

M & A 발표와 정보비대칭에 관한 실증적 연구

An Empirical Study on M & A Announcements
and Information Asymmetry

金 榮 國*

(Kim, Young-Kook)

논문접수일 : 97. 8

게재확정일 : 97. 12

목 차

I. 머리말	III. 표본선정 및 분석방법
II. 문제의 제기	1. 표본선정
1. 부분적 예상가정	2. 분석방법
2. 정보의 누출	IV. 실증적 결과의 분석 및 토론
3. 사건연구방법	1. 결과
4. 시장미시구조분석	2. 토론

I. 머리말

매수기업의 합병·인수(Mergers & Acquisitions)(M&A)발표가 해당기업 주주의 부를 증가시키는가에 대한 논란이 재무학계의 큰 관심거리로 등장한지 상당한 기간이 흘렀다. 사실 지금까지 이 분야에 대한 조사연구 논문만 해도 그 수를 헤아리기 어려울 정도라고 하겠다. 그리고 M&A라는 사건이 주주의 부를 증가 또는 감소시킨다고 주장하는 측에서는 나름대로 각각 그럴듯한 논리와 실증적 근거가 있기 때문에 이에 관한 논쟁은 쉽게 해결되기 어려운 실정이다.

*동해전문대학 사무자동화와 조교수. Assistant Professor, Department of Office Automation

그런데 이러한 논란을 벌이기에 앞서서 만약 M&A라는 사건이 사전에 예상된다고 한다면 주주의 부에 관한 영향을 측정하는 방법 자체에 문제가 있다고 하겠다. 그러므로 M&A 발표이전에 「정보누출」이 있었느냐는 매우 심각하게 검토해야 할 과제이다. 정보누출로 인한 정보비대칭(Information Asymmetry)의 해소를 측정하는 방법으로 최근에 많은 주목을 받는 분야가 바로 Dealer의 Bid-Ask Spread 변화를 관찰하는 일이다.

본 논문은 M&A 발표에 관한 정보가 사전에 누출되는지에 대해 Spread의 변화를 관찰하는 시장미시구조분석방법(Market Microstructure Analysis Method)을 사용하여 실증적으로 시험하고자 한다. 표본기업은 현재 한국계 미국현지회사가 상당수 상장되어 있는 NASDAQ 시장에서 선정하였다.

요즘 우리나라에도 M&A 전문업체 설립이 활기를 띠고 있는데, 97년도 4월 1일부로 증권거래법 제 200조가 개정 실시되어 특정종목 주식을 10% 이상 취득할 경우 사전승인을 받도록 한 규정은 폐지되었다. 정부의 강제적인 부실기업 인수유도가 주류를 이루었던 과거와는 달리 이제 우리나라의 M&A 시장도 자유경쟁을 지향하는 선진국형으로 변모하고 있다. 최근에 공정거래위원회에 신고한 M&A 건수를 보면 △93년-123건 △94년-195건 △95년-325건 △96년-445건으로 95년도부터 급격한 증가세를 보이고 있다. 본연구의 목적은 M&A에 관한 정보가 사전에 누출되는 지를 검증함으로써 주식시장에 대한 투자자의 이해를 높히도록함에 있다.

본연구는 모두 다섯개의 장으로 구성되어 있다. 제1장은 「머리말」을, 그리고 제2장은 「합병발표」와 「정보누출」에 관한 이론적 배경과 더불어 이 주제가 토의되어야 할 필요성을 서술한다. 제3장에서는 실증적 조사를 위한 표본선정과 분석방법에 대해 설명하고, 제4장에서는 표본시험의 결과가 주는 의미를 추론하고자 한다. 그리고 제5장에서는 본연구의 요약과 앞으로의 연구방향에 대해 논의할 것이다.

II. 문제의 제기

이 장에서는 M&A와 정보비대칭에 관한 이론적 배경을 제시하고자 한다. 먼저 매수기업의 합병발표는 시장이 어느 정도 예상한다는 『부분적 예상가정』에 대한 의미를 토의한후, 정보의 비대칭 및 사건연구방법·시장미시구조 등 실증적 검사방법에 관한 주요쟁점을 서술한다.

1. 부분적 예상가정(Partial Anticipation)

Schipper & Thompson(ST)(1983)은 주식시장이 매수기업의 합병발표를 부분적

으로 예상하기 때문에 M&A 발표소식은 별다른 뉴스가 못된다고 말했다. 대부분의 경우, 합병은 기업의 장기투자계획의 일환으로 수행되기 때문에 최초합병은 정보효과가 매우 크지만 후속합병은 발표일 부근의 주가수익률에는 별다른 영향을 미치지 않는다는 것이다. 이는 후속발표시에 '정보의 누출'이라는 문제가 또다른 이슈가 될 수 있다는 점을 강하게 시사한다고 하겠다. 한편 뉴욕주식시장의 기업을 대상으로한 Maletesta & Thompson(MT)(1985)의 실증적 연구는 ST의 「부분적 예상가정」과 일치하는 결과를 보여주었다.

반면 Asquith, Bruner & Mullins(ABM)(1983)의 연구는 ST의 주장과 일치하지 않는 결과를 제시하여 대조를 보였다. ABM에 따르면, 합병에 관한 '최초발표'와 '후속발표'간에 초과주가수익률(Excess Return)의 차이가 현저하지 않다고 하였다. 그러나 ABM의 연구는 ST의 조사와 마찬가지로 '사건연구방법' 자체에 문제가 내포되어 있다는 비판을 받게 하였다.

2. 정보의 비대칭(Information Asymmetry)

기업의 주요한 정보를 가진자(Informed Ttrader)와 못가진자(Uninformed Trader)간에는 투자유형에서 상당한 차이점을 보인다. 내부정보를 보유한 사람들은 여러가지 형태로 신호를 보낸다고 하는 신호모형(Signalling Model)은 최근에 기업 재무분야에서 큰 주목을 받았다. Ross(1977)와 Bhattacharya(1979)는 경영자의 부채사용과 배당금지급에 있어 각각 신호모형을 적용하였다. 한편 Myers & Majluf(1984)는 자사주식이 과대평가될 때 신주발행이 이루어진다고 말했다. 기업의 내부사정을 잘 아는 경영자는 정보비대칭을 이용하여 신주발행을 실시하기 때문에 결국 주식발행은 투자자에게는 나쁜 신호가 된다고 그들은 주장했다. 이외에도 기업 재무분야에서 정보비대칭을 증명하는 연구는 수없이 많다.

그런데 정보비대칭은 내부자거래와도 밀접하게 연관되어 있다고 한다. 여기서 '내부자'란 대개는 기업의 임원을 의미하나 이 용어를 광범위하게 적용시킨다면 임원의 배우자와 친척, 회사와 밀접한 관련을 맺는 회계사나 변호사, 신문기자, 인쇄업자 등도 이 범주에 포함시킬 수 있다. 내부거래자들이 자기들만이 보유한 정보를 이용하여 실제로 거래를 한다는 사실은 여러사람의 연구에서 증명되었다. 내부거래자가 일반투자자보다 훨씬 더 높은 수익률을 올린다는 점은 Jaffe(1974), Finnerty(1976), Penman(1982) 등의 연구에서도 발견되었다.

3. 사건연구방법(Event Study Methodology)

회사의 주요사건이 관련기업 주주의 부에 미치는 영향을 측정하기 위해서 흔히 쓰이는 방법이 사건연구(Event Study)이다. 이 방법은 사건전후의 주가수익률(Return)변화를 관찰함으로써 특정사건이 갖는 정보효과를 분석한다. 그런데 사건연

구는 조사설계(Research Design)에 있어 사건발생일 전후에 별달리 주목할만한 다른 일이 없을 때 적절한 방법이다. 그러나 사건발생일 주변에 「혼동사건(Confounding Event)」이 잠재해 있다던가, 합병시 인수회사와 피인수회사의 규모가 현저한 차이를 가질 때, 그리고 합병시 자금조달방법에 따라 초과수익률에 있어서 변화가 심하다는 문제점을 갖는다[Roll(1986)][Jensen & Ruback(1983)][Schipper & Thompson(1983)][Travolos(1987)]. 따라서 학자들은 사건연구방법의 한계를 극복하는 방안을 모색하기 시작했다. 이때 등장한 것이 바로 '시장미시구조분석'이다.

4. 시장미시구조분석(Market Microstructure Analysis)

주가수익률을 기초로 하는 사건연구와는 달리 시장미시구조방법은 Dealer의 Bid-Ask Spread를 관찰함으로써 어떤 사건으로 인한 경제적 효과를 추론해 내고자 한다. Demsetz(1968)를 비롯한 여러 학자들은 Spread를 유동성공여(Liquidity Service)을 위한 비용으로 보았다. 반면 Spread의 변화는 정보비용(Information Cost)을 포함한다고 최초로 주장한 사람은 Bagehot(1971)이었다. 그이후로 시장미시구조분석의 과제는 주로 Spread의 정보효과(Information Effect)를 분석하는 것이었다. 이러한 시도는 물론 여러 가지 해결해야 할 문제점이 있기는 하나 사건연구방법에 비해 진보한 실증적 연구방법으로 최근에 더욱 관심을 모았다.

그런데 Glosten & Milgrom(GM)(1985)의 모형에 따르면, Dealer의 Spread는 초기에는 정보거래자 때문에 확대된다고 한다. 그러나 정보거래자가 점차로 증가함에 따라 더 많은 정보가 Dealer에게 접수되고 그럼으로써 정보비대칭은 해소될 수 밖에 없다고 한다. 그결과로 Dealer의 Spread는 시간의 경과에 따라 축소된다고 했다. 그후 많은 학자들이 GM모형을 지지하는 결과를 제시하였다. 본논문에서도 GM모형을 기초로하여 여러 가지 등식을 설정하고 또 그 등식으로 M&A발표와 정보비대칭에 관한 검증을 시도하고자 한다.

III. 표본선정 및 분석방법

이 장은 두 부분으로 나누어져 있다. 첫번째 부분은 자료와 표본기업에 관한 서술이고 그 다음은 자료의 분석방법에 관한 것이다.

1. 표본선정(Sampling)

표본기업의 이름과 합병발표일은 Funk and Scott's Index of Corporate Changes(F&S Index)에서 발췌하였다. 미국의 OTC(Over the Counter)에 등록된 기

업을 대상으로 하였으며, 관찰기간은 1984년부터 1987년까지 4년간이었다. 기업이름과 날짜는 Wall Street Journal(WSJ)을 통해 재확인했다. 만약 두 자료원간에 차이가 있을 경우에는 WSJ의 정보에 우선권을 부여하였다.

표본기업의 총수는 모두 99개 기업이며, 연도별로는 △84년-17개 △85년-31개 △86년-36개 △87년-15개 회사였다. 그리고 99개 표본기업은 다시 ①합병계획이 있는 기업과 ②합병계획이 없는 기업으로 재분류되었다. 어떤 기업이 현재의 합병발표일로부터 과거 3년간 또다른 합병사태가 있을 경우에는 「합병계획이 있는 기업」으로 간주되며, 반면 과거 3년동안 합병경험이 없을 때는 「합병계획이 없는 기업」에 소속된다. 이와같은 기준에 따라 35개 회사는 '합병계획이 있는 집단'으로 또 나머지 64개 회사는 '합병계획이 없는 집단'으로 분류했다. 한편 각회사별 가격 및 거래량에 관한 정보는 CRSP NASDAQ Tape에서 획득했다.

2. 분석방법(Methodology)

본논문에서는 전통적인 사건연구방법(Event Study Methodology)과 시장미시구조분석기법이 동시에 사용되었다. 사건연구방법에서는 단일지표모델인 시장모형(Market Model)을 채택하였다. 사건발생일(Event Day)은 WSJ에 게재된 합병발표일로 하였고, 이날을 $t=0$ 으로 정의하였다. Halpern(1983)과 Lev(1983)에 따르면, 합병에 있어서 '사건발생일'은 합병완료일이 아니고 합병에 관한 사항을 기업이 최초로 발표하는 날이라고 한다. 그래서 합병으로 인한 경제적 효과는 주로 최초발표일의 주가에 반영된다고 말했다. 시장모형은 아래와 같이 표현된다.

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} R_{mt} + e_{it} \text{-----}(1)$$

여기에서 R_{it} = t시점에서의 i주식에 대한 주가수익률

R_{mt} = t시점에서의 시장평균수익률

e_{it} = t시점에서의 i기업에 대한 오차이다.

판단기간(Estimation Period)의 예상치인 $\hat{\alpha}$ 와 $\hat{\beta}$ 를 도출하기 위하여 합병공시일을 기준으로 하여 -180로부터 -11일까지의 가격자료를 적용하였다. 그리고 나서 t시점에서의 i주식에 대한 초과수익률(Prediction Error) PE_{it} 를 산출한다.

$$PE_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha} + \hat{\beta}_i R_{mt}) \text{-----}(2)$$

여기에서 R_{it} 는 t 시점에서의 i 주식에 대한 실질수익률이고 $(\hat{\alpha} + \hat{\beta}_i R_{mt})$ 는 예상 수익률이다. 합병발표로 인한 사건발생일 주변의 초과수익률을 조사하기 위해서는 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return)인 CPE_i 를 계산해야 한다. 이 CPE_i 는 이틀간(-1, 0)에 걸쳐 계산되는 것으로 아래와 같이 정의한다.

$$CPE_i = \sum_{t=-1}^{t=0} PE_{it} \text{-----}(3)$$

그리고 표본이 N 개의 증권으로 구성되어 있을때 평균누적초과수익률(Mean Cumulative Prediction Error)(CPE)은 다음과 같이 계산한다.

$$CPE = \sum_{i=1}^N CPE_i / N \text{-----}(4)$$

만약 초과수익이 없다고 한다면 CPE의 기대값은 0이 된다. 이는 합병발표의 정보효과가 그리 크지 않다는 것을 의미한다 하겠다. 각기업에 대해 검증값 Z_i 는 다음과 같이 계산한다.

$$Z_i = CPE_i / S_i \text{-----}(5)$$

여기서 S_i 는 판단기간동안의 초과수익률에 대한 표준편차인 σ_i 를 조정한 수치이다. S_i 는 다음과 같이 계산한다.

$$S_i = \sigma_i \{1 + 4/170 + [(R_{m-1} + \overline{2R_m})^2 + (R_{m0} - \overline{2R_m})^2] / RMSQ\} \text{-----}(6)$$

여기서 $RMSQ = \sum (R_{mt} - \overline{R_m})^2$

- $\overline{R_m}$ = 판단기간동안의 시장수익률 평균
- R_{m-1} = 사건발생일 하루전날의 시장수익률
- R_{m0} = 사건발생 당일의 시장수익률

σ_i = 판단기간동안의 초과수익률에 대한 표준편차이다.

또한 포트폴리오누적초과수익률(Z)에 대한 검증값은 다음과 같이 계산한다,

$$Z = \sum Z_i / \text{SQRT}(N) \text{-----}(7)$$

여기서 N은 표본기업의 수이다. 이 Z수치를 통해 CPE=0 라는 Null Hypothesis 가 검증되는 것이다.

본논문에서는 시장미시구조법을 사용할 때는 Dealer의 Spread가 주문처리비용에 추가하여 재고보유비용과 정보비용으로 구성되어 있다고 간주한다. 여기서 주문처리비용은 운영비와 정상이익을 포함한 고정비적 성격이 강하기 때문에 단기적으로는 일정하다고 보아도 무방하므로 분석대상에서 일단 제외하였다. 그런데 나머지 두가지 비용중 재고보유비용은 또다시 가격(Price)과 거래량(Volume)과 밀접한 관련을 가진 것으로 추정되므로 전체 Spread에서 가격(P)과 거래량(V)이 공헌하는 부분을 제외한 나머지는 정보비용이 차지한다고 가정하는 것이다.

본연구는 실증적 분석을 위해 주가수익률(Return)과 더불어 매매율차(Spread)를 도입한 사건연구방법(Event Study Methodology)을 사용하였다. 판단기간(Estimation Period) 및 시험기간(Testing Period)은 총 161일이었는데, 이는 사건발생일 前後 80일간에 해당한다(t=-80 에서 t=+80까지). 시험기간과 판단기간을 서로 분리시켰던 과거의 연구와는 달리 본연구는 두 기간이 일치하는 방법을 택하여 매매율차의 추정치와 실제치를 비교한다. 이렇게 함으로써 「베타계수의 이전(Shift in Beta Coefficient)」이라는 논란으로 부터 어느 정도 벗어날 수 있으리라 판단된다. M&A 발표로 인한 순수 정보효과만을 가려내기 위하여 가격과 거래량(Price & Volume)을 감안한후 초과매매율차(Excess Spread)를 계산하였는데, 다른 연구자도 같은 방법을 택하였다[Venkatesh & Chiang(1986)].

본논문에서 Spread라고 말할 때는 Percentage Spread를 의미하며, 이것은 다음과 같은 방법으로 계산한다.

$$SP_{it} = [(Ask_{it} - Bid_{it}) / 0.5*(Ask_{it} + Bid_{it})] X 100\text{-----}(8)$$

여기서 i = 1,-----, N번째 기업을 의미하며 또 t = 1, ----, N번째 날을 뜻한다.

SP는 또한 다음식으로 표현할 수 있다.

$$SP_{it} = \hat{\beta}_{0i} + \hat{\beta}_{1i}P_{it} + \hat{\beta}_{2i}V_{it} + e_{it}\text{-----}(9)$$

여기서 P_{it}는 t일자 주식i의 終價를 의미하며

V_{it}는 t일자 주식i의 log Dollar 액수를 말하며

e_{it}는 t일자 주식i의 잔차(Residual)를 표시한다.

(9)式에서 추출된 Beta Coefficient를 161일간의 시험기간에 적용하여 각기업 별로 日別殘差(Daily Residual)를 계산하였는데, 이것을 정보효과에 대한 지표(Proxy)로 파악하였다. 이 잔차(e_{it})는 초과 매매율차(Excess Spread)(ES)라고 하며 이는 아래식으로 계산될 수 있다.

$$ES_{it} = SP_{it} - (\hat{\beta}_{0i} + \hat{\beta}_{1i}P_{it} + \hat{\beta}_{2i}V_{it}) \text{-----}(10)$$

특정일자인 t일의 평균 초과매매율차(Average Excess Spread)(AES_t)는 전체 표본기업의 초과매매율차(ES)를 산술평균하여 구한다. 즉

$$AES_t = \left(\frac{1}{N_t}\right) \sum_{i=1}^{N_t} ES_{it} \text{-----}(11)$$

IV. 실증적 결과의 분석 및 토론

이 장에서는 앞에서 서술한 방식에 따라 입력된 자료의 출력결과를 제시하고 그 의미를 토의한다. 결과를 토의할 때는 특히 정보의 누출여부에 초점을 맞추려 한다.

1. 결과(Results)

<표 1>은 「평균초과매매율차(AES)」의 변화를 기준으로하여 전체표본기업을 두 집단으로 분류한 뒤 각집단에 소속된 기업의 「누적적 초과수익율(CPE)」을 측정하는 수치를 제시한다. 그런데 이 표에서 M&A 발표전 76일(-80, -5) 과 3일(-4, -2)간의 AES가 「負의 방향으로 변화한 기업(Negative Change)」과 「負가 아닌 방향으로 변화한 기업(Non-Negative Change)」 간에는 뚜렷한 차이를 보여 주목을 끌었다. 여기서 76일간(장기)의 긴 AES는 정상적 정보비대칭에 대한 지표로, 또 3일간(단기)의 짧은 AES는 사건발생일이 임박했을 때의 정보비대칭을 상징적으로 나타낸다고 간주하였다. 단기AES가 장기AES보다 작을 때는 합병발표일 이전에 정보비대칭이 소멸한다는 것을 의미한다. 그러니까 작아지는 정도에 따라 시장이 합병발표를 어느 정도 예상하고 있기 때문에 매수기업의 발표전 「2일간(-1, 0) CPE」는 그리 크지 않을 것이다.

그런데 「Non-Negative Change 기업」의 CPE는 1%수준에서 현저한 반면, Negative Change 기업」은 그렇지 않았다. 뿐만아니라 「Non-Negative Change 기업」의 CPE는 「Negative-Change 기업」의 CPE보다 현저하게 컸다($Z=10.3689$). 이러한 현상은 부분적 예상기대가 매수기업의 주주 富를 측정함에 있어 상당한 영향을 미친다는 의미를 암시하는 것이다.

<표 1>을 보면, 모든 집단의 기업이 예외없이 正의 수치를 가진 CPE를 나타내었다. 이는 합병이 매수기업주주의 부(富)를 증가시킨다는 점을 암시한다고 하겠다. 그래서 합병은 매수기업주주에게 해롭다는 Roll(1986)의 「오만가정(Hubris Hypothesis)」을 부정하는 결과를 보인다. 합병이 경제력집중이나 독과점을 초래한다는 점을 고려하지 않을 때, 합병 그 자체는 매도기업은 물론 매수기업의 주주에게도 이로운 사건이라고 말할 수 있다. 그렇다고 해서 모든 합병이 다 바람직스럽다고는 말하지 못한다. 게다가 합병의 경제적 효과를 정확히 측정한다는 것은 여전히 어려운 일이므로 이 분야에 대한 계속적인 연구가 필요하다고 하겠다.

<그림(Figure) 1>은 『합병계획이 있는 기업(Firms with prior acquisition programs)』과 『합병계획이 없는 기업(Firms without prior acquisition programs)』의 합병발표전 81일간의 일별 AES를 도시하였다. 그림에서 보듯이 『합병계획이 있는 기업』의 AES와 『합병계획이 없는 기업』간에는 상당한 차이가 있었다. ‘있는 기업’의 AES는 0(Zero)주변으로 소폭 움직였으나, ‘없는 기업’의 AES는 큰 폭의 진동과 함께 급격히 감소하는 모습을 나타내었다. 전체기업을 대상으로한 <그림(Figure) 2>의 경우에도 AES는 ‘없는 기업’의 AES와 유사한 패턴을 보였다.

<표 1> Analysis of CPE by Changes in AES Between 76-Day and 3-Day

	Frequency	CPE	POS	Z-Stat
Negative Change	53	0.8152	54.72	0.9097
Non-Negative Change	46	1.2127	54.35	3.0895*
Entire Sample	99	0.9999	54.55	2.7715*

Note.

Change: 3-Day AES minus 76-Day AES

CPE: Average two-day(-1, 0) cumulative prediction error

POS: Percentage of firms having positive CPE

* : p<0.01

2. 토론(Discussion)

위에 서술한 분석결과를 살펴보면 M&A발표는 사전 정보누출로 인해 주식시장에서 그리 큰 뉴스가 되지 못하는 것으로 판단된다. 그런데 이러한 결과는 합병계획이 있는 기업의 경우에 M&A발표전 정보비대칭의 해소효과가 두드러지게 나타나서 주목을 끌었다. 합병이라는 사건은 어떤 형태로든 기업의 미래현금흐름에 영향을 주게 마련이라 합병 그 자체가 갖는 효과는 적지 않다고 하겠다. 다만 회사측의 공식적 발표이전에 그 경제적 효과가 주가에 반영되기 때문에 전통적인 ‘사건연구’라는 방법은 실증적 도구로 그리 적절하지는 못하다고 하겠다.

<표 1>에 나타난 결과를 보면, 합병은 매수기업의 주주에게도 도움이 되는 사건으로 나타났다. M&A가 어찌서 매도기업은 물론이고 매수기업에게도 유익한지는 아직까지 그원인을 시원하게 밝혀준 연구가 없다. 그러나 M&A에 대한 부정적 시각인 Hubris Hypothesis나 Managerialism에 대해서는 본연구가 상당한 의문을 제기하는 셈이다.

또한 <그림 1> 과 <그림 2>가 보여주는 AES의 변화는 합병계획이 있는 기업의 경우에 정보비대칭은 그리 심각하지 않은 것으로 나타나 M&A발표 그 자체는 정보효과가 크지 않은 듯하다. 반면 Dealer가 M&A발표를 예측할 수 없는 경우 즉 합병계획이 없는 기업에 대해서는 정보비대칭이 크고, 따라서 Spread의 진동폭도 컸다. 그래서 정보비대칭과 AES와 상당히 밀접한 관련이 있음을 시사해 주었다.

V. 맺 음 말

본논문은 M&A발표이전에 정보보유자와 정보비보유자간에 비대칭이 어떻게 해소되는가 하는 점을 실증적으로 제시하였다. 그렇지만 이곳에서 제시된 모형을 우리나라의 Dealer제도가 도입되지 않은 우리나라에 그대로 적용하지는 못할 것 같다. 다만 합병과 정보비대칭이라는 주제에 대한 투자자의 이해를 돕자는 면에서 이 논문에서의 토의된 사항이 얼마간의 의미를 갖을 수도 있을 것이다.

M&A란 여러 부문에 영향을 미치는 복합적인 사건이므로 그 경제적 효과를 정확하게 측정한다는 것은 결코 쉬운 일이 아니다. 지금까지 대부분의 연구는 사건연구방법을 선택하여 시장이 M&A 발표를 기대하는지를 시험하였다. 반면 본논문은 시장미시구조방법을 채택하여 Spread의 변화를 관찰하였다. 본연구에서 나타난 실증적 결과는 시장이 합병발표를 어느 정도 예상하고 있음을 암시하였다. 특히 기존의 합병계획을 보유하고 있는 기업의 M&A 발표를 더 잘 예상하였다. 그러니까 이들 기업의 합병발표는 Dealer와 정보거래자간의 정보비대칭을 해소하는데 큰 도움을 주지 못하였다. 이 경우에는 발표일 이전에 정보보유자의 내부거래가 어찌면 정보비대칭을 점차적으로 사라지게 했다는 추리를 해 볼 수 있겠다.

반면 이전에 합병을 경험하지 않은 기업의 M&A 발표는 정보의 비대칭을 해소하는데 상당한 기여를 한 것으로 나타났다. 이들 기업에 대해서는 M&A 발표일 이전까지 정보비대칭이 존재하는 것으로 추리되는데, 사실상 시장은 M&A발표를 다만 부분적으로(Partially) 예상할 뿐이었다. 본논문에 제시된 실증적 결과는 Glosten & Milgrom(1985)의 시장미시구조모형과 Schipper & Thompson(1983)의 부분적 예상가정을 지지하는 유형을 보여 주었다. 그렇다고 해도 앞으로 좀 더 정교한 모형을 개발하여 M&A 효과를 측정하는 일은 결코 소홀히 해서는 안되는 과제라 하겠다. 근자에 우리나라에도 M&A가 커다란 화제로 떠오르고 있어 이 분야에 대한 학계의 깊이있는 연구는 투자자는 물론이고 정책당국자에게도 매우 유용한 정보가 될 것이다.

참 고 문 헌

- Asquith, P., Bruner, R., & Mullins, D. (1983). "The gains to bidding firms from merger", *Journal of Financial Economics*, 11, 121-139.
- Bhattacharya, S. (1979). "Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in hand' fallacy". *Bell Journal of Economics*, 259-270.
- Demsetz, W. (1968). "The cost of trading". *Quarterly Journal of Economics*, 82, 33-53.
- Finnerty, J. (1976). "Insiders and market efficiency". *Journal of Finance*, 1141-1148.
- Glosten, M. & Milgrom, P. (1985). "Bid, ask and transaction prices in a specialists market with heterogeneously informed traders". *Journal of Financial Economics*, 21, 123-142.
- Jaffe, G. (1974). "Special information and insider trading". *Journal of Business*, 47, 410-428.
- Jensen, M. & Ruback, S. (1985). "The market for corporate control: The scientific evidence". *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Malatesta, P. & Thompson, R. (1985). "Partially anticipated events: A model of stock price reactions with an application to corporate acquisitions". *Journal of Financial Economics*, 11, 121-139.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Penman S. (1982). "Insider trading and dissemination of firm's forecast information". *Journal of Business*, 55, 479-503.
- Roll, R. (1986). "The hubris hypothesis of corporate takeovers". *Journal of Business*, 59, 197-216.
- Ross, S. (1977). "The determination of financial structure: The incentive signalling approach". *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Schipper K., & Thompson R. (1983). "Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms". *Journal of Financial Economics*, 11, 85-119.
- Travolus, S. (1987). "Corporate takeover bids, method of payment, and bidding firm's stock returns, *Journal of Finance*, 52, 943-963.