 私的 정보의 중요성을 평가하고자 하는 것이다. 시장이 사적정보를 완전한 것으로 평가한다면 우리는 기업합병 및 인수를 경험한 그룹의 2번의 사건, 즉 사전의 기업인수발표와 나중에 나오는 경영자매집발표시, 에서 나타나는 정보효과의 합은 기업합병 및 인수시도를 경험하지 않은 그룹에서 나타나는 정보효과와 같아야 된다고 주장했다.〈표 4〉에서는 앞의 정보효과의 합이 18.41%이고 나중 그룹의 정보효과가 17.68%인 것을 보여주는데 그것의 차이는 0.7%밖에 안되고 5% 유의수준에서 통계적으로 차이가 없는 것으로 검증된다. 이러한 결과는 사적정보효과는 공적정보효과이상의 효과를 포함하며 시장에서 평가되는 거의 모든 정보효과를 반영한다는 의미에서 완성성을 가진 것으로 해석된다.

〈표 4〉 사건일 전후 3일간의 두 그룹의 누적평균초과수익률

사전 경험이 없는 그룹(88기업)	17.68%
사전 경험이 있는 그룹(92기업)	18.41%
사전의 기업인수발표시	6.81%
추가적인 경영자매집발표시	11.60%
차 이	-0.73

V. 要約 및 結論

본 논문은 경영자매집과 관련하여 內的 정보가 대상기업의 가치에 영향을 미친다는 가설의 실증적 검증을 제공한다.

실증적 검증의 결과는 우선 기업합병 및 인수 그리고 경영자매집의 발표시에 陽의 초과수익률을 보여주는 종전의 연구결과들과 부합되는 결과를 보여준다. 실증적 결과는 또한 사전에 기업인수를 경험한 경영자매집의 경우가 사전경험이 없는 경영자매집의 경우보다 초과수익률이 작음을 보여준다.

이러한 결과들은 우리가 설정한 정보효과의 분류 및 내용이 일치함을 보여준다. 즉 사전의 기업인수발표시에 대부분의 공적정보가 노출되었고 그러한 사전의 정보효과가 연속해서 나타나는 경영자매집의 발표시에 추가적인 내부효과만이 나타나도록 역할을 한 것이다. 사전경험이 없는 경영자매집의 발표시에는 사적정보의 효과가 나타나고 사적정보효과는 공적정보 이상의 효과 즉 내부정보까지를 포함하기 때문에 공적정보효과보다 큰 초과수익률을 나타내는 것으로 이해된다.

또한 사적정보효과는 그 이상의 추가적인 정보를 요구하지 않는다는 측면을 살펴볼 때 사적정보의 성격은 완성성을 갖는 것으로 이해될 수 있다. 이것은 사전경험이 있는 그룹의 경우 사전의 기업인수발표시의 공적정보효과와 경영자매집발표시의 내부정보의 합이 사전경험이 없는 경영자매집발표시의 정보효과와 같기 때문이다.

참 고 문 헌

Amihud, Yakov, "Management Buyouts and Shareholders' Wealth," Public Policy Towards Corporate Takeovers, edited by Murray Weidenbaum and Kenneth Chilton, Transaction Publishers: New Brunswick, NJ, 1988.

Asquith, Paul and E.H. Kim, "The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders," *Journal of Finance,* vol. 37 (1982), 1209-1228.

Asquith, Paul, "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics,* vol. 11 (1983), 51-83.

Bradley, Michael, "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control," *Journal of Business,* vol. 53 (1988), 345-376.

Bradley, Michael, Andrei Desai and E.H. Kim, "The Rational Behind Interfirm Tender Offers," *Journal of Financial Economics,* vol. 11 (1983), 183-206.

Brown, Stephen and Jerold Warner, "Using Daily Stock Returns in Event Studies," *Journal of Financial Economics,* vol. 14 (1985), 3-31.

Bull, Ivan O., "Management Performance in Leveraged Buyouts : An Empirical Analysis," Public Policy Towards Corporate Takeovers, edited by Murray Weidenbaum and Kenneth Chilton, Transaction Publishers : New Brunswick, NJ, 1988.

Dann, Larry, "Common Stock repurchase : An Analysis of returns to bondholders and stockholders," *Journal of Financial Economics,* vol. 9 (1980), 113-138.

DeAngelo, Harry and Linda DeAngelo, "Management Buyouts of Publicly Traded Corporations," *Financial Analysts Journal,* vol. 43 (1987), 38-49.

DeAngelo, Harry, linda DeAngelo and Edward M. Rice, "Going Private : Minority Freezeouts and Stockholder Wealth," *Journal of Law & Economics,* vol. 27 (1984), 367-403.

DeAngelo, Linda E., "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes : A Study of Management Buyouts of Public Stockholders," *Accounting Review,* vol. 51 (1986), 400-420.

Dennis, Debra K. and John J. McConnell, "Corporate Mergers and Security Returns," *Journal of Financial Economics,* vol. 16 (1986), 143-187.

Dodd, Peter, "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth,"

Journal of Financial Economics, vol. 8 (1980), 105-137.

Dodd, P. and Ruback R., "Tender Offers and Stockholder Returns : An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics,* vol. 5 (1977), 361-374.

Dodd, Peter and Jerold B. Warner, "On Corporate Governance," *Journal of Financial Economics,* vol. 11 (1983) 401-438.

Friend, Irwin and Larry H.P. Lang, "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *Journal of Finance,* vol. 43 (1988), 271-281.

Grammatikos, T. and Swary, I, "Incentives for Public Firms to Private : Superior Information or Organizational Efficiency," Working Paper, April, 1986.

Jensen, Michael, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review,* vol. 76 (1986), 323-329.

Kaplan, Steven, "Sources of Value in Management Buyouts," Public Policy Toward Corporate Takeovers, edited by Murray Weidenbaum and Kenneth Chilton, Transaction Publishers : New Brunswick, NJ, 1988.

Kieschnick, Robert L., "Management Buyouts of Public Corporations : An Analysis of Prior Characteristics," Public Policy Towards Corporate Takeovers, edited by Murray Weidenbaum and Kenneth Chilton, Transaction Publishers : New Brunswick, NJ, 1988.

Langetieg, Torence C., "An Application of A Three-Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains From Merger," *Journal of Financial Economics,* vol. 6 (1978), 365-384.

Lehn, Kenneth and Annette Poulsen, "Leveraged Buyouts : Wealth Created or Wealth Redistributed," Public Policy Towards Corporate Takeovers, edited by Murray Weidenbaum and Kenneth Chilton, Transaction Publishers : New Brunswick, NJ, 1988.

Lehn, Kenneth and Annette Poulson, "Free cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance,* vol. 44 (1989), 771-788.

Leland H.E. and Pyle D.H., "Informational Asymmetries, Financial Intermediation," *Journal of Finance,* vol. 32 (1977), 371-388.

Lowenstein, L., "Management Buyouts," *Columbia Law Review,* vol. 85 (1985), 730-784.

Macris, Robert N., "Leveraged Buyouts : Federal Income Tax Considera-tions," Public Policy Towards Corporate Takeovers, edited by Murray Weidenbaum and Kenneth Chilton, Transaction Publishers : New Brunswick, NJ, 1988.

Masulis, Ronald W., "Stock Repurchase by Tender Offer : An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes," *Journal of Finance,* vol. 35 (1980), 305-319.

Miller M. H. and Rock K., "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance,* vol. 40 (1985), 1031-1051.

Mitchell, Mark L. and Kenneth Lehn, "Do Bad Bidders Become Good Targets ? " working paper, August 1988.

Muscarella, Chris J. and Michael R. Vetsuypens, "Efficiency and Organizational Structure : A Study of Reverse LBOs," working paper, Southern Methodist University, November 1988.

Myers S.C. and Majluf N.S., "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have," *Journal of Financial Economics,* vol. 13 (1984), 187-222.

Pound, John, "The Information Effects of Takeover Bids and Resistance," *Journal of Financial Economics,* vol. 22 (1988), 207-227.

Torabzadeh, Khalil M., and William J Bertin, "Leveraged Buyouts and Shareholder Return," *Journal of Financial Research,* vol. 10 (1987), 313-319.

Travlos, Nickolas G., "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns," *Journal of Finance,* vol. 42 (1987), 943-963.

Vermaelan, Theo, "Common Stock Repurchases and Market Signalling : An Empirical Study," *Journal of Financial Economics,* vol. 9 (1981), 138-183.

Williamson, Oliver E., "Corporate Finance and Corporate Governance," *Journal of Finance,* vol. 43 (1988), 567-591.