

# 공개매수가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구

정진호\* · 하종배\*\*

## 〈요 약〉

본 연구에서는 한국증권선물거래소 상장기업을 대상으로 공개매수가 기업가치에 미치는 영향을 연구하는 데 목적을 두었다. 이를 위해 공개매수 공시일 전후의 기업가치 변화를 합병의 경우와 비교하여 분석하였다. 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 공개매수와 합병의 비교검증에서 공개매수의 공시효과는 제의기업에서는 비유의적으로 나타났고 대상기업에서는 유의한 양(+)의 초과수익률이 발견되었다. 이와 대조적으로 합병의 공시효과는 제의기업에서 유의한 양(+)의 초과수익률이, 대상기업에서는 비유의적으로 나타났다. 또한 공개매수가 대상기업과 제의기업을 합한 총 초과수익률에서 합병의 경우보다 높고, 그 대부분은 제의기업보다는 대상기업에서 발생한다는 것을 발견하였다. 이러한 결과는 공개매수와 합병이 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 존재하며, Berkovitch and Khanna(1991)의 모형에서 제시한 것처럼 공개매수는 합병보다 더 높은 시너지이익이 가능한 경우에 발생한다는 주장을 지지하는 증거로 해석된다.

둘째, 공개매수가 기업가치에 미치는 영향을 세부적으로 분석한 결과는 다음과 같다.

① 타율적인 공개매수에 관해 자본시장이 부정적으로 반응하고 ② 적대적 공개매수에 대해 제의기업이 지나친 비용을 지출하는 것으로 자본시장이 해석하며 ③ 지급수단(medium of payment)이 기업의 내재가치를 나타내는 신호 역할을 수행하는 증거가 발견되었다. 또한 ④ 비계열사 간의 공개매수는 제의기업과 대상기업 모두 기업가치에 유리하게 작용하는 것으로 나타났으며 ⑤ 공개매수 기간이 끝난 후에는 실패의 경우 제의기업의 주가는 급락하였으나, 대상기업의 주가는 오히려 상승하는 것으로 나타났다. 마지막으로 ⑥ 비상장기업이 상장기업을 상대로 공개매수를 제의하는 것이 상장기업간의 공개매수 경우보다 대상기업의 기업가치에 유리하게 작용한다는 것을 발견하였다.

주제어 : 공개매수, M&A, 공시효과, 제의기업, 대상기업

논문접수일 : 2004년 11월 29일      논문게재확정일 : 2006년 1월 13일

\* 경남대학교 경영학부 교수. E-mail : jhjeong@kyungnam.ac.kr

\*\* 교보증권. E-mail : hajb0572@yahoo.co.kr

\*\*\* 본 논문은 경남대학교 학술연구비의 지원을 받았음. 익명의 두 심사자에게 감사드립니다.

## I. 서론

### 1. 연구의 동기

M&A는 기업의 성장을 위한 주요전략의 하나로 행하여지고 있다. 이러한 점을 인식 국내·외의 많은 연구들이 M&A가 기업가치에 미치는 영향을 검증하였다. 국외의 연구 결과는 대체로 M&A제외기업에서는 M&A가 기업가치에 미치는 영향이 크지 않고 M&A대상기업의 경우 유의한 정(+)의 초과 수익률이 나타나는 것으로 보고하고 있다. 한편 국내연구결과는 국외의 연구결과와는 달리 제외기업에서는 유의한 정(+)의 초과 수익률이, 대상기업의 경우에는 M&A가 기업가치에 미치는 영향이 그리 크지 않은 것으로 나타났다.

국내의 연구결과와 국외의 연구결과가 다르게 나타나는 것은 연구방법이나 표본의 선정에 의한 결과 외에 M&A시장의 제도와 방법의 차이에 기인할 가능성이 있다. 제도적 관점에서 보면 국내의 경우 M&A는 비경쟁적이고 타율적인 합병과 정부주도형의 M&A가 주류를 이루고 있는 반면 미국을 중심으로 한 선진국의 M&A는 시장경쟁원리에 입각한 기업 간의 자유로운 경쟁적 거래로 이루어지는 차이가 있다. M&A의 방법에 있어서도 국외의 선행연구는 합병과 공개매수(tender offer)가 기업가치에 미치는 영향이 각각 차별적으로 존재한다고 보고하고 있으나 국내연구는 주로 합병(merger)을 통한 사례만 보고하고 있어 국내연구 결과를 공개매수의 경우까지 일반화시키기에 무리가 따른다.<sup>1)</sup>

본 연구에서는 이러한 점을 인식 국내 연구에서 간과되었던 공개매수가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고, 기존의 국내·외 연구결과와 비교하여 향후 M&A시장의 제도적 보완에 필요한 정책적 자료들을 제공하는데 연구의 목적이 있다. 또한 국내 M&A 시장이 과거 타율적 시장에서 점차 공개적 시장으로 제도적 변화가 추진되고 있다는 점을 고려하여 국내의 M&A제도가 공개매수 시 기업가치의 변화에 어떠한 영향을 미치는지를 병행하여 분석하고자 한다.

M&A의 과정을 살펴보면 기존 국내 연구의 주 대상이 되었던 합병의 경우 이사회의 승인을 득하게 되어있어 대상회사의 경영진과의 협상을 통해 M&A가 이루어지게 되는

---

1) Jensen and Ruback(1983), Berkovitch and Khanna(1991), Agrawal, Jaffe and Mandelker(1992), Schwert(1996), Loughran and Vijh(1997)등의 연구에 의하면 공개매수로 인한 기업가치의 상승이 합병의 경우보다 높다고 보고하고 있다.

반면 공개매수의 경우 인수기업이 직접 주주들에게 공개적 시장을 통하여 주식을 취득하게 된다.<sup>2)</sup> 이럴 경우 Berkovitch and Khanna (1991)는 합병을 통한 기업인수보다 시너지 효과가 더 높을 때 기업은 공개매수를 기업인수의 수단으로 이용한다는 이론적 근거를 제시하였다. 이에 관해 Agrawal, Jaffe and Mandelker(1992), Schwert(1996), Loughran and Vijh(1997)와의 많은 연구들이 공개매수가 합병보다 대상기업의 가치에 더 긍정적으로 작용한다는 실증결과를 보고하고 있다.<sup>3)</sup>

공개매수가 이렇게 M&A에 있어 대표적인 수단의 한 방법이고, 공개매수와 합병간의 차이에도 불구하고 기존의 국내연구는 그동안 표본 수의 제약으로 인하여 합병을 통한 M&A에만 국한하여 분석하였다는 한계가 있다. 본 연구는 이러한 기존 연구의 한계점을 보완하기 위하여 공개매수가 기업가치에 미치는 영향을 합병의 경우와 비교하여 분석하였다. 본 연구는 다음과 같은 점에서 연구의 의의가 있다.

첫째, 공개매수는 이를 행하는 자가 M&A를 목적으로 대상회사의 주식을 단시간 내에 대량적으로 취득하게 되므로 이를 대상회사의 경영진과 시장에 공시하여 투자자인 주주들의 이익을 보호할 필요성이 제기된다. 따라서 공개매수제도의 실효성에 관한 검증은 자본시장의 효율성 제고와 투자자 보호라는 두 가지 측면에서 대단히 중요하게 다루어져야 할 사항이다.

둘째, 기존의 국내에서 M&A에 관한 연구는 주로 우호적 M&A인 합병만 다루었으나 공개매수는 다양한 동기의 M&A를 다 포함하고 있어 그 결과에 대한 시사점을 포괄적으로 제공하여 줄 수 있다.

셋째, 공개매수는 공개된 증권시장에서 경쟁의 원리에 따라 자유롭게 이루어지는 현상으로서 매수측이나 방어측이 모두 평등하게 취급되어야 한다. 특히 우호적인 공개매수가 아닌 한, 공개매수가 실제로 행하여지면 대상회사의 경영진은 통상 이를 저지하거나 방해하기위하여 다양한 방어수단을 개발, 이에 적극적으로 대항 할 수 있는 제도적 장치가 완비되어야 한다. 국내에서 공개매수에 관한 제도는 초기에는 너무 과도한 보호수단을 제공하여 공개매수를 이용한 M&A를 힘들게 한 반면, 최근에 M&A를 활

2) 증권시장 내에서의 주식취득을 통한 M&A도 가능하지만 주식의 대량보유(증권거래법 200조의 2의 5% 물) 등의 공시제도 때문에 대상회사에 노출되어 실패하기 쉽고, 주가상승으로 말미암아 매수비용이 많이 들어 현실적으로 실현되기가 어렵다.

3) Agrawal, Jaffe and Mandelker(1992)는 합병의 경우 제의기업의 5년간 장기성과는 -10.26%인데 반해 공개매수의 경우 장기성과는 비유리적인 +2.2%의 연구결과를 발표하였고 Schwert(1996)도 M&A 전후의 대상기업의 주가가 합병보다 공개매수의 경우에 더 높다는 실증결과를 제시하고 있다. Loughran and Vijh(1997)는 합병의 경우 대상기업의 5년간 장기성과는 29.6%인데 반해 공개매수의 경우 126.9%나 된다고 보고하고 있다.

성화시키기 위한 제도변화는 공개매수에 대한 방어수단을 과도하게 제약하여 공정한 경쟁시장을 제공하지 못했다는 비판이 있어왔다. 이러한 시점에서 공개매수에 대한 규제의 변화에 따라 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 것은 향후 제도보완에 대한 유용한 자료로 활용할 수 있다.

본 연구는 사건연구(event study)방법론을 이용 공개매수 공시효과를 크게 제의기업과 대상기업별로 분류하고 동 기간 동안의 합병 공시효과와 비교분석을 우선적으로 실시하였다. 그리고 공개매수에 대하여 목적 및 동기별로, 성격별로, 인수(지급)방법별로, 제도적 변화(시기)별로, 계열관련 여부별로, 공개매수 목표수량 확보 여부별 등으로 구분하여 분석하였다. 그리고 대상기업에 대한 제의기업의 상장 및 비상장 구분에 따른 분석을 추가하였다. 본 연구는 다음과 같이 구성되어있다. 다음 장은 공개매수에 관한 국내의 제도적 사항들을 분석하였다. III장에서는 선행연구들을 살펴보았으며 IV장에서는 본 연구에서 사용될 방법론을 설명하였고, V장에서는 실증결과를 제시하였다. VI장에서는 본 연구결과의 요약 및 한계점과 향후 추가로 필요한 연구를 제시하였다.

## II. 국내 공개매수제도의 변화

공개매수는 지난 1970년대부터 주로 영국과 미국에서 나타나기 시작하여 최근에는 M&A시장에서 대부분을 차지하고 있으나 국내에서는 비교적 최근에 와서야 사용되기 시작하고 있는 실정이다. 이는 국내 자본시장에서 M&A와 관련된 제도적 규제와 관련이 있다. 정부는 1997년 1월 1일부터 구 증권거래법 제200조의 상장주식의 대량소유한도를 폐지시켜 국내에서도 공개매수를 통한 M&A가 원활할 수 있도록 하였다. 공개매수제도가 1976년 처음 도입을 때에는 폐지된 구 증권거래법 200조에서 주식 대량소유 제한제도를 규정하여 외부의 제3자가 주식의 매입을 통하여 경영권을 탈취하지 못하게 하는 한편, 공개매수에 있어서는 사전신고와 심사제를 취하여 사실상 공개매수를 매우 어렵게 만들었다. 사전신고제는 공개매수정보의 누출, 대상회사의 방어 전략의 준비로 인한 공개매수의 실패 등 이를 억제하기 위한 장치로 활용되어 공개매수 제도의 활성화를 가로막는 요인으로 작용되었다.

이러한 문제점을 해결하기 위해 1997년 1월 증권거래법 제 13차 개정에서는 공개매수대상증권의 확대를 포함하여 공개매수제도의 대폭적인 보완이 이루어졌다. 보완된 사항 중 가장 중요한 사항은 25% 의무(강제)공개매수제도의 도입이다.<sup>4)</sup> 동 제도가 도입된 목적은 원래 당사자 간에 지배주식을 양도하는 과정에서 지배주주가 독점하였던

지배권 프리미엄을 모든 주주에게 균등하게 분배하여 실질적인 주주평등의 원칙을 실현하기 위함이었다. 그러나 현실적으로 이 조항은 오히려 공개매수자에게 주식취득에 소요되는 공개매수자금의 증가를 초래하여, 공개매수를 어렵게 하는 효과를 가져왔다. 이후 정부는 25% 의무공개매수제도가 적대적은 물론 우호적 M&A에도 적용되기 때문에 기업의 구조조정을 촉진함에 있어 걸림돌이 된다고 판단하여 M&A를 활성화시키기 위하여 1998년 2월 제16차 개정(동년 4월 시행)에서 동 제도를 삭제하였다.

이후 2001년 3월 28일의 제23차 개정에서는 공개매수와 관련하여 몇 가지 주목할 만한 개정이 있었다. 즉 종전에는 공개매수를 하는 자는 공개매수신고서를 금융감독위원회에 제출하고 지체 없이 그 사본을 대상회사에게 송부하고, 공개매수신고서에 기재한 내용 중 금융감독위원회가 정하는 사항을 공고하도록 하였으나, 동 개정에서는 먼저 공고하고, 공고한 날에 공고매수신고서를 금융감독위원회에 제출하고(21조의 2 제2항), 공개매수신고서 제출 후 지체 없이 대상회사에게 그 사본을 송부하도록 개정하였다(22조). 따라서 개정법은 소위 선 공시 후 신고제를 취하여 공개매수에 있어서 매수자와 대상회사가 시간적으로 동등한 지위를 갖도록 하였다. 또한 종전에는 공개매수자가 공고를 하고, 공개매수신고서를 제출한 날로부터 7일이 경과하여야 공개매수를 할 수 있도록 규정하였으나, 동 개정에서는 공개매수공고일로부터 3일이 경과하면 공개매수를 할 수 있도록 규정하여, 대상회사가 방어행위를 할 수 있는 시간적 여유가 줄어들었다.

이상의 국내 공개매수와 관련된 규정을 분석하여 보면 25% 의무공개매수제도(25% 룰)가 폐지된 1998년 4월1일을 분기점으로 비로소 국내에서도 외국과 같이 본격적으로 공개매수를 통한 M&A가 활성화 될 수 있는 기반이 마련되었다고 할 수 있다.<sup>5)</sup>

### Ⅲ. 선행연구

공개매수와 관련된 선행연구들은 공개매수가 기업가치가 저평가 되어있다는 것을 투자자들에게 신호하는 역할을 한다고 주장하였는데 이는 공개매수를 하는 경우 기업이 공개

- 
- 4) 이는 장내건 장외건 상관없이 주식 등의 매수 후에 보유주식수가 25%를 넘는 경우(25% 넘는 자가 추가로 매수하는 경우에도 포함)에 반드시 발행주식수의 50%+1주 이상을 공개 매수하여야 하며, 매수가격도 공개매수자가 최근 1년간 거래한 가격 중 최고가격으로 할 것을 강제하는 제도이다.
- 5) 1998년 이전의 공개매수제도가 공개매수를 너무 어렵게 하여 매수자 측이 불리한 반면, 이후의 제도는 매도자 측에게 적절한 방어수단을 제공하지 못하고 있다는 지적을 받고 있다. 이러한 보완책으로 공개매수 기간 중유무상 증자 허용, 차등의결관계, 극약처방제(Poison Pill), 황금주(Golden share)제도 등이 경영권 방어 수단으로 제시되었으나 2005년 1월 17일 증권거래법의 개정으로 30% 신주 할인발행 증자만 허용되었다.

매수 대상기업의 주식을 매수제안시의 시가보다 높게 책정하여 구입하고자 하는 현상에 기인한다. 공개매수에 관한 선행연구로 Bradley, Desai, and Kim(1988)은 1963년부터 1984년까지의 미국기업을 대상으로 총 236건의 공개매수 공시사례를 분석한 결과 (-5, +5)일의 공개 매수 대상기업의 누적초과수익률이 28.07%가 된다는 연구결과를 발표 하였다. 또한 Jarrell and Poulsen(1989)은 1963년부터 1986년까지의 미국기업을 대상으로 총 526건의 공개매수 공시사례를 분석한 결과 (-20, +10)일의 공개 매수 대상기업의 누적초과수익률이 28.99%가 된다는 연구결과를 발표 하였다. Lang, Stulz, and Walkling (1989)도 1968년부터 1986년까지의 미국기업을 대상으로 총 87건의 공개매수 공시사례를 분석한 결과 (-5, +5)일의 공개 매수 대상기업의 누적초과수익률이 +40.3%가 된다는 연구결과를 발표 하였다. 이와 비슷한 연구로 Smith and Kim(1994)은 1980년부터 1986년까지의 미국기업을 대상으로 총 177건의 공개매수 공시사례를 분석한 결과 (-5, +5)일의 공개 매수 대상기업의 누적초과수익률이 30.19%, (-1, 0)일의 누적초과수익률은 15.84%가 된다는 연구결과를 발표 하였다. 또한 장기분석을 한 Loughran and Vijh(1997)은 1970년부터 1989년까지의 총 97건의 공개매수 사례를 분석한 결과 매수 후 5년간의 누적 초과 수익률이 126.9%에 달한다고 발표하였다. 이는 동기간 동안 419건의 합병사례가 29.6%의 누적초과 수익률에 불과한 것과 비교하여 볼 때 거의 4배 이상 높은 수치를 나타낸 것이었다. 특히 Jensen and Ruback(1983)은 1977년부터 1983년까지의 모든 연구결과를 수집하여 M&A의 정보 효과에 관한 실증연구 결과를 정리하였는데 공개매수의 경우 대상기업의 (-1, 0)일의 누적초과수익률이 30%이고, 합병의 경우 20%를 기록하여 공개매수와 합병이 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 존재한다는 증거를 제시하였다.<sup>6)</sup>

이러한 현상은 제의기업의 경우에도 나타나고 있는데 일반적으로 공개매수가 합병의 경우보다 더 높은 공시효과를 보이고 있다.<sup>7)</sup>

6) 합병의 경우 Dodd(1980)가 대상기업의 (-1, 0)일의 누적초과수익률이 13.41%, Asquith(1983)가 대상기업의 (-1, 0)일의 누적초과수익률이 6.2%, Eckbo(1983)가 대상기업의 (-1, +1)일의 누적초과수익률이 6.24%, Malatesta(1983)가 공시당월의 공시효과는 16.8%를 보고하고 있는 것과 비교하여 보더라도 공개매수가 대상기업의 기업가치를 합병의 경우보다 더 높이는 작용을 한다는 것을 알 수 있다.

7) Dodd(1980)는 합병의 경우 제의 기업의 (-1, 0)일의 누적초과 수익률이 -1.09%, Jensen and Ruback(1983)은 0%, Healy, Palepu, and Ruback(1992)은 (-5, +5)일의 누적초과 수익률이 -2.2%, Malatesta(1983)는 공시당월의 공시효과가 0.9%이고 (0, +12)일의 누적초과 수익률이 -2.90%, Loughran and Vijh(1997)는 합병 후 5년간의 누적초과 수익률이 -14.2%, Rau and Vermaelen(1998)은 합병 후 3년간의 누적초과 수익률이 -4.04%등을 보고하고 있다. 한편 공개매수의 경우 Bradley, Desai, and Kim(1982, 1988)은 제의기업의 (-10, +10)일과 (-5, +5)일의 누적초과 수익률이 각각 2.35%와 1.69%, Jensen and Ruback(1983)은 (-1, 0)일의 누적초과 수익률이 4%, Jarrell, Brickley, and Netter(1988)은 (-10, +5)일의 누적초과 수익률이 1.14%, Jarrell and Poulsen(1989)은 (-5, +5)일의 누적초과 수익률이 0.92%, Loughran and

이에 관해 Berkovitch and Khanna(1991)는 인수제의 기업이 M&A시장에서 공개매수와 합병의 선택을 어떻게 결정하는지에 관한 이론적 근거를 게임이론을 이용하여 설명하였다. 이들의 모형에 의하면 합병은 제의기업과 대상기업사이의 거래게임(bargaining game)으로, 공개매수는 제의기업이 순차적으로 참가하는 경매(auction)로 모형화하고 균형조건을 도출하였다. 모형의 결과에 의하면 공개매수는 합병보다 더 높은 시너지이익(synergy gain)이 가능한 경우에만 시도하는 것으로 나타났다. 이들은 이러한 연구결과와 시너지이익은 공개매수의 경우가 합병보다 높고, 대상기업의 수익률도 공개매수의 경우가 합병보다 더 높을 것으로 예측하였다.

공개매수 및 합병공시효과에 관한 외국의 선행연구 결과는 <표 I-1>과 <표 I-2>와 같다.

<표 I-1> 공개매수 공시효과에 관한 국외 선행연구 결과

연구자	대상기간	종속변수 (공시일 기준)	제의기업		대상기업	
			표본수	CAAR	표본수	CAAR
Dodd and Ruback(1977)	1958~1976	(공시월)	124	2.83% <sup>s</sup>	133	20.58% <sup>s</sup>
Bradley, Desai, & Kim(1982)	1962~1980	(-10, +10)	161	2.35% <sup>s</sup>	-	-
Jensen and Ruback(1983)	1977~1983	(-1, 0)	-	4.0% <sup>s</sup>	-	30.0% <sup>s</sup>
Jarrell Brickley and Netter(1988)	1962~1985	(-10, +5)	440	1.14% <sup>s</sup>	-	-
Bradley, Desai, and Kim(1988)	1963~1984	(-5, +5)	236	1.69%	236	28.07% <sup>s</sup>
Jarrell and Poulsen(1989)	1963~1986	(-5, +5) (-20, +10)	461	0.92% <sup>s</sup>	526	28.99%
Lang, Stulz and Walkling(1989)	1968~1986	(-5, +5)	87	0.0%	87	40.30% <sup>s</sup>
Smith and Kim(1994)	1980~1986	(-5, +5) (-1, 0)	177	0.50% -0.24%	177	30.19% <sup>s</sup> 15.84% <sup>s</sup>
Loughran and Vijh(1997)	1970~1989	(1, 1250) 5년간	100	61.3% <sup>s</sup>	97	126.9% <sup>s</sup>
Rau and Vermaelen(1998)	1980~1991	(0, 36개월) 3년간	316	8.85% <sup>s</sup>	-	-

주) <sup>s</sup> : 통계적으로 유의함.

Vijh(1997)는 공개매수 후 5년간의 누적 초과 수익률이 61.3%, Rau and Vermaelen(1998)은 공개매수 후 3년간의 누적 초과 수익률이 +8.85%등을 보고하고 있어 모두 합병보다는 장, 단기 주가에 미치는 영향이 높음을 보여주고 있다.

<표 1-2> 합병공시효과에 관한 국외 선행연구 결과

연구자	대상기간	종속변수 (공시일 기준)	합병 제외기업		합병 대상기업	
			표본수	CAAR	표본수	CAAR
Dodd(1980)	1971~ 1977	(-1, 0) (-20, 0)	60	-1.09% <sup>s</sup>	71	13.41% <sup>s</sup>
				0.80%		21.78%
Asquith(1983)	1962~ 1976	(-1, 0)	196	0.20%	211	6.20% <sup>s</sup>
Eckbo(1983)	1963~ 1978	(-1, +1) (-20, +10)	102	0.07%	57	6.24% <sup>s</sup>
				1.58%		14.08% <sup>s</sup>
Asquith, Brunner and Mullins(1983)	1963~ 1979	(-20, 0)	170	3.48% <sup>s</sup>	54	16.8% <sup>s</sup>
Malatesta (1983)	1969~ 1974	(공시당월) (0, +12월)	256	0.90%	83	16.80%
			121	-2.90%		
Jensen and Ruback(1983)	1977~ 1983	(-1, 0)	-	0.0% <sup>s</sup>	-	20.0% <sup>s</sup>
Healy, Palepu and Reback(1992)	1979~ 1984	(-5, +5)	50	-2.2%	50	45.6% <sup>s</sup>

주) <sup>s</sup> : 통계적으로 유의함.

<표 1-3> 합병공시효과에 관한 국내 선행연구 결과

연구자	대상기간	종속변수 (공시일 기준)	합병 제외기업		합병 대상기업	
			표본수	CAAR	표본수	CAAR
장영광(1985)	1979.1~ 1983.12	(-1개월, 0) (0)	34	5.47% <sup>s</sup>	6	17.40%
				4.21% <sup>s</sup>		9.70%
김희석(1990)	1975.11~ 1988.10	모형 1 (-30, 0)	85	2.75%	17	5.15%
		모형 2 (-30, 0)		4.95%		9.04%
이석규, 송승준 (1991)	1980.1~ 1988.7	(-8주, 0)	41	3.18%	15	4.29%
최상덕 (1991)	1980.1~ 1988.7	(-5주, 0)	48	2.03%	11	3.99%
나영호 (1994)	1980.1~ 1993.12	(-9, 0)	31	2.03%	11	8.70%
송영균, 주상용 (1997)	1981.1~ 1990.12	(-1, +1)	52	1.28% <sup>s</sup>	34	2.32% <sup>s</sup>
정형찬, 박경희 (1999)	1980.1~ 1997.12	(-1, 0)	34	-1.21% <sup>s</sup>	34	1.03%
김위생, 서점식 (2000)	1980.1~ 1997.6	(-30, +10)	144	3.89% <sup>s</sup>	34	-2.4%
강준구, 김진모, 배기홍(2001)	1981.1~ 1997.12	(-1, +1)	107	1.84% <sup>s</sup>		
		(-5, +5)		2.67% <sup>s</sup>		
		(-10, +10)		3.39% <sup>s</sup>		
김희석, 조경식 (2002)	1981.1~ 2000.12	(-10, +1)	73	5.40% <sup>s</sup>	30	5.70% <sup>s</sup>
장봉규, 정두식 (2004)	1992.1~ 2002.12	(-7, 0)업종조정M	60	2.83% <sup>s</sup>		
		(-7, 0)시장조정M		1.80% <sup>s</sup>		
조지호, 전상경 (2004)	1992.1~ 2002.12	(-10, +10)	139	2.00% <sup>na</sup>	17	10.0% <sup>na</sup>

주) <sup>s</sup> : 통계적으로 유의함.



국내 연구의 경우 공개매수에 관한 체계적 연구는 저자들이 아는 한 아직 없고 합병에 관해 다양한 연구가 진행되어 왔으며 그 결과는 <표 I-3>에 정리되어 있다. <표 I-3>은 국내의 경우 합병이 제의기업에서는 유의한 정(+)의 초과 수익률이, 대상기업의 경우에는 M&A가 기업가치에 미치는 영향이 그리 크지 않은 것을 보여주고 있다.

## IV. 자료 및 연구방법

### 1. 자료 선정

#### 1) 표본 선정

우리나라 최초의 공개매수는 1994년 5월 12일에 미국법인인 나이키사가 자신이 대주주인 삼나스포트를 대상으로 상장폐지를 목적으로 실시한 사건이다. 따라서 연구대상 기간은 최초 시행년도인 1994년 1월 1일부터 2004년 9월 30일까지로 하였다. 표본 집단은 한국증권거래소 전자공시 시스템의 on-line 공시자료와 off-line자료를 이용하여 공개매수와 합병 공시에 대한 내용을 건별로 확인하여 선정하였다.

본 연구대상기간(11년간) 중에 확인된 공개매수 사례 총 88건(대상 및 제의기업) 중 다음의 조건을 충족시킨 65개(제의기업 26개, 대상기업 39개)의 표본과 합병 사례 총 230건 중 다음의 조건을 충족시킨 제의기업 144개와 대상기업 20개의 표본을 최종 선정하였다.

- ① 1994년 1월부터 2004년 9월까지의 11년간에 걸쳐 우리나라 거래소시장에서 공개매수와 합병 공시를 실시한 기업일 것.
- ② 발표공시일(date=0)을 중심으로 -50일부터 +50일까지의 101일 동안 일간수익률의 자료가 있을 것.
- ③ 분석기간 중 주식매매 정지, 관리종목 지정, 증자 및 액면분할, 공개매수의 자사주 매입 등 다른 사건(event)이 발생하지 않을 것.

주가 및 수익률자료는 2003년 6월 이전까지는 한국증권연구원의 KSRI-Stock DB를 이용하였으며 그 이후 자료는 교보증권의 PROVEST-Z System을 사용하였다.

각 표본 집단의 현황은 <표 IV-1>과 <표 IV-2>와 같다.<sup>8)</sup>

<표 IV-1> 분석에 사용된 공개매수 전체 표본기업

구 분	공개매수 제외기업		공개매수 대상기업	
	상장기업	비상장기업	상장기업	비상장기업
1994	1	1	2	0
1995	3	0	3	0
1996	1	4	5	0
1997	5	7	11	1 (미국)
2001	4	1	4	1 (코스닥)
2002	2	0	1	1 (코스닥)
2003	4	1	5	0
2004	6	3	8	1 (코스닥)
계	26	17	39	4

<표 IV-2> 분석에 사용된 합병 전체 표본기업

구 분	합병 제외기업	합병 대상기업	
		상장기업	비상장기업
1994	3	0	3
1995	11	0	11
1996	4	2	2
1997	10	3	7
1998	21	10	11
1999	31	3	28
2000	18	2	16
2001	8	0	8
2002	12	0	12
2003	12	0	12
2004	14	0	14
계	144	20	124

공개매수 유형별 분류현황은 <표 IV-3>와 같다.

8) 공개매수현황 및 표본대상기업의 목록은 <부록1>에 나타나 있다.

<표 IV-3> 공개매수 유형별 분류현황

구 분		구성기업		구성비율	
		제의기업	대상기업	제의기업	대상기업
목적별	1. 경영권 안정	9	12	34.6%	30.8%
	2. 경영권 참여	4	12	15.4%	30.8%
	3. 상장폐지	2	5	7.7%	12.8%
	4. 투자자 보호	3	4	11.5%	10.3%
	5. 지주회사 요건 충족	8	6	30.8%	15.4%
성격별	1. 우호적	20	24	76.9%	61.5%
	2. 적대적	6	15	23.1%	38.5%
인수(지급)방법	1. 현금지급	16	32	61.5%	82.1%
	2. 주식지급	10	7	38.5%	17.9%
시기구분	1. 98년 4월 이전	10	21	38.5%	53.8%
	2. 98년 4월 이후	16	18	61.5%	46.2%
계열여부	1. 계열사 간	16	21	61.5%	53.8%
	2. 비계열사 간	10	18	38.5%	46.2%
수량 확보 성공 여부	1. 성공	19	27	73.1%	69.2%
	2. 실패	7	12	26.9%	30.8%
상장여부 (제의기업)	1. 상장 / 상장	N.A.	22	N.A.	56.4%
	2. 비상장 / 상장	N.A.	17	N.A.	43.6%
합 계		26	39	100%	100%

## 2) 사건일 및 사건기간의 선정

본 연구는 한국증권거래소를 통해 공시한 날을 사건일로 결정하고 이를 증권거래소 시장의 홈페이지 공시검색란을 이용하여 다시 확인하였다.

공개매수와 관련한 사건은 비교적 장기간에 걸쳐 이루어지므로 이 사건의 영향력을 검증하기 위한 사건기간의 선정은 상당한 어려움이 따른다. 실질적으로 공개매수라는 사건이 주가에 미치는 영향은 어느 시점에 발생해서 언제 그 영향이 사라지는지에 대해서는 정확히 알 수 없으며, 기존의 연구에서도 연구자에 따라 사건기간을 각각 다르게 선정하고 있다.<sup>9)</sup>

본 연구에서는 공개매수제도의 특성상 공시 전 지분을 5% 미만까지의 매입가능성과

9) 사실 국내연구에서 사건기간의 정확한 기간설정기준이 제시되지 않고 있다. 검정기간을 좁게 잡으면 정보가 시장에 반영되는 시점이 검정기간에 포함되지 않는 경우가 발생하고 넓게 잡으면 연구의 검정기간이 약화될 수 있기 때문이다.

공시 후 공개매수기간(20일~60일이나 대부분 20일간)을 고려, 공시정보에 대한 사전 정보 누출기간을 사전 공시일전 -50일 이내일 것으로 가정하고 공시일후 +50일까지의 주가움직임을 추가로 분석함으로써 우리나라 자본시장의 효율성을 설명할 수 있는 근거로 삼았다.

## 2. 분석 모형

### 1) 초과수익률의 측정

주가는 해당기업의 성과를 나타내 주는 측정치로서 주가에 영향을 미치는 요인으로는 자본시장 전체에 영향을 미치는 체계적 위험요인과 특정기업에만 영향을 미치는 비 체계적 개별요인이 있다. 이 중 개별요인에 의한 주가변동을 측정하는 대표적인 측정치가 초과수익률 즉, 비정상수익률이다. 공개매수 정보의 공시는 특정한 개별적인 사건이므로 공시일을 전후한 시점에서의 초과수익의 행태를 파악함으로써 주식시장에서 공개매수 공시가 기업가치에 미치는 영향을 살펴볼 수 있다.

본 연구에서는 사건연구의 초과수익률을 다음에 설명하는 Brown and Warner(1985)의 시장조정수익률법(market-adjusted return model)을 이용하여 추정하였다.

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

여기서,  $AR_{j,t}$  : t시점에서 j기업의 초과수익률

$R_{j,t}$  : t시점에서 j기업의 실현수익률

$R_{m,t}$  : t시점에서의 종합주가지수 실현수익률

$$AAR_t = \frac{\sum_{j=1}^N AR_{j,t}}{N} \quad (2)$$

여기서,  $AAR_t$  : t시점의 평균초과수익률

N : t시점의 표본기업의 수

$AAR_t$ 의 통계적 검증은

$$t = \frac{AAR_t}{S/\sqrt{N_t}} \quad (3)$$

여기서,  $AAR_t$  : t시점의 평균초과수익률

S : t시점의  $AR_t$ 의 표준편차

N : t시점의 표본기업의 수

$$CAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (4)$$

여기서,  $CAR_{(t_1, t_2)}$  : t<sub>1</sub>에서 t<sub>2</sub>시점까지의 누적초과수익률

$AAR_t$  : t시점의 평균초과수익률

$$t = \frac{CAR_{(t_1, t_2)}}{S_{(t_1, t_2)}/\sqrt{N_{(t_1, t_2)}}} \quad (5)$$

여기서,  $CAR_{(t_1, t_2)}$  : t<sub>1</sub>에서 t<sub>2</sub>시점까지의 누적초과수익률

$S_{(t_1, t_2)}$  :  $CAR_{(t_1, t_2)}$ 의 표준편차

$N_{(t_1, t_2)}$  : t<sub>1</sub>에서 t<sub>2</sub>시점까지의 초과수익률을 누적한 일 수

## 2) 누적평균초과수익률( $CAR_{(t_1, t_2)}$ )의 차이검정

표본사례 중 각 집단 간의 누적평균초과수익률의 차이가 있는지를 검정하기 위해서 t 값을 사용한다. A집단의 누적평균초과수익률을  $CAR^A$ , B집단의 누적평균초과수익률을  $CAR^B$ 이라 하고, 그 표준편차를 각각  $S^A$ 와  $S^B$ 라 할 때 통계적 유의성 검증을 위한 t값은 다음 식과 같다.

$$t = \frac{CAR^A_{(t_1, t_2)} - CAR^B_{(t_1, t_2)}}{\sqrt{\frac{(S^A_{(t_1, t_2)})^2}{N^A_{(t_1, t_2)}} + \frac{(S^B_{(t_1, t_2)})^2}{N^B_{(t_1, t_2)}}}} \quad (6)$$

여기서  $N^A_{(t_1, t_2)}$ ,  $N^B_{(t_1, t_2)}$  : 각 집단 A와 B의 t<sub>1</sub>에서 t<sub>2</sub>시점까지의 초과수익률을 누적한 일 수

## 3. 가설 설정

본 연구는 한국증권거래소 상장기업을 대상으로 공개매수와 합병 공시를 전후한 기간에서 공개매수와 합병 제의기업과 대상기업의 초과수익률을 구하여 공개매수와 합

병에 따른 기업가치의 변화유무를 살펴보았다. 구체적 분석사항은 다음과 같다.

첫째, 공개매수와 합병이 기업가치에 미치는 영향은 차별적인지를 분석하였다. Jensen and Ruback(1983)이 M&A의 정보 효과에 관한 실증연구 결과에서 공개매수와 합병이 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 존재한다는 증거를 제시한 이후, Berkovitch and Khanna(1991)는 게임모형을 이용 공개매수는 합병보다 더 높은 시너지이익(synergy gain)이 가능한 경우에만 시도한다는 것을 보여주었다. 이들 모형은 총 시너지이익이 공개매수의 경우가 합병보다 높고 총 시너지 이익은 제의기업보다는 대상기업으로부터 발생한다고 주장하였다. 이러한 연구 결과는 대상기업의 경우 공개매수가 합병보다 더 기업가치에 긍정적으로 작용할 것이라는 점을 시사한다. 따라서 본 연구는 이러한 결과가 국내의 공개매수와 합병의 경우에도 적용되는지 여부를 다음의 가설들을 이용하여 검증하였다.

H1 : 공개매수는 합병보다 더 높은 시너지 이익을 창출할 것이다.

H2 : 공개매수의 총 시너지이익은 제의기업보다는 대상기업으로부터 발생할 것이다.

둘째, 공개매수가 기업가치에 미치는 영향을 좀 더 자세하게 분석하기 위하여 공개매수 목적 및 동기별(경영권안정, 경영권 인수, 상장폐지, 투자자 보호, 지주회사요건 충족),<sup>10)</sup> 성격별(우호적, 적대적),<sup>11)</sup> 인수방법(현금, 주식),<sup>12)</sup> 시기비교(25% 의무공개매수제도의 폐지 전, 후),<sup>13)</sup> 계열관련 여부(계열사간, 비 계열사간), 목표수량 확보 여부(성공, 실패),<sup>14)</sup> 상장 유무별 등으로 구분한 분석을 추가하였다.

- 
- 10) 증권거래법 제21조 2(공개매수의 공고 및 공개매수신고서의 제출)에서 공개매수의 목적은 필수 기재사항으로 되어 있다. 공시내용을 사건별로 분석한 결과 공개매수의 목적은 크게 1) 개인대주주 및 모회사가 자회사의 지분율을 확대하기 위한 경우에는 경영권 안정으로 2) 대상기업을 공개매수 방법으로 기업 지배권을 인수하는 경우에는 경영권 참여로 3) 자회사 또는 대상기업을 인수 후 상장폐지 목적의 경우에는 상장폐지로 4) 이익소각 목적과 관리종목 지정 및 상장폐지 우려를 대비한 자기주식을 자발적으로 공개매수(self tender-offer)하여 투자자를 보호하는 경우에는 투자자 보호로 5) 1999년 2월 개정된 공정거래법에 의해 지주회사 설립이 허용되면서 설립요건 충족의 일환으로 공개매수를 활용하는 것은 지주회사 요건충족 등으로 구분 되었다.
  - 11) 공시내용을 분석하여 개인대주주 및 모회사가 자회사의 지분율을 확대하기 위한 경우(경영권 안정), 이익소각 목적과 관리종목 지정 및 상장폐지 우려를 대비한 자기주식을 자발적으로 공개매수(self tender-offer)를 하는 경우(투자자 보호), 자회사의 상장폐지목적의 경우, 지주회사 요건의 충족을 위한 방안으로 사용된 경우 우호적 공개매수로 분류하였고 대상기업을 인수 후 상장폐지목적의 경우와 경영권참여인 경우 적대적으로 분류하였다.
  - 12) 국내에서는 공개매수에 사용되어지는 지급수단으로 현금인수, 주식교부인수, 현금-주식 병행인수가 법적으로 모두 인정되고 있다.
  - 13) 1998년 증권거래법의 개정뿐만 아니라 1998년부터 외국인의 주식투자에 대한 국내법상의 제한이 전면적으로 풀림에 따라 시기구분에 있어 1998년 이전과 이후의 구분은 의미를 부여할 수 있다.

## V. 실증결과

### 1. 공개매수와 합병의 비교 검증

#### 1) 전체표본(공개매수와 합병)의 단기 공시효과

##### (1) 제의기업

공개매수와 합병 제의기업의 공시(사건일)시점에서의 단기 주가반응을 각각 분석한 결과는 <표 V-1>과 같다. 먼저 공개매수 사건일(0일)의 공시효과는  $-0.17\%$ ( $t=-0.17$ )로 유의하지 않은 음의 초과수익률을 보이고 있으며, 표본의 CAAR(-2일, +2일)에서도  $-0.45\%$ ( $t=-0.26$ )로 유의하지 않은 음의 초과수익률을 보이고 있다. 반면에 합병의 경우는 사건일 -2일과 -1일에서  $0.61\%$ ( $t=1.88$ )와  $0.59\%$ ( $t=1.69$ )의 유의한 양의 초과수익률로, 사건일(0일)에서  $0.27\%$ 의 유의하지 않은 양의 초과수익률을 보이고 있다. 표본의 CAAR(-2일, +2일)에서도  $1.52\%$ ( $t=2.16$ )로 유의한 양의 초과수익률을 보이고 있다. [그림 V-1]은 이와 같은 결과를 그림으로 나타낸 것이다.

합병의 경우 본 연구의 결과는 기존의 국내 연구결과와 대체로 비슷한 것으로 나타났다. 국내 선행연구에서는 사건기간 설정에 차이가 있음에도 불구하고 합병 제의기업은 거의 대부분의 연구에서 약 2%에서 5%수준 정도의 유의적인 양(+)의 초과수익률로 보고되고 있다.<sup>15)</sup> 한편 공개매수의 경우 본 연구의 결과는 합병보다 기업가치에 미치는 영향이 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국의 선행연구 결과들과는 차이점을 나타내고 있다. 외국의 경우 대개 제의기업측면에서, 합병은 유의적인 음(-)의 초과수익률 또는 비 유의적인 양(+)의 값을 나타내는 반면 공개매수는 대체로 유의적인 양(+)의 값을 보고하고 있다.<sup>16)</sup>

14) 이는 실무에서 이용되는 방법으로 공개매수의 목표 수량이 70%를 기준으로 이를 초과한 공개매수는 소기의 목적을 달성한 걸로 간주하며 이럴 경우 신청된 수량이 전부 청약 완료되었다.

15) 예외적으로 정형찬과 박경희(1999)는 공시 (-1, 0)일의 합병 제의기업의 CAAR 값이 유의적인  $-1.21\%$ ( $t=-2.6018$ )가 된다는 연구결과를 발표하였다. 이 결과는 국내 연구결과와 다르게 나타나고 있는데, 이는 사용한 표본의 차이에서 기인한다고 연구자들은 설명하고 있다. (이들은 합병관련기업이 모두 상장기업인 합병에 국한시킨 반면 대부분의 선행연구들은 합병대상기업이 비상장인 합병도 포함)

16) 선행연구에서 살펴본 공개매수 제의기업의 실증결과는 Jensen and Ruback(1983)이 (-1, 0)일의 누적초과 수익률이 4%로, Jarrell, Brickley, and Netter(1988)는 (-10, +5)일의 누적초과 수익률이 1.14%, Bradley, Desai, and Kim(1988)은 제의 기업의 (-10, +10)일의 누적초과 수익률이 2.35%, Jarrell and Poulsen (1989)은 (-5, +5)일의 누적초과 수익률이 0.92%등으로 보고하고 있다. 반면에 Dodd(1980)가

이와 같이 외국의 공개매수에 대한 선행연구의 결과와 다른 이유는 국내의 공개매수에 관한 제도적 특성에 기인하는 것으로 판단된다. 1997년 금융·외환위기를 겪으면서 정부는 재벌 및 금융 구조조정을 위해 1999년 2월 공정거래법을 개정하여 지주회사의 설립이 허용하였다. 2000년에 들어서는 제2차 금융구조조정 차원에서 상법 및 은행법 등의 특례를 규정하여 금융지주회사의 설립요건을 완화하며 강력한 시행을 하게 된다. 그러나 이러한 지주회사제도의 도입은 공개매수제도를 자본시장의 경제적 논리보다는 지주회사 요건을 충족시키기 위한 수단으로 타율적으로 이용한 측면이 있다. 사실 2001년 이후 집중적으로 활용된 대부분의 공개매수가 대부분 같은 그룹계열사간의 주식교환을 통한 공개매수로 나타나는데 이는 합병이나 공개매수를 통한 시너지 효과가 상대적으로 감소될 수 있는 가능성을 내포하고 있다. 이러한 결과는 뒤에 분석할 지급수단별 분류 공시효과에서 주식교부의 경우 현금인수보다 낮은 공시효과를 보이는 점에서 다시 한 번 확인할 수 있었다.<sup>17)</sup>

<표 V-1> 공개매수와 합병 제의기업의 초과수익률(전체)

제의기업 사건일	공개매수		합 병	
	AAR(n=26)	t(AAR)	AAR(n=144)	t(AAR)
-2	-0.00010	-0.02	0.00607	1.88*
-1	0.00040	0.07	0.00590	1.69*
0	-0.00171	-0.17	0.00274	0.64
1	-0.00349	-0.86	-0.00096	-0.23
2	0.00039	0.08	0.00141	0.39
사건일	CAAR(n=26)	t(CAAR)	CAAR(n=144)	t(CAAR)
(t=-2일)	-0.00010	-0.02	0.00607	1.88*
(t=-2, -1일)	0.00030	0.04	0.01196	2.41**
(t=-2, 0일)	-0.00141	-0.09	0.01470	2.50**
(t=-2, +1일)	-0.00490	-0.31	0.01374	2.20**
(t=-2, +2일)	-0.00451	-0.26	0.01515	2.16**

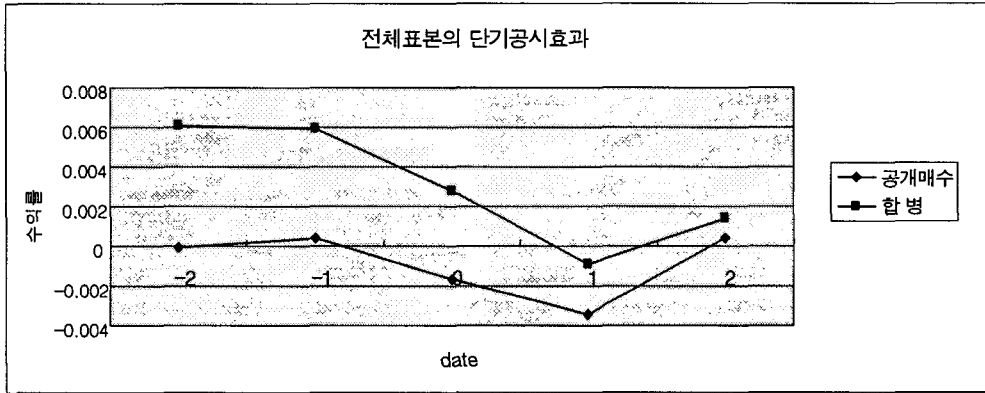
주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

합병 및 공개매수에 대한 일별수익률과 시장모형을 이용한 공시일 전후의 공시효과분석에서 공개매수 제의기업은 -1일 및 0일에 각각 -0.54%와 -0.62%의 유의적이지 않은 음의 초과수익률을 보인다고 한 주장과 일치하며, 오히려 합병의 경우 제의기업의 실증결과에 가까움을 발견할 수 있었다. Eckbo(1983)는 (-1, +1)일의 누적초과 수익률이 -0.07%, Jensen & Ruback(1983)은 0%, Healy, Palepu, and Ruback(1992)은 (-5, +5)일의 누적초과 수익률이 -2.2%등으로 보고하고 있다.

17) 본 논문에서 보고하고 있지 않지만 지주회사 요건 충족이라는 목적의 자료를 제외하고 분석한 결과는 대체로 외국의 선행연구와 일치하는 결과를 보여주고 있었다. 사건일(0일)과 CAAR(-2, +2일)에서 각각 1.43%(t=1.22)와 1.58%(t=0.75)의 유의하지 않은 양의 초과수익률로 나타났다.



[그림 V-1] 공개매수와 합병 제의기업의 단기 공시효과



## (2) 대상기업

공개매수와 합병 대상기업의 공시(사건일) 시점에서의 단기 주가반응을 분석한 결과는 <표 V-2>와 같다. 공개매수 전체표본의 공시효과는 사건일(0일)에 4.84%,( $t=4.69$ ), +1일에 2.5%( $t=3.88$ )로 유의한 양(+ )의 초과수익률을 보이고 있으며, (-2, +2)일간의 누적초과수익률도 +11.09%( $t=4.77$ )의 유의한 양(+ )의 초과수익률을 나타내고 있다. 합병의 경우 사전기간의 선정에 따라 대상기업에 미치는 결과가 차이가 있으나 대체적으로 공개매수의 경우보다는 대상 기업의 가치에 미치는 영향이 낮은 것으로 나타났다. 공개매수는 대상기업의 경우 호재로서 받아들여지는 반면 제의기업 입장에서는 가장 비용이 많이 드는 적극적인 M&A의 의사표현이다. 통상적으로 공개매수 성공을 위해 시장가격보다 30%이상의 주가에서 공개매수가격을 호가하기 때문에 주가는 급등할 가능성이 높는데 [그림 V-2]는 이와 같은 결과를 나타내고 있다. [그림 V-2]는 Jensen and Ruback(1983), Berkovitch and Khanna(1991)등이 주장하는 것처럼 합병보다 공개매수의 경우 대상기업의 초과수익률이 높게 나타나는 현상이 국내시장에서도 존재하고 있음을 보여주고 있다.<sup>18)</sup>

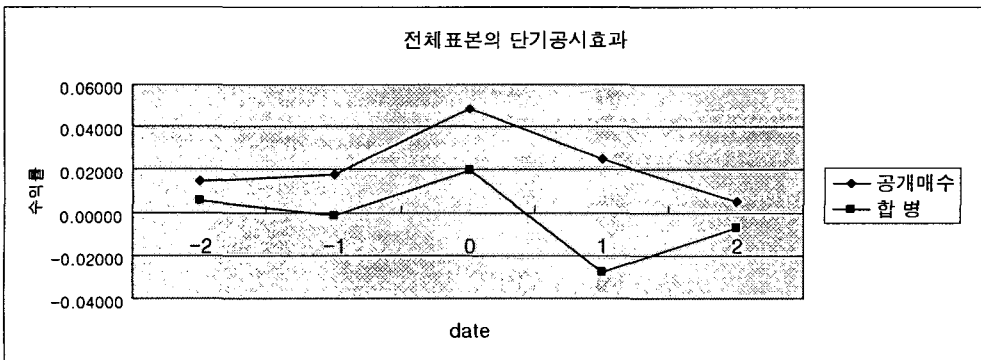
18) Dodd(1980)가 합병 및 공개매수에 대한 일별수익률과 시장모형을 이용한 공시일 전후의 공시효과분석에서 공개매수 대상기업은 (-1)일 및 (0)일에 각각 8.74%와 4.30%의 유의적인 양의 초과수익률을 보이고 있으며, (-1, 0)일간의 누적초과수익률도 +13%로 유의적인 양의 값을 나타내고 있다고 보고하였다. 그 후의 공개매수에 대한 여러 연구에서도 동일한 결과의 연구들이 발표되었다. Bradley, Desai, and Kim(1988)은 (-5, +5)일의 공개매수 대상기업의 누적초과수익률이 28.07%가 된다는 연구결과를 발표하였고, Lang, Stulz, Walking(1989)도 (-5, +5)일의 공개매수 대상기업의 누적초과수익률이 +40.3%가 된다는 연구결과를 발표 하였다. 이와 비슷한 연구로 Smith and Kim(1994)은 (-5, +5)일의 공개매수 대상기업의 누적초과수익률이 30.19%, (-1, 0)의 누적초과수익률은 15.84%가 된다는 연구결과를 발표 하였다.

<표 V-2> 공개매수와 합병 대상기업의 초과이익률(전체)

대상기업 사건일	공개매수		합 병	
	AAR(n=39)	t(AAR)	AAR(n=20)	t(AAR)
-2	0.01471	1.92*	0.00563	0.51
-1	0.01797	1.71*	-0.00159	-0.12
0	0.04838	4.69***	0.01977	1.10
1	0.02501	3.88***	-0.02752	-1.84*
2	0.00479	0.9	-0.00726	-0.64
사건일	CAAR(n=39)	t(CAAR)	CAAR(n=20)	t(CAAR)
(t= -2일)	0.01471	1.92*	0.00563	0.51
(t= -2, -1일)	0.03267	2.57**	0.00404	0.25
(t= -2, 0일)	0.08105	4.09***	0.02381	0.91
(t= -2, +1일)	0.10606	4.89***	-0.03720	-0.12
(t= -2, +2일)	0.11085	4.77***	-0.01097	-0.31

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

[그림 V-2] 공개매수와 합병 대상기업의 단기 공시효과



(3) 총 초과이익률(총 시너지)

공개매수와 합병의 공시(사건일)시점에서의 단기 추가반응을 제의기업과 대상기업의 초과이익률을 합한 총 초과이익률(총 시너지)로 정리하면 <표 V-3>과 같다. 공개매수와 합병의 사건일(0일)과 CAAR(-2, +2일)에서 모두 공개매수의 경우에서 더 높은 총 초과이익률로 나타났으며, 그 대부분이 제의기업보다 대상기업에서 발생하였다는 사실이 발견되었다. 또한 CAAR(-5, +5일)로 확대하여 추가로 분석한 결과에서도 동일한 결과가 도출되었다.

이러한 결과는 공개매수와 합병이 기업가치에 미치는 영향은 차별적으로 존재하며, Berkovitch and Khanna(1991)의 모형에서 공개매수는 합병보다 더 높은 시너지이익

(synergy gain)이 가능한 경우에 발생하며 총 시너지이익은 대부분 제의기업보다는 대상 기업으로부터 발생한다는 주장을 지지하는 증거로 해석된다.

<표 V-3> 공개매수와 합병 총 초과이익률(총 시너지)

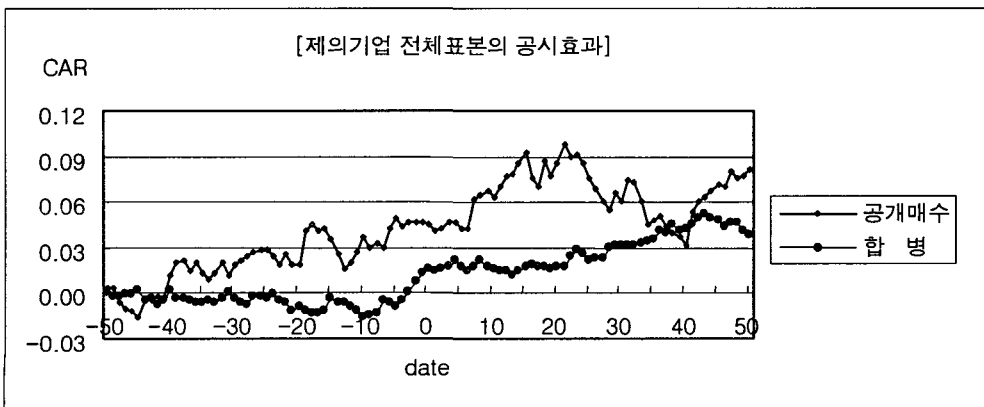
사건일	공개매수			합 병		
	제의기업	대상기업	합 계	제의기업	대상기업	합 계
(t=0일)	-0.00171	0.04838***	0.04667	0.00274	0.01977	0.02251
(t=-2, +2일)	-0.00451	0.11085***	0.10634	0.01515**	-0.01097	0.00418
(t=-5, +5일)	0.00077	0.11065***	0.11142	0.02442**	0.06614**	0.09056

## 2) 전체표본(공개매수와 합병)의 (-50, +50)일 공시효과

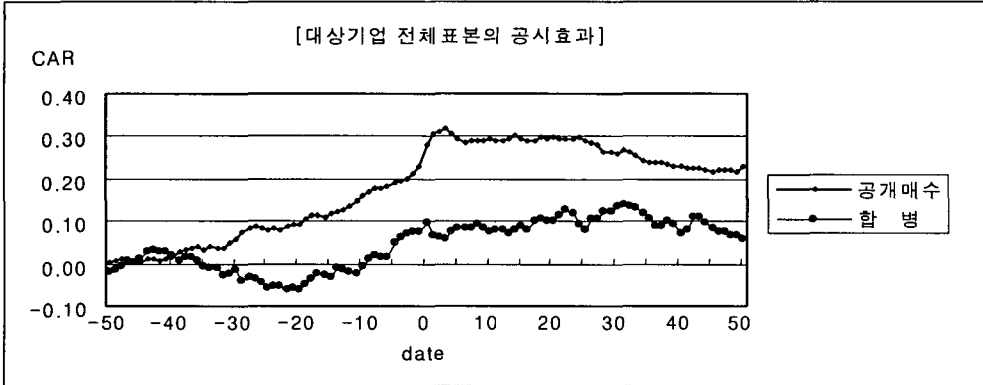
### (1) 제의기업

공개매수와 합병의 공시(사건일)시점에서 -50일부터 +50일까지 누적초과이익률의 반응을 분석하여 보면 <표 V-4>와 같다. 공개매수의 경우에는 -40일부터 누적초과이익률이 양(+)의 값으로 전환하여 공시일 전후 -6일부터 +6일까지 4%대에서 횡보를 보인 후, +7일부터 누적초과이익률은 추가적으로 상승하여 +21일에는 최고치 9.83%의 수익률을 보여주고 있다. +40일 까지 다시 하락을 보이다가 추가상승을 나타내고 있다. 합병의 경우는 -3일부터 양(+)의 값으로 전환하여 대략 1~5%대의 누적초과이익률을 유지하며 기업가치에 긍정적으로 작용하고 있음을 보여주고 있다. [그림 V-3]은 이와 같은 결과를 그림으로 나타낸 것이다.

[그림 V-3] 공개매수와 합병 제의기업의 (-50, +50)일 공시효과



[그림 V-4] 공개매수와 합병 대상기업의 (-50, +50)일 공시효과



이러한 결과는 Keown and Pinkerton(1981), Dodd(1980), Asquith, Bruner and Mullins(1983)등이 합병이나 공개매수의 경우에 매수제외기업의 공시일 이전에 제3자에 의해 공시일 이전에 정보가 누출되었음을 발견한 것과 같은 경우가 국내시장에서도 존재한다는 것을 보여주는 증거라 할 수 있다. 특히 공개매수의 경우는 합병보다 정보누설이 매우 큰 차이로 미리 반영되고 있으며 초과수익률도 더 크게 나타나고 있음을 알 수 있다. 한편 두 가지 흥미로운 사실도 추가적으로 발견되었다. 첫째, +7일부터 +21일까지의 추가적 상승과 둘째, 하락한 후 +41일 이후의 재상승이다. 여기서 흥미로운 결과는 +7일이 공개매수 공시(신고)후 매입가능시초일(현재 +3일)과 공교롭게 일치하고 있다. 또한 공개매수의 평균 실시기간(최소 20일부터 최대 60일 이내로 규정)이 대부분 20일 기간으로 행해지는바, 의미 있는 추가상승의 요인이 존재함을 알 수 있다. 즉 첫 번째 결과는 공개매수의 국내 제도적 특징에 기인하고, 두 번째 결과는 공개매수 완료 후의 공개매수 제외기업에 대한 기업가치의 재평가 작업이 이루어진다는 것으로 해석된다.

## (2) 대상기업

공개매수와 합병 대상기업의 공시(사건일)시점에서 -50일부터 +50일까지 초과수익률의 반응을 분석하여 보면 <표 V-5>와 같다. 공개매수 대상기업에서는 공개매수 제외기업과 비슷한 공시일 -41일부터 누적초과수익률이 지속적으로 상승하기 시작하여 공개매수 공시 후 +3일에 최고치(31.69%)를 반영하고, +26일까지 28%대의 누적초과수익률을 유지하다가 하락국면으로 전환되고 있음을 보여준다. 합병의 경우는 -9일부터 양(+)의 값으로 전환하여 10% 전후의 누적초과수익률을 유지하고 있다. [그림 V-4]는 이와 같은 결과를 그림으로 나타낸 것이다.

<표 V-4> 사건 (-50, +50)일 초과수익률(전체)

제외기업 사건일	공개매수 (n=26)			합 병 (n=144)		
	AAR	AAR(t)	CAAR	AAR	AAR(t)	CAAR
-50	0.0028	0.57	0.0028	0.0009	0.23	0.0009
-49	0.0010	0.15	0.0038	-0.0030	-0.98	-0.0022
-48	-0.0105	-2.15**	-0.0068	0.0002	0.05	-0.0020
-47	-0.0034	-0.91	-0.0102	0.0007	0.26	-0.0013
-46	-0.0014	-0.28	-0.0116	-0.0002	-0.06	-0.0015
-45	-0.0040	-0.76	-0.0156	0.0032	0.91	0.0017
-44	0.0126	1.96*	-0.0030	-0.0069	-2.22**	-0.0052
-43	-0.0022	-0.56	-0.0052	0.0020	0.55	-0.0031
-42	0.0028	0.53	-0.0024	-0.0043	-1.33	-0.0074
-41	0.0008	0.16	-0.0016	0.0029	0.89	-0.0046
-40	0.0128	1.77*	0.0112	0.0061	1.6	0.0015
-39	0.0092	1.23	0.0204	-0.0044	-1.59	-0.0030
<중략>						
-6	0.0120	2.64**	0.0418	-0.0012	-0.41	-0.0066
-5	0.0069	1.35	0.0487	-0.0021	-0.68	-0.0086
-4	-0.0046	-1.12	0.0441	0.0040	1.17	-0.0046
-3	0.0022	0.36	0.0463	0.0057	1.51	0.0012
-2	-0.0001	-0.02	0.0462	0.0061	1.88*	0.0072
-1	0.0004	0.07	0.0466	0.0059	1.69*	0.0131
0	-0.0017	-0.17	0.0449	0.0027	0.64	0.0159
1	-0.0035	-0.86	0.0414	-0.0010	-0.23	0.0149
2	0.0004	0.08	0.0418	0.0014	0.39	0.0163
3	0.0039	0.64	0.0457	0.0010	0.27	0.0173
4	0.0008	0.13	0.0465	0.0039	1.27	0.0211
5	-0.0039	-0.83	0.0426	-0.0033	-1.09	0.0179
6	0.0003	0.06	0.0428	-0.0029	-0.86	0.0149
7	0.0187	2.53**	0.0616	0.0024	0.73	0.0173
<중략>						
20	0.0090	1.35	0.0853	0.0021	0.63	0.0174
21	0.0130	1.93*	0.0983	0.0005	0.17	0.0178
22	-0.0086	-1.86*	0.0897	0.0068	2.29**	0.0247
23	0.0009	0.17	0.0906	0.0041	1.25	0.0287
24	-0.0059	-1.47	0.0847	-0.0035	-1.14	0.0252
25	-0.0090	-1.95*	0.0757	-0.0035	-1.13	0.0217
26	-0.0068	-1.33	0.0689	0.0014	0.41	0.0231
27	-0.0090	-2.27**	0.0599	0.0001	0.04	0.0232
28	-0.0050	-0.91	0.0550	0.0059	1.80*	0.0291
<중략>						
38	-0.0038	-0.76	0.0400	0.0059	1.85*	0.0449
39	-0.0031	-0.74	0.0369	-0.0039	-1.23	0.0410
40	-0.0058	-1.21	0.0311	0.0014	0.46	0.0424
41	0.0216	3.12***	0.0527	0.0022	0.6	0.0446
42	0.0079	1.66	0.0607	0.0045	1.26	0.0491
43	0.0018	0.39	0.0625	0.0035	0.89	0.0526
44	0.0047	0.97	0.0672	-0.0034	-0.93	0.0492
45	0.0042	0.56	0.0714	-0.0020	-0.52	0.0472
46	-0.0017	-0.39	0.0697	-0.0040	-1.18	0.0431
47	0.0100	1.54	0.0797	0.0032	1.04	0.0463
48	-0.0038	-0.78	0.0758	-0.0003	-0.08	0.0460
49	0.0018	0.36	0.0776	-0.0049	-1.5	0.0412
50	0.0039	0.61	0.0815	-0.0024	-0.77	0.0387

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

이러한 결과는 미국에서 1,506건의 M&A를 기준별로 분류한 Schwert(1996)의 연구 결과와도 일치한다. Schwert의 연구결과는 M&A의 유형별 비교에서 전체의 상승률이 27.8%를 나타냈으며 합병의 경우는 주가상승률은 그다지 높지 않은 11.7%에 불과했다. 그러나 공개매수(tender-offer)의 경우 발표일 42일 전·후의 주가상승률 분석에서 공개매수의 경우 평균주가 상승률이 54.8%에 달한다고 보고하고 있다.

국내 선행연구에서 밝혀진 합병의 결과와 비교하여도 공개매수 대상기업의 공시일 전(-1일)까지의 누적초과수익률이 더 크게 나타나고 있다. 이것은 제도상의 현상으로 이해되어야 할 부분이다. 5%를(과거 10%를)에 의하면 공개매수는 5%미만까지는 시장을 통해서 공식적으로 매입할 수 있는 바, 어떠한 방법으로든 주가에 반영될 소지가 있기 때문이다. 또한, 이 결과에서도 공개매수 제의기업과 비교하여 몇 가지 흥미 있는 현상이 발견되었다. 내부자 거래로 짐작되는 사전 정보의 주가에의 반영이 제의기업과 거의 비슷한 시점에서 나타나고 있으며, 공개매수 공시 후 +3일에 최고의 누적초과수익률을 보였다는 것이다.<sup>19)</sup> 또한 +27일부터 누적초과수익률이 하락 전환되었다는 것은 앞에서 설명한 바와 같이 공시에서 매수완료까지 평균 27일이 걸린다는 사실과 일치하는 현상이다. 이 분석결과는 공개매수제도가 시장에서 제도의 이용 및 활용차원에서 효율적으로 운영되고 준수되고 있음을 잘 보여주는 증거로 판단된다. 또한 공개매수 제의기업과 대상기업에서 공히 내부자 거래로 짐작되는 사전 정보의 주가에의 반영이 거의 비슷한 시점에서 나타나고 있어 정보누출이 존재하고 있음을 알 수 있다.

## 2. 공개매수 분석결과

### 1) 공개매수의 단기 공시효과

#### (1) 목적별 분류 단기 공시효과

##### ① 제의기업

공개매수 제의기업에서 목적별 분류에 따른 공시(사건일)시점에서의 단기 주가 반응을 분석한 결과는 <표 V-6>과 같다. 5가지로 분류된 목적 중 2가지 목적에서 상반된 결과가 나타났다. 그림으로 표현하면 [그림 V-5]와 같다.

19) 증권거래법 23차 개정(2001, 3,28)으로 공개매수 시작일이 공개매수신고서 제출 후 7일 경과에서 3일 경과로 변경되었다. 이에 기간구분에 따른 누적초과수익률의 최고치의 달성시점을 분석한 결과, 개정 이전(7일)의 경우는 공시 후 +4일째 39.9%로 나타났고, 개정 이후(3일)의 경우는 공시 후 +3일째로 21.14%로 나타나 최고치의 달성시점까지 걸리는 시간에는 별 차이가 발견되지 않았다.

<표 V-5> 사건 (-50, +50)일 초과수익률(전체)

대상기업 사건일	공개매수 (n=39)			합 병 (n=20)		
	AAR	AAR(t)	CAAR	AAR	AAR(t)	CAAR
-50	0.0005	0.12	0.0005	-0.0203	-2.12**	-0.0203
-49	0.0060	0.98	0.0065	0.0061	0.67	-0.0142
-48	0.0038	0.79	0.0103	0.0102	1.04	-0.0041
-47	0.0009	0.18	0.0112	0.0094	1.06	0.0053
-46	-0.0080	-1.17	0.0032	-0.0023	-0.19	0.0029
-45	-0.0018	-0.29	0.0014	0.0102	1.01	0.0132
-44	0.0116	1.74*	0.0131	0.0144	1.28	0.0276
-43	-0.0025	-0.45	0.0106	0.0035	0.30	0.0311
-42	-0.0034	-0.56	0.0072	-0.0032	-0.29	0.0279
-41	0.0054	1.29	0.0126	-0.0017	-0.18	0.0262
-40	0.0042	0.74	0.0168	-0.0080	-0.72	0.0182
-39	0.0106	1.99*	0.0274	-0.0106	-0.93	0.0076
<중략>						
-50	0.0005	0.12	0.0005	-0.0203	-2.12**	-0.0203
-49	0.0060	0.98	0.0065	0.0061	0.67	-0.0142
-48	0.0038	0.79	0.0103	0.0102	1.04	-0.0041
-47	0.0009	0.18	0.0112	0.0094	1.06	0.0053
-46	-0.0080	-1.17	0.0032	-0.0023	-0.19	0.0029
-45	-0.0018	-0.29	0.0014	0.0102	1.01	0.0132
-44	0.0116	1.74*	0.0131	0.0144	1.28	0.0276
-43	-0.0025	-0.45	0.0106	0.0035	0.30	0.0311
-42	-0.0034	-0.56	0.0072	-0.0032	-0.29	0.0279
-41	0.0054	1.29	0.0126	-0.0017	-0.18	0.0262
-40	0.0042	0.74	0.0168	-0.0080	-0.72	0.0182
-39	0.0106	1.99*	0.0274	-0.0106	-0.93	0.0076
<중략>						
-10	0.0129	2.42**	0.1587	0.0176	1.62	-0.0072
-9	0.0112	1.60	0.1699	0.0202	1.33	0.0131
-8	0.0081	1.37	0.1780	0.0074	0.76	0.0205
-7	0.0016	0.20	0.1796	-0.0038	-0.50	0.0167
-6	0.0041	0.56	0.1837	-0.0008	-0.06	0.0158
-5	0.0068	1.06	0.1904	0.0323	2.15**	0.0481
-4	0.0046	0.76	0.1950	0.0149	1.07	0.0630
-3	0.0034	0.66	0.1984	0.0084	0.91	0.0714
-2	0.0147	1.92*	0.2131	0.0056	0.51	0.0770
-1	0.0180	1.71*	0.2310	-0.0016	-0.12	0.0754
0	0.0484	4.69***	0.2794	0.0198	1.10	0.0952
1	0.0250	3.88***	0.3044	-0.0275	-1.84*	0.0676
2	0.0048	0.90	0.3092	-0.0073	-0.64	0.0604
3	0.0078	1.08	0.3169	-0.0006	-0.08	0.0598
4	-0.0100	-1.37	0.3070	0.0165	1.70	0.0763
5	-0.0127	-2.65**	0.2943	0.0057	0.56	0.0820
<중략>						
25	-0.0115	-1.87*	0.2868	-0.0128	-1.07	0.0809
26	-0.0034	-0.54	0.2835	0.0232	1.62	0.1041
27	-0.0039	-0.6	0.2796	-0.0002	-0.02	0.1039
28	-0.0145	-2.71**	0.2651	0.0163	1.51	0.1202
29	-0.0008	-0.11	0.2643	0.0002	0.02	0.1204
30	-0.0039	-0.57	0.2605	0.0145	1.40	0.1349
31	0.0077	1.12	0.2682	0.0057	0.50	0.1407
32	-0.0048	-0.83	0.2633	-0.0073	-0.68	0.1333
<중략>						
45	-0.0040	-0.69	0.2144	-0.0107	-1.43	0.0852
46	0.0049	1.09	0.2192	-0.0117	-1.08	0.0734
47	0.0004	0.07	0.2197	0.0030	0.25	0.0764
48	0.0021	0.39	0.2218	-0.0098	-1.40	0.0666
49	-0.0049	-0.97	0.2169	0.0019	0.15	0.0684
50	0.0104	1.40	0.2273	-0.0122	-1.80*	0.0562

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

투자자 보호(대상기업의 관리지정 대비, 우선주 및 보통주의 상장폐지 우려에 따른 자사주 매입 등)라는 목적에서는 사건일의 공시효과는 10.0%(t=3.05)로 유의한 양의 초과수익률을 보이고 있으나, 지주회사 요건 충족이라는 목적에서는 -3.8%(t=-2.65)로 유의한 음의 초과수익률과 CAAR(-2, +2일)에서도 -5.0%(t=-2.22)로 유의한 음의 초과수익률을 나타내고 있다. 이러한 결과는 투자자 보호라는 목적이 대부분 기업가치 대비 주가의 과다하락, 관리지정, 상장폐지 우려에 대한 제의기업의 대상기업에 대한 주가관리 차원에서 자사주 매입(self tender-offer)의 형식으로 이루어져 공시효과 면에서 긍정적으로 작용하고 있음을 알 수 있다. 한편 지주회사 요건 충족은 기업의 자율적 결정보다는 제도적 환경에 의한 타율적 상황에 의한 결과이고 특히 현실적으로 신주발행에 의한 주식스왑방식의 사용으로 인한 부정적인 신호효과가 나타난 것으로 판단된다.

<표 V-6> 제의기업 목적별 분류의 초과수익률

목적별 분류	AAR(t=0일)	t(AAR)	CAAR(t=-2, 2일)	t(CAAR)
1. 경영권 안정	-0.00126	-0.16	-0.01756	-0.92
2. 경영권 참여	0.00208	0.12	-0.00084	-0.04
3. 상장 폐지	-0.01999	-2.76	-0.00441	-0.49
4. 투자자 보호	0.10005	3.05*	0.15172	1.92
5. 지주회사 요건충족	-0.03771	-2.65**	-0.05027	-2.22*
	평균 차이값	다중비교분석 <sup>20)</sup> (LSD)값	평균 차이값	다중비교분석(LSD)값
차 이 검 정	1과2	-0.00334 (-0.03981 0.03313)	-0.01672	(-0.08700 0.05356)
	1과3	0.01873 (-0.02827 0.06617)	-0.01314	(-0.10457 0.07829)
	1과4	-0.10131 (-0.14177 -0.06085)***	-0.16927	(-0.24724 -0.09130)***
	1과5	0.03645 ( 0.00696 0.06594)***	0.03272	(-0.02411 0.08954)
	2와3	0.02207 (-0.03049 .07463)	0.00358	(-0.09771 0.10486)
	2와4	-0.09797 (-0.14432 -0.05162)***	-0.15255	(-0.24187 -0.06322)***
	2와5	0.03979 ( 0.00262 0.07695)***	0.04943	(-0.02219 0.12105)
	3과4	-0.12004 (-0.17544 -0.06464)***	-0.15613	(-0.26289 -0.04936)***
	3과5	0.01772 (-0.03026 0.06570)	0.04586	(-0.04660 0.13832)
4와5	0.13776 ( 0.09667 0.17885)***	0.20198	( 0.12281 0.28116)***	

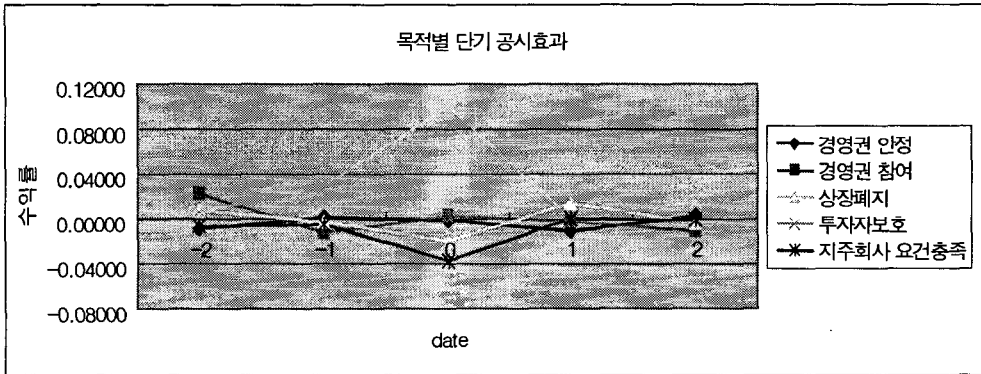
주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

20) 다중비교검정(multiple comparison test)은 비교대상 집단의 수가 3개 이상일 때, 두 집단씩 짝을 지어 상호간의 차이를 검정하는 방법을 말한다. t-test를 세 집단 이상일 때 사용할 경우 각 집단의 자료들이 하나의 가설검정에만 사용되어야 한다는 가설검정의 기본원칙에 어긋나게 되어 각각의 t-test결과가 제시하는 p-value들이 실제 얻어야 하는 값보다 과도하게 작게 나타나게 된다. 따라서 반복되는 여러 번의 검정에 대한 정확한 p-value를 얻기 위해 adjusted p-value를 계산해 주는 다중비교분석을 본 연구에서는 사용하였다.



다중비교 분석차이 검정결과, 투자자 보호의 경우 다른 목적들과 비교하여 모두 유의하게 높은 값을 나타내는 반면 지주회사요건충족의 경우 상장 폐지의 경우만 제외하고 다른 목적들보다 유의하게 낮은 값을 보여주고 있다. 특히 지주회사요건 충족의 경우 공시효과가 다른 목적의 경우 보다 더 낮으며 그 값도 유의한 음(-)의 값을 나타내는 것은 시장의 자율적 공개매수의 경우보다 제도적 요건을 충족시키기 위한 타율적인 공개매수는 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 점을 시사한다. 이러한 결과는 정책 당국이 제도적 장치를 입안할 경우 기업가치에 미치는 영향과 자본시장의 자율기능을 심각하게 고려하여야 한다는 것을 의미한다.

[그림 V-5] 제의기업 목적별 분류의 단기 공시효과



② 대상기업

공개매수 대상기업에서 목적별 분류에 따른 공시(사건일) 시점에서의 단기 주가반응을 분석한 결과는 <표 V-7>과 같다. 그림으로 표현하면 [그림 V-6]과 같다.

투자자 보호 목적에서는 13.67%(t=57.43), 상장폐지 목적에서는 8.96%(t=2.27), 경영권 참여(인수) 목적에서는 4.87%(t=2.48)로 유의적인 양의 초과수익률을 나타내고 있으며 경영권 안정 목적에서는 1.78%, 지주회사 요건충족 목적에서는 1.56%로 비유의적인 초과수익률을 나타내고 있다. CAAR(-2, +2일)에서도 23.47%에서 -2.07%까지 매우 큰 격차를 보이고 있다.

이 결과에서 나타난 흥미로운 발견은 공시(사건일) 시점에서 나타난 초과수익률이 목적별로 모든 경우에 양의 초과수익을 보이고 있으나 상당한 차이가 발견되었다는 사실이다. 투자자보호, 상장폐지, 경영권참여(인수) 목적의 경우에는 시장 반응이 매우 긍정적인 반응으로 작용하지만, 경영권 안정과 지주회사요건 충족의 목적에서는 미미한

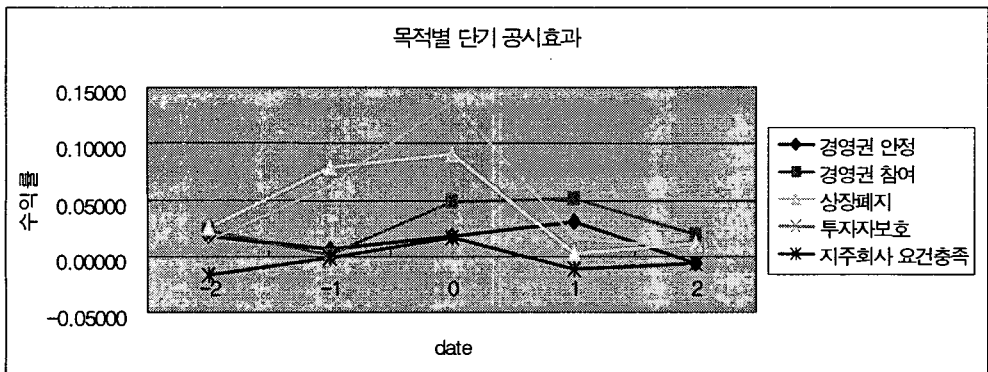
반응을 보이고 있으며 결과치도 비유의적으로 나타남을 알 수 있다. 다중비교 분석차이 검정결과, 목적별로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 특히 투자자 보호의 경우 상장 폐지경우만 제외하고 다른 모든 목적들보다 유의하게 높은 값을 나타내고 있다.

<표 V-7> 대상기업 목적별 분류의 초과수익률

목적별 분류	AAR(t=0일)	t(AAR)	CAAR(t=-2, 2일)	t(CAAR)
1. 경영권 안정	0.01783	1.76	0.06476	2.49**
2. 경영권 참여	0.04868	2.48**	0.14176	3.04**
3. 상장 폐지	0.08960	2.27*	0.20608	2.46*
4. 투자자 보호	0.13668	57.43***	0.23468	5.8**
5. 지주회사요건충족	0.01564	1.27	-0.02074	-0.87
	평균 차이값	다중비교분석(LSD)값	평균 차이값	다중비교분석(LSD)값
차이 검정	1과2	-0.03085 (-0.06838 0.00667)	-0.07700	(-0.16513 0.01112)
	1과3	-0.07177 (-0.12070 -0.02285)	-0.14131	(-0.25622 -0.02641)***
	1과4	-0.11885 (-0.17191 -0.06578)***	-0.16991	(-0.29455 -0.04528)***
	1과5	0.00219 (-0.04377 0.04814)	0.08550	(-0.02243 0.19343)
	2와3	-0.04092 (-0.08984 0.00800)	-0.06431	(-0.17922 0.05059)
	2와4	-0.08799 (-0.14106 -0.03493)***	-0.09291	(-0.21754 0.03172)
	2와5	0.03304 (-0.01291 0.07900)	0.16250	( 0.05457 0.27043)***
	3과4	-0.04707 (-0.10873 0.01458)	-0.02860	(-0.17341 0.11621)
	3과5	0.07396 ( 0.01831 0.12962)***	0.22681	( 0.09610 0.35753)***
	4와5	0.12104 ( 0.06171 0.18036)***	0.25541	( 0.11607 0.39475)***

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

[그림 V-6] 대상기업 목적별 분류의 단기 공시효과



(2) 성격별 분류 단기 공시효과

공개매수의 성격별 분류에 따른 공시(사건일)시점에서의 단기 주가 반응을 분석한 결과는 <표 V-8>과 같다. 제의기업의 사건일의 공시효과는 우호적 공개매수의 경우에는 -0.46%, 적대적 공개매수의 경우에는 0.79%의 비유의적인 값을 나타내고 있고 CAAR(-2, +2일)에서도 거의 비슷하게 나타났으나 국내에서는 제의기업에서 우호적인 공개매수와 적대적 공개매수간의 유의한 차이는 발견할 수 없었다. 또한 대상기업에서 사건일의 공시효과는 우호적 공개매수일 경우에 4.40%(t=3.28)와 적대적 공개매수일 경우에 5.54%(t=3.36)로 각각 유의적인 양의 초과수익률을 보이고 있고, CAAR(-2, +2일)에서는 적대적인 공개매수일 경우 우호적 공개매수보다 거의 2배에 가까운 더 높은 누적초과수익률을 나타내고 있다. 이러한 결과는 시장에서 적대적 공개매수가 대상기업의 기업가치에 대해 더 높은 공시효과로 작용하는 것으로 평가된다. 그러나 차이검정에서 두 집단 간의 유의한 차이를 발견할 수 없었다.

<표 V-8> 성격별 분류에 따른 초과수익률

성격별 분류	제의기업			대상기업		
	사건일(t=0일)	표본수	AAR(t=0일)	t(AAR)	표본수	AAR(t=0일)
1. 우호적 공개매수	20	-0.00461	-0.36	24	0.04397	3.28***
2. 적대적 공개매수	6	0.00795	0.67	15	0.05544	3.36***
차이검정		-0.01256	-0.72		-0.01147	-0.54
사건일(t=-2,2일)	표본수	CAAR(t=-2,2일)	t(CAAR)	표본수	CAAR(t=-2,2일)	t(CAAR)
1. 우호적 공개매수	20	-0.00808	-0.37	24	0.08589	3.19***
2. 적대적 공개매수	6	0.00740	-0.51	15	0.15077	3.62***
차이검정		-0.01548	-0.38		-0.06488	-1.31

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

(3) 인수(지급)방법 분류 단기 공시효과

공개매수의 인수(지급)방법별 분류에 따른 공시일 전·후의 단기 공시효과는 <표 V-9>와 같다. 먼저, 공개매수 제의기업에서 사건일의 공시효과는 주식교부 방법을 사용할 때, -3.42%(t=-2.96)로 유의적인 음의 초과수익률과 CAAR(-2, +2일)에서도 -4.11%(t=-2.17)로 유의한 음의 초과수익률을 나타내고 있다.

이 결과는 Travlos(1987)가 인수제의기업의 지급수단 역할에 대한 연구에서 대개 합병제의(merger proposal)와 공개매수제의(tender-offer proposal)의 실증결과가 구분된다는 사실에 유의하여 지급수단과 인수제의기업의 주주부와의 직접적인 관계에 대한

실증연구의 결과와 일치한다. 그는 합병과 공개매수제의라는 인수방법에 따라 결과 값이 다르게 나타나는 것은 지급수단의 차이에 기인하고 있기 때문이라고 주장하였다. 즉 보통주를 교부한 기업의 초과수익률은 (0)일에 -0.69%로 유의적이었으며, -1일에도 -0.78%로 유의적으로 나타났다. 또한 합병의 관하여 연구를 한 Asquith, Bruner & Mullins(1990)도 대상기업의 주주와 마찬가지로 제의기업의 주주에 대해서도 현금매수 제시가 상대적으로 높은 초과수익률이 나타났음을 확인하였다.<sup>21)</sup>

이러한 결과는 국내에서도 보통주식 교부기업과 현금지급기업 간에 공시일(0일)과 CAAR(-2, +2일)에서 각각 5.27%(t=3.06)와 5.95%(t=1.96)의 유의적인 차이가 있음을 발견한 것으로 정보비대칭 하에서 지급수단이 시장에 가치 있는 정보를 전달하는 신호 효과를 갖는다는 점을 시사하는 증거로 해석할 수 있다.<sup>22)</sup>

결국 지급수단제의가 제의기업의 합병 전 가치에 대한 사전정보를 알리는 신호전달의 역할을 한 것으로 판단되며, 이미 목적별 분류에서의 지주회사 요건 충족의 결과와 밀접한 관련성을 내포하고 있다는 것이다. 국내 시장에서 공개매수의 경우에 주식교부의 방법은 지주회사 요건 충족의 경우에만 사용되었다는 사실에서 의미 있는 증거의 발견이라 할 수 있으며, 앞에서 언급한 국내의 연구결과가 외국의 결과보다 상당히 낮은 이유에 대한 해석을 가능하게 하는 변수로 이해할 수 있는 것이다.

<표 V-9> 인수(지급)방법별 분류에 따른 초과수익률

지급방법별 분류	제의기업			대상기업		
	표본수	AAR(t=0일)	t(AAR)	표본수	AAR(t=0일)	t(AAR)
사건일(t=0일)						
1. 현금지급	16	0.01857	1.45	32	0.05652	4.75***
2. 주식교부	10	-0.03416	-2.96**	7	0.01117	0.99
차이검정		0.05273	3.06***		0.04535	1.73*
사건일(t=-2,2일)						
1. 현금지급	16	0.01836	0.78	32	0.13761	5.36***
2. 주식교부	10	-0.04110	-2.17*	7	-0.01149	-0.52
차이검정		0.05946	1.96*		0.14915	2.65**

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

21) CAAR 2일간에서 All : -0.85%, Cash : +0.20%, Common Stock : -2.40%, Common Stock & Cash : -1.47%, Common Stock & Other : -3.57%가 된다는 연구 결과를 발표함.

22) Hansen(1987)은 M&A의 거래과정을 정보비대칭 하에서 두 당사자 간의 협상게임으로 보고 자기기업의 가치정보를 잘 알고 있는 제의기업의 경영자는 가장 유리한 지급수단을 제시할 것이라고 가정, 실제기업의 내재가치보다 주식이 높게 평가되면 주식지급을 제의한다고 설명함. 즉 주식지급제이는 제의기업의 내재가치가 투자자가 추정하는 수준(또는 시장에서 형성된 주가)보다 더 낮다는 의미로 받아들여 악재로 작용하여 주가가 하락한다고 주장함.

또한 공개매수 대상기업에서 사건일의 단기 주가반응을 분석한 결과에서도 현금지급의 경우에만 5.65%(t=4.75)로 유의적인 양의 초과수익률과 CAAR (-2, +2일)에서 13.76%(t=5.36)로 유의적인 양의 초과수익률로 나타나고 있다. 전체표본의 경우와 비슷한 결과를 보여주고 있다. 주식교부의 경우는 1.12%의 비유의적인 양의 초과수익률을 보여준다. 두 집단 간의 차이검정에서도 공시일(0일)과 CAAR(-2, +2일)에서 각각 유의한 4.54%(t=1.73)와 14.92%(t=2.65)의 뚜렷한 차이를 보여주고 있다.

(4) 25% 의무공개매수제도의 폐지 전·후 단기 공시효과

공개매수에 관한 주요개정 전·후에 따른 단기 공시효과 분석은 <표 V-10>과 같다. 공개매수 제의기업에서 공시일 전·후의 단기 공시효과는 1998년 이전 및 이후 모두 전체표본의 경우와 거의 비슷하게 나타났으며, 차이 검정 결과에서도 유의한 차이를 발견할 수 없었다. 이는 공개매수 제의기업에서 증권거래법 개정에 따른 주가수익률이 정상수익률에 크게 벗어나지 않아 유의적인 초과수익을 얻지 못하고 있음을 보여주는 것이다.

공개매수 대상기업에서 사건일의 공시효과는 개정 전(1998년 이전)의 경우 2.78%(t=2.43), 개정 후(1998년 이후)의 경우 7.24%(t=4.38)로 모두 유의적인 양의 초과수익률로 나타나고 있으며 CAAR(-2, +2일)에서도 9.96%(t=3.30), 12.40%(t=3.37)로 모두 유의적인 양의 초과수익률을 보여주고 있다. 이 결과는 개정이후 자본시장이 공개매수에 대해 좀 더 민감하게 반응하는 증거라 할 수 있을 것이다. 두 집단 간의 차이검정에서는 공시일(0일)에서만 유의한 차이가 발견되고 있다.

<표 V-10> 개정 전·후 분류에 따른 초과수익률

개정 전·후 비교	제의기업			대상기업		
	표본수	AAR(t=0일)	t(AAR)	표본수	AAR(t=0일)	t(AAR)
사건일(t=0일)						
1. 98년 이전	10	-0.00260	-0.34	21	0.02777	2.43**
2. 98년 이후	16	-0.00115	-0.07	18	0.07242	4.38***
차이검정		-0.00145	0.07		-0.0445	-2.22**
사건일(t=-2, 2일)						
1. 98년 이전	10	-0.01791	-1.06	21	0.09956	3.30***
2. 98년 이후	16	0.00387	0.15	18	0.12402	3.37***
차이검정		-0.02178	-0.61		-0.02446	-0.51

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

## 2) 공개매수의 (-50, +50)일 효과 검증

### (1) 목적별 분류 (-50, +50)일 공시효과

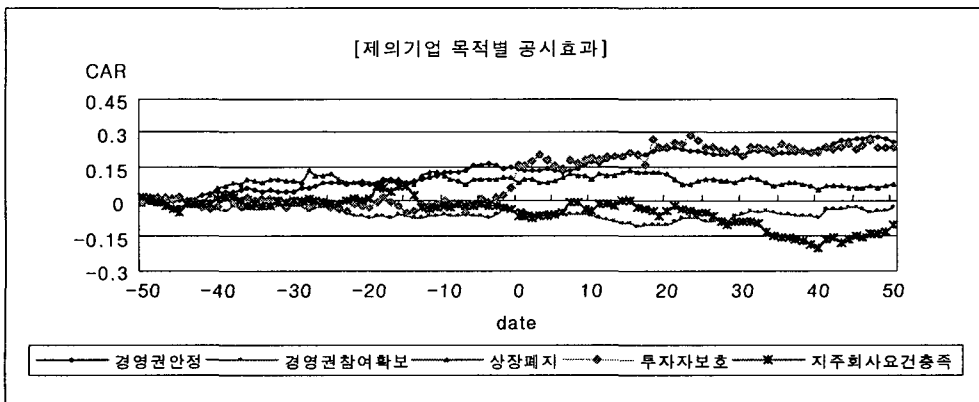
#### ① 제의기업

공개매수 제의기업의 목적별 분류에서의 결과는 [그림 V-7]과 같이 나타난다. 경영권 참여(인수)와 지주회사 요건 충족을 제외한 나머지 경우에 있어 초과이익률의 크기에는 차이가 있지만 거의 같은 방향으로 움직임을 보이고 있다. 그러나 표본의 CAAR(-50, +50일)의 누적초과이익률에서는 목적별로 분명한 차이를 나타낸다.

경영권 안정의 목적에서는 -47일부터, 상장폐지의 목적에서는 -41일부터, 투자자 보호의 목적에서는 -3일부터 누적초과이익률이 양(+)의 값으로 전환하여 제의기업의 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있으나, 경영권 참여와 지주회사 요건 충족의 목적 하에서 행해진 경우에는 거의 전 구간에서 음(-)의 누적초과이익률로 기업가치에는 부정적인 영향으로 나타나고 있음이 발견된다.

특히 경영권 참여(인수)의 경우, 거의 전 구간에서 제의기업은 음의 누적초과이익률로 나타나고 있다. 이 점은 공개매수제도가 제의기업 입장에서 가장 비용이 많이 드는 적극적인 M&A의 의사표현이기 때문이다. 통상적으로 공개매수 성공을 위해 시장가격보다 높은 공개매수가격을 호가해야 하기 때문에 매수대상기업의 주가는 급등하게 되고 제의기업은 그 만큼의 비용을 지불하여야 한다는 제도적인 현상에 기인 한다고 설명할 수 있다<sup>23)</sup>.

[그림 V-7] 공개매수 제의기업의 (-50, +50)일 목적별 공시효과



23) Jarrel, Brickley and Netter(1988)의 연구에 의하면 미국의 경우 프리미엄의 수준이 60년대 19%, 70년대 35%, 80년대 전반부 30%로 나타나고 있다.

이 결과는 상기에서 제기된 +7일에서 +21일까지의 추가상승에 대한 이유를 제공한다. 일반적인 합병의 경우에서 제의기업에 나타나는 결과와는 다르게 나타나는 것은 공개매수제도의 특성에 기인함을 알 수 있다. 합병의 경우에는 제의기업과 대상기업의 1:1의 관계성이 성립하지만 공개매수제도는 목적상(경영권 안정, 상장폐지, 투자자보호의 경우) 자사주 매입(self tender-offer)의 방식이 사용되는 등 당사자 간의 거래가 포함되기 때문이다. 또한 상장폐지 목적의 경우를 제외한 나머지 경우에 +40일 전후에서의 추가적인 상승국면이 나타나고 있다.

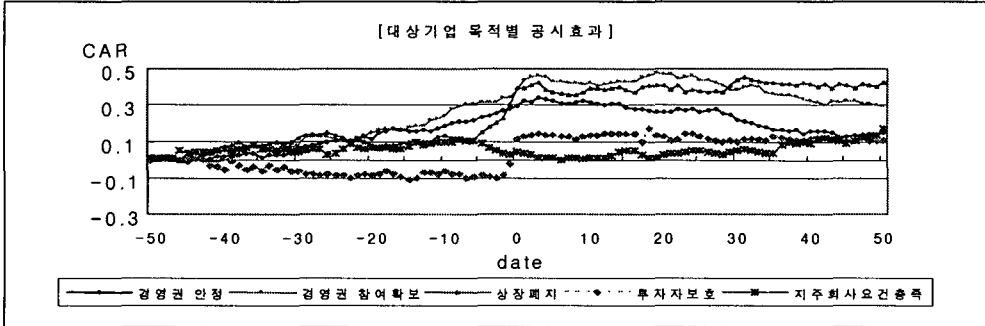
## ② 대상기업

공개매수 대상기업의 목적별 분류에 따른 공시효과는 [그림 V-8]과 같이 나타났다.

첫째, 공시(사건일)시점 전(-50, -1)일까지의 누적 초과수익률(CAAR)을 살펴보면 전체 표본에서 23.10%인데 비해 경영권 안정 목적에서는 29.7%, 경영권참여 목적에서는 33.7%, 상장폐지 목적에서는 30.5%로 내부자 거래로 짐작되는 사전 정보의 주가 반영이 매우 크게 나타나고 있다. 반면에 투자자보호 목적(관리종목 지정대비, 보통주 우선주의 상장폐지에 대비하여 제의기업이 한 조치)의 경우는 -2.3%인데 이는 공개매수 제의기업이 대상기업의 투자자 보호를 위해 자기 공개매수(self tender-offer)방법을 포함한 공개매수제도를 적극적으로 활용하였다는 증거로 해석된다.

둘째, 누적초과수익률이 최고치를 달성한 시점에서도 많은 차이를 보이고 있다. 경영권 안정 목적에서는 +3일째 33.9%, 경영권 참여 목적에서는 +19일째 47.5%, 상장폐지 목적에서는 +30일째 44.3%, 투자자보호 목적에서는 +18일째 16.9%를 실현한 후 하락국면으로 전환 내지 횡보하는 것으로 나타나고 있으며 지주회사 요건 충족 목적에서는 +34일째 +3.78%를 저점으로 하여 추가적 상승으로 전환한 후 +50일째 17%로 최고치에 이르고 있다. 특히 적대적 M&A의 대표적 사례인 경영권 참여 목적 이외에 상장폐지 목적에서 +30일째 44.3%의 누적초과수익률로 나타남은 의미 있는 현상이다. 이는 제의기업이 대상기업을 상대로 상장폐지의 목적으로 공개매수를 실시할 때는 이미 어느 정도의 지분이 확보되어 있을 뿐 아니라 공개매수가격(프리미엄)도 상대적으로 높은 편이다. 실무에서도 그러한 종목들은 이미 환금성이 부족하며 제시된 가격도 대상기업 주주입장에서 유리한 가격인 바 공개매수에 응하는 경우가 대부분이다. 한편 지주회사 요건충족 목적에서 누적초과 수익률이 가장 낮은 것으로 나타났는데 이는 대상기업의 가치와는 무관하게 요건 충족을 위한 형식적인 차원에서 공개매수제도를 활용한 결과로 판단된다.

[그림 V-8] 공개매수 대상기업의 (-50, +50)일 목적별 공시효과

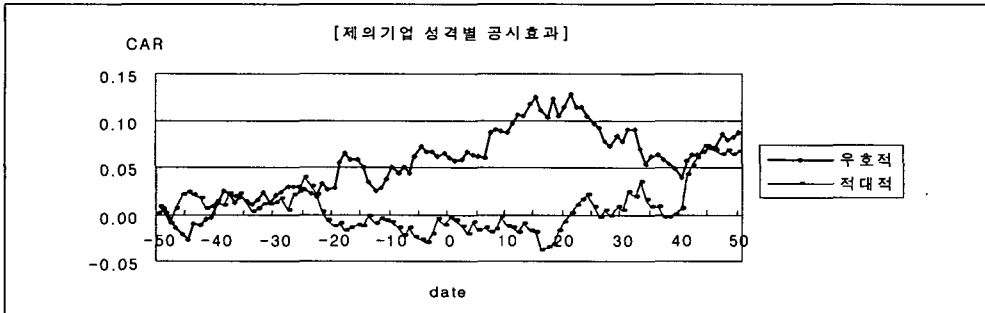


(2) 성격별 분류 (-50, +50)일 공시효과

① 제의기업

공개매수 제의기업의 성격별 분류에서의 결과는 [그림 V-9]와 같이 나타난다. 이 결과는 적대적 공개매수가 우호적 공개매수에 비해 공개매수 시 들어가는 비용이 과다하여 제의기업의 기업가치에 불리하게 작용하고 있음을 보여주고 있다.

[그림 V-9] 공개매수 제의기업의 (-50, +50)일 성격별 공시효과

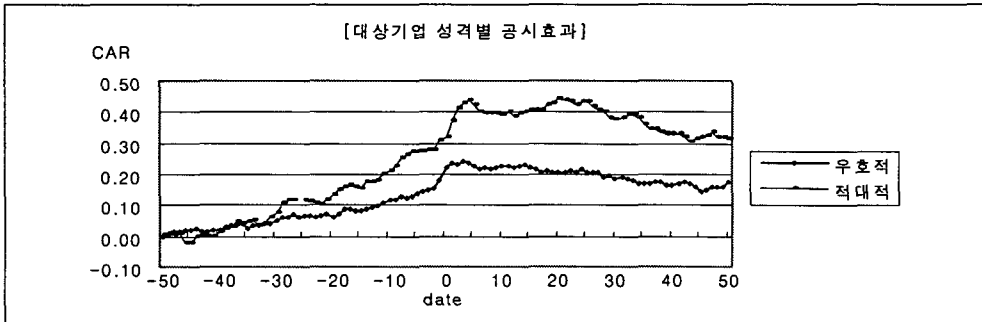


② 대상기업

공개매수 대상기업의 성격별 분류에서의 결과는 [그림 V-10]과 같이 나타난다. 누적초과 수익률이 적대적 공개매수의 경우 +4일째 43.6%에서 고점을 형성 후 +20일째 44.0%로 최고치를 나타내고 있으며, 우호적 공개매수의 경우는 +3일째 24.2%로 최고치를 나타내고 있다. 이 결과에서 공개매수 대상기업은 우호적 공개매수 보다 적대적 공개매수의 경우에 시장에서 거의 2배 정도의 더 높은 긍정적인 공시효과로 나타나고 있다. 이는 대상기업의 경영진 내지 주주들의 어느 정도의 방어 전략을 포함한 저항이 작용하고 있다는 것을 시사한다.



[그림 V-10] 공개매수 대상기업의 (-50, +50)일 성격별 공시효과

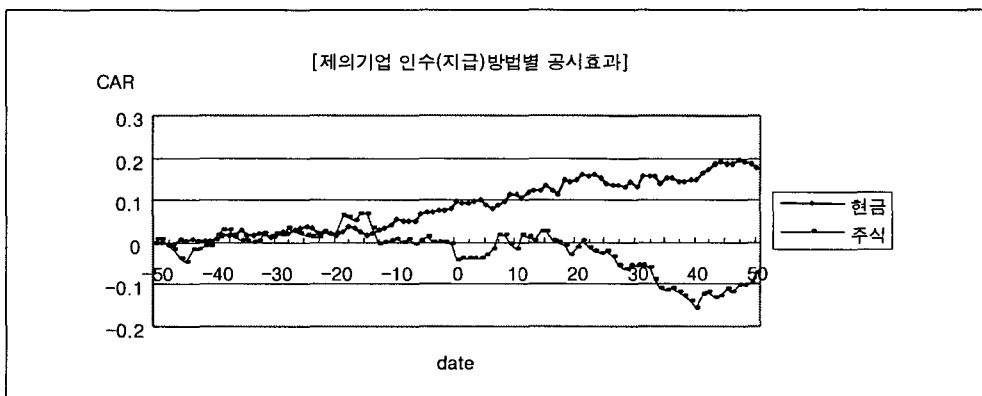


(3) 인수(지급)방법 분류 (-50, +50)일 공시효과

① 제의기업

공개매수 제의기업의 인수방법별 분류에서의 결과는 [그림 V-11]과 같다. [그림 V-11]은 주식교부방법이 현금지급방식보다 기업가치에 불리하게 작용하고 있음을 나타내고 있다. 이러한 결과는 지급수단의 선택이 어느 정도 기업가치에 대한 신호역할을 하고 있음을 보여주는 증거로 해석된다. 이러한 결과는 Loughran & Vijh(1997)가 M&A후 주식을 교부한 기업의 초과수익률보다 현금을 지급한 기업의 초과수익률이 더 높게 나타나는 것을 발견한 것과 일치하는 결과이다.<sup>24)</sup>

[그림 V-11] 공개매수 제의기업의 (-50, +50)일 인수(지급)방법별 공시효과

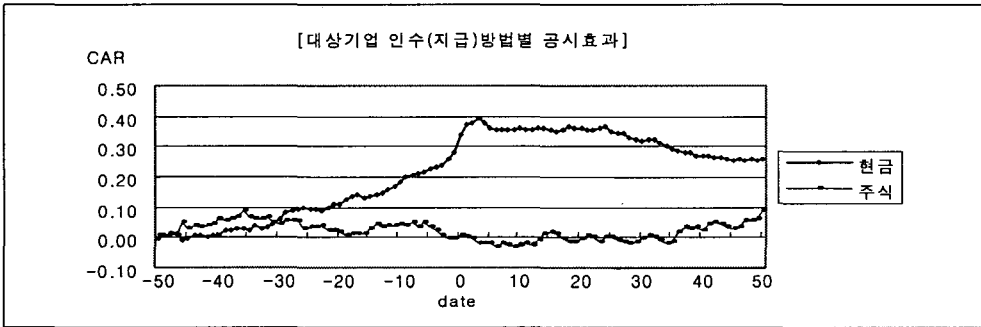


24) Loughran & Vijh(1997)는 인수방식을 합병과 주식공개매수로 나누고 지급형태를 주식과 현금으로 구분하여 M&A이후 5년간의 수익률 변화를 연구한 결과 평균적으로 주식을 교부한 기업의 초과수익률은 유의적인 -25.0%를, 현금을 지급한 기업은 유의적인 61.7%의 초과수익률을 나타냈음을 보고하고 있다.

② 대상기업

공개매수 대상기업의 인수방법별 분류에서의 결과는 [그림 V-12]와 같다. 누적 초과수익률이 현금지급방법의 경우 +3일째 39.06%로 최고치를 보여주며, 주식교부방법의 경우는 거의 초과수익률을 보여 주지 못 하다가 +36일째부터 양 전환하여 지속 상승국면을 보여주고 있다. 이 결과에서도 제의기업에서와 같이 인수(지급)방법 분류 중 주식 스왑방식의 사용은 지주회사 요건 충족이라는 목적에서만 사용된 것과 연관성이 있는 것으로 판단된다.

[그림 V-12] 공개매수 대상기업의 (-50, +50)일 인수(지급)방법별 공시효과

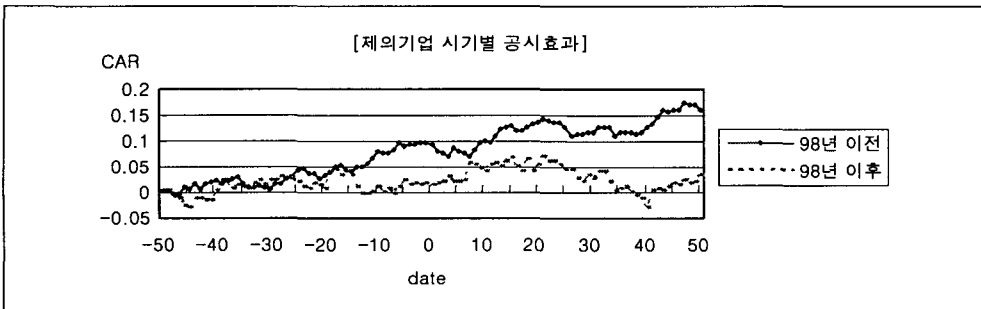


(4) 25% 의무공개매수제도의 폐지 전·후 (-50, +50)일 공시효과

① 제의기업

25% 의무공개매수제도의 폐지 전·후의 공시효과 결과는 [그림 V-13]과 같다. [그림 V-13]은 25% 의무공개매수제도의 폐지 이후의 누적초과수익률이 폐지 이전보다 상대적으로 낮게 나타나고 있음을 보여주고 있다.

[그림 V-13] 공개매수 제의기업의 (-50, +50)일 개정 전·후 비교별 공시효과

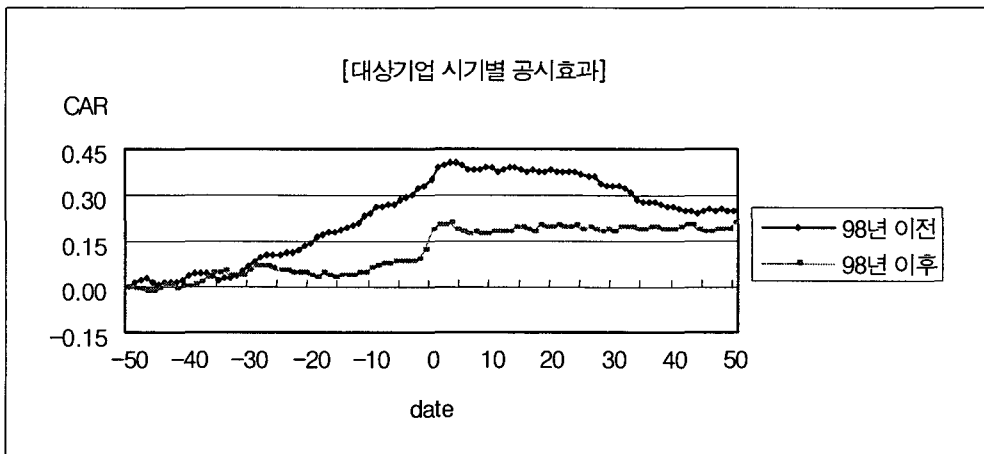


② 대상기업

25% 의무공개매수제도의 폐지 전·후 대상기업의 공시효과 결과는 [그림 V-14]와 같다. 개정 이전의 경우는 +4일째 40.79%까지 과도한 상승 후 하락하는 양상이며, 개정 이후의 경우에는 +3일째 21.09% 까지 상승 후 20%대 전후 수준에서 안정적인 초과수익률을 나타내고 있다.

이러한 공개매수 대상기업만의 분석결과로 보면 개정 이전의 경우 공개매수가 대상기업에 유리하도록 되어있어 과도한 비용 지급이 수반되었으나, 개정 이후 오히려 제의기업에 유리하도록 변화되어 매수비용을 줄이는 현상을 초래한 것으로 해석되고, 이는 개정 후 공개매수제도가 M&A시장의 활성화에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 판단되어야 된다. 그러나 제의기업의 개정 전·후 비교 분석에서는 개정 이후가 개정전보다 더 유리하다는 증거는 발견되지 않았다. 이러한 결과는 공개매수제도가 지주회사 요건충족의 목적으로 집중적으로 사용된 기간이 증권거래법 개정 이후 기간인 2001년 이후부터 이고 지주회사 요건충족의 경우 제의기업에 불리하게 작용하였기 때문이다.

[그림 V-14] 공개매수 대상기업의 (-50, +50)일 개정 전·후 비교별 공시효과



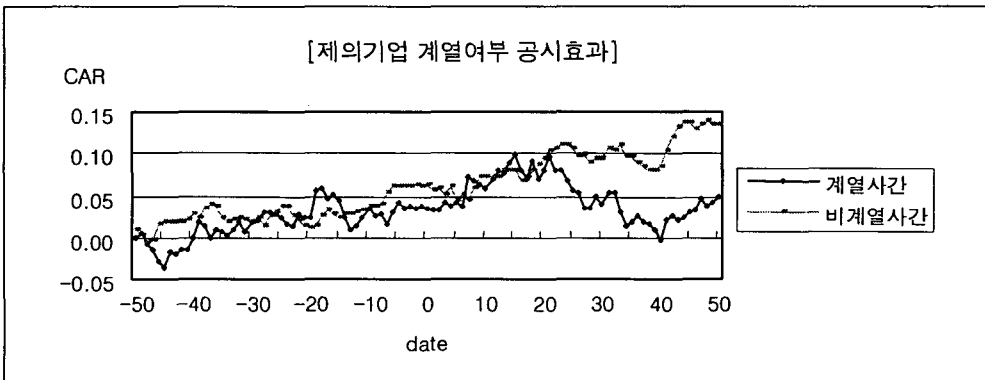
(5) 계열관련 여부 비교 (-50, +50)일 공시효과

① 제의기업

공개매수 제의기업의 계열사 간 또는 비계열사 간에 공개매수를 제의한 분류에서의 결과는 [그림 V-15]와 같이 나타난다. 일반적으로 합병의 경우에 기존관계가 전혀 없는 비계열사 간의 합병보다는 기존관계가 밀접한 계열사 간 또는 모회사-자회사간의

합병은 재무적 곤경을 겪고 있는 계열기업을 구제하거나 쉽게 지원을 할 수 있고, 절차 면에서 간단하며, 불확실성을 줄일 수 있고, 큰 저항 없이 합병이 가능할 뿐만 아니라 무엇보다도 기업 내용을 잘 알고 있으므로 시너지가 극대화될 수 있는 기업과 쉽게 합병할 수 있는 장점이 있다. 따라서 공개매수의 경우에도 위와 같은 경우가 성립되는지 여부를 분석하는 것은 의미있는 시도로 판단된다. 분석결과 공개매수 실시 기간 중에는 계열여부에 관계없이 두 기업 모두에서 기업가치가 증가하나 공개매수 완료전후 시점부터는 계열사 간의 공개매수제의보다 오히려 비계열사 간의 공개매수제의가 더 긍정적인 효과로 나타나고 있어 합병의 경우와는 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 존재하고 있음을 보여주고 있다.<sup>25)</sup>

[그림 V-15] 공개매수 제의기업의 동일계열 여부 비교별 공시효과

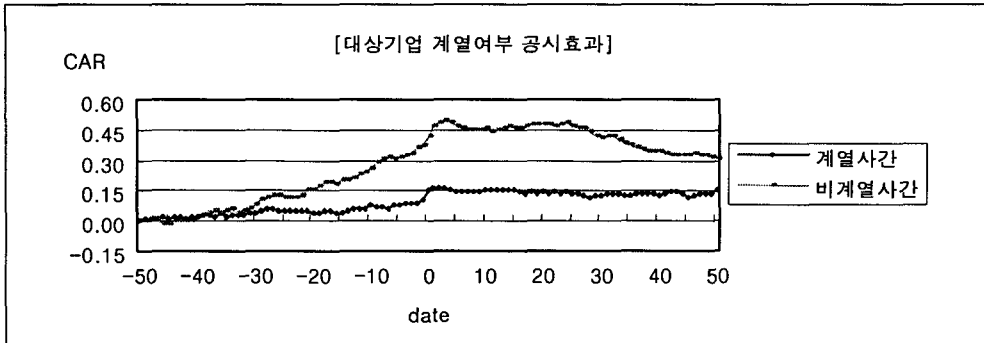


## ② 대상기업

공개매수 대상기업의 계열사 간 또는 비계열사 간 분류에서의 결과는 [그림 V-16]과 같이 나타난다. 분석결과 제의기업과는 달리 거의 전 구간에서 비계열사의 공개매수제의가 계열사 간의 공개매수제의보다 더 높은 공시효과로 나타나고 있다. 계열사 간의 공개매수가 지주회사 요건충족 등을 포함해 우호적인데 비하여 비계열사 간 공개매수가 대부분 적대적 공개매수인 바, 성격별 분류에 의한 결과와 비슷하게 나타나고 있다.

25) 합병의 경우와 비교하면 우리나라에서는 합병 당해기업들의 계열·비계열 여부가 합병 제의기업이나 합병 대상기업의 주주부의 변화차이를 잘 설명해주는 변수가 됨을 발견하였으며(김희석, 1990; 강준구, 1998; 등), 동일계열(30대 계열에 속하는 기업)들끼리 합병 시 합병 제의기업과 대상기업 모두에서 기업 주주들은 기대대로 양의 초과수익률을 얻는 것으로 확인되었다.(김희석과 조경식, 2002) 또한 Slovin and Sushka(1998)의 연구에서도 모회사와 자회사간에 합병한 경우 두 회사 모두에서 정(+)의 초과수익률을 확인하였다.

[그림 V-16] 공개매수 대상기업의 동일계열 여부 비교별 공시효과

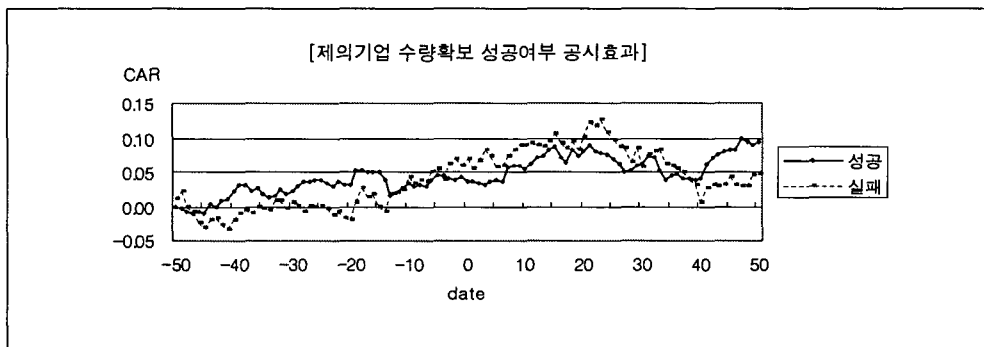


(6) 공개매수 목표수량 확보 성공여부 (-50, +50)일 공시효과

① 제의기업

공개매수의 실질적인 성공여부는 1년 후 기업가치의 변화에 따라 판단하는 것이 일반적이다. 따라서 시장에서 단번에 파악하기에는 어려운 것으로 인식된다. 하지만 공개매수 제도는 특성상 지정한 가격(공개매수가격)과 신고된 수량이 확정되어 있어 공개매수 시 제시한 목표수량의 최종 청약경쟁률을 기준으로 목표수량 확보의 성공여부의 분석도 의미를 가질 것이다.

[그림 V-17] 공개매수 제의기업의 목표수량 확보 성공여부 비교별 공시효과



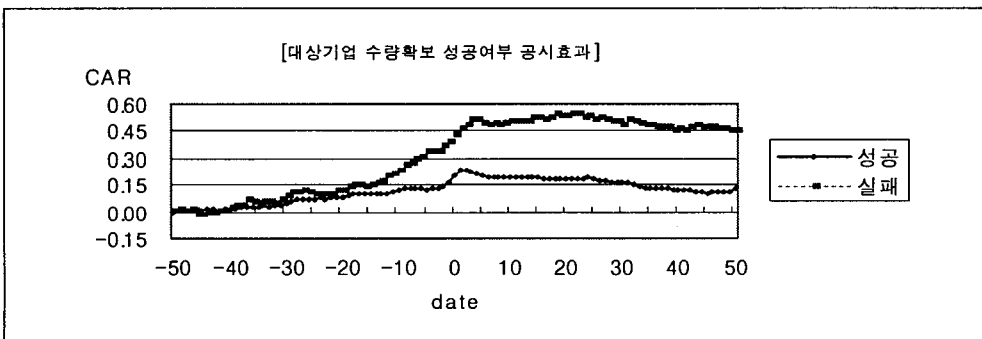
공개매수 제의기업 및 대상기업에 있어 목표수량 확보의 성공여부에 대한 단기공시 효과는 사후적으로 판단되기 때문에 별 의미를 부여할 수 없다. 공개매수 제의기업의 공개매수 대상기업에 대한 목표수량 확보의 성공여부 분류에서의 결과는 [그림 V-17] 과 같이 나타난다. 공개매수기간 중에는 수량 확보의 성공했을 경우 보다 실패의 경우

에 기업가치에 좀 더 높은 초과수익률(공정적)로 나타난다. 그러나 공개매수 기간이 끝난 후에는 실패의 경우 급락을 보여주고 있으나 성공 시에는 +40일부터 추가 상승하여 제의기업 기업가치에 긍정적인 영향으로 작용한다는 증거라 판단이다.

② 대상기업

공개매수 대상기업의 목표수량 확보의 성공여부 분류에서의 결과는 [그림 V-18]과 같이 나타난다. 공개매수 대상기업에서는 성공의 경우 보다 실패의 경우에 2배 이상의 누적초과수익률을 보여주며 누적초과수익률이 정점에 도달하는 기간이 더 긴 것으로 나타났다. 이러한 현상은 공개매수 시 실패의 경우 방어세력의 존재로 인하여 가격이 상승하는 결과에 기인한 것으로 판단된다.

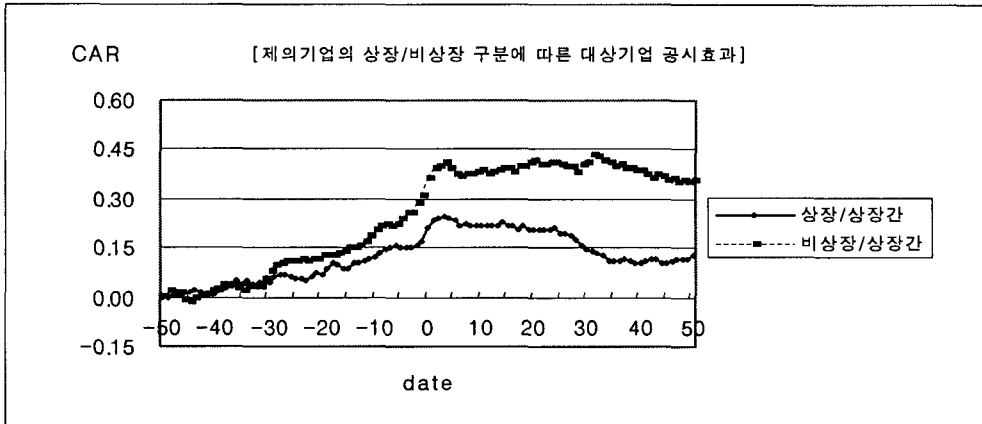
[그림 V-18] 공개매수 대상기업의 목표수량 확보 성공여부 비교별 공시효과



(7) 제의기업의 상장/비상장 구분에 따른 대상기업의 (-50, +50)일 공시효과  
 공개매수의 대상은 증권거래소 시장의 상장기업과 KOSDAQ 시장의 등록법인으로 국한되어 있다. 그러나 공개매수의 제외측은 국내 시장에서 상장기업 뿐만 아니라 비상장 기업이나 개인 대주주 및 2개 이상의 기업집단과 특수관계자가 연합하여 공개매수를 제외하고 있는 실정이다. 따라서 공개매수 제외기업의 상장여부에 따라 대상기업의 주가반응을 분석해 보는 것이 의미 있는 분석이 될 수 있다.

제의기업의 상장여부에 따른 분류에서의 결과는 [그림 V-19]와 같이 나타난다. 상장기업이 상장기업을 상대로 공개매수를 제외하는 것 보다 비상장기업이 상장기업을 상대로 공개매수를 제외하는 것이 대상기업 입장에서는 더 높은 누적초과수익률로 나타난다. 즉 제외기업이 상장기업일 경우보다 비상장기업일 때 공개매수 제외가 대상기업에 대한 더 큰 잠재가치를 현실화함을 보여주고 있다.

[그림 V-19] 제의기업의 상장/비상장 구분에 따른 대상기업의 공시효과



## VI. 결 론

본 연구는 한국증권선물거래소 상장기업을 대상으로 공개매수 공시가 기업가치에 미치는 영향을 연구하였다. 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 공개매수와 합병이 기업가치에 미치는 영향은 차별적인지를 규명하기 위하여 전체 표본을 분석한 결과에서 공개매수의 공시효과는 제의기업에서는 비유의적으로 나타났고, 대상기업에서는 유의한 양(+)의 초과수익률이 발견되었다. 이와 대조적으로 합병의 공시효과는 제의기업에서 유의한 양(+)의 초과수익률이, 대상기업에서는 비유의적으로 나타났다. 또한 공개매수가 대상기업과 제의기업을 합한 총 초과수익률에서 합병보다 높고, 그 대부분은 제의기업보다는 대상기업에서 발생한다는 것을 발견하였다. 이러한 결과는 공개매수와 합병이 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 존재하며, Berkovitch and Khanna (1991)의 모형에서 제시한 것처럼 공개매수는 합병보다 더 높은 시너지이익이 가능한 경우에 발생한다는 주장을 지지하는 증거로 해석된다.

둘째, 목적별 분류에 따른 공시효과는 제의기업과 대상기업 모두 투자자 보호 목적이 가장 높고 지주회사 요건 충족의 목적이 가장 낮은 것으로 나타나 타율적인 공개매수에 관해 자본시장이 부정적으로 반응한다는 사실을 발견하였다.

셋째, 공개매수의 성격별 분류 분석에서, 제의기업에서는 적대적 공개매수가 우호적 공개매수에 비해 기업가치에 불리하게 작용하고 대상기업에서는 오히려 적대적 공개매수일 때 기업가치에 유리하게 작용하는 것을 발견하였다. 이러한 결과는 적대적 공개

매수를 제의기업이 대상기업의 매수에 지나친 비용을 지출하는 것으로 자본시장이 해석하는 것으로 판단된다.

넷째, 인수(지급)방법별 분류 분석에서는 제의기업과 대상기업 모두 현금교부 방식이 주식교부방식보다 기업가치에 유리하게 작용하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 공개매수 시 지급수단(medium of payment)이 기업의 내재가치를 나타내는 신호적 역할을 수행하는 증거로 해석된다.

다섯째, 25% 의무공개매수제도의 폐지를 전·후한 분석에서는 제도 폐지 이후에 대상기업의 단기 공시효과가 제도 폐지 이전보다 더 높은 것을 발견하였다. 그러나 공시전후(-50,+ 50)일 분석에서는 제의기업과 대상기업 모두에서 제도 폐지 이후의 누적 초과수익률이 제도 폐지 이전보다 낮게 나타난 것을 발견하였다. 이러한 결과는 제도 폐지 이후의 공개매수가 주로 지주회사 요건충족의 경우가 많아, 이에 따른 부정적 효과에 기인하는 것으로 판단된다.

여섯째, 계열관련 여부에 따른 분석에서는 비계열사 간의 공개매수가 제의기업과 대상기업에서 모두 기업가치에 유리하게 작용하는 것으로 나타났으며, 특히 대상기업의 공시효과가 제의기업보다 더 높은 것을 발견하였다.

일곱째, 공개매수가 실패한 경우에 제의기업의 가치는 공개매수기간 중에 상승하였으나, 공개매수기간이 끝난 후에는 급락하였음을 발견하였다. 그러나 대상기업에서는 성공한 공개매수보다 실패의 경우에 2배 이상의 누적초과수익률을 보여주며 누적초과수익률이 정점에 도달하는 기간이 더 긴 것으로 나타났다. 이러한 현상은 공개매수 실패의 경우 방어세력의 존재로 인하여 가격이 상승하는 결과에 기인한 것으로 판단된다.

마지막으로 상장기업간의 공개매수 보다 비상장기업이 상장기업을 상대로 공개매수를 제의하는 경우, 대상기업의 공시효과가 더 높은 것을 발견하였다. 이는 비상장 제의기업이 대상기업의 잠재적 가치를 더 높게 인식하고 있음을 나타내는 증거로 해석된다.

본 연구의 한계는 다음과 같다.

첫째, 공개매수에 대한 표본 수의 제약과 2001년 이후에 발생한 건수가 반 이상이고 최근에 발생한 자료까지 포함하다 보니 공개매수 완료 후의 실질적인 성공·실패를 포함한 장기분석을 실행하지 못하였다.

둘째, KOSDAQ시장의 경우(현재까지 총 13건에 불과)는 샘플이 너무 적어 분석에서 제외하였다.

셋째, 기업의 재무적 특성을 공개매수와 연관하여 분석할 필요성이 있으나 수익률 검증에 국한하였다.



향후의 추가적인 연구과제 및 계획은 다음과 같다.

첫째, 합병과 공개매수사이의 선택결정에 관한 이론적 제 요소들에 대한 통합적 분석의 전제 속에 각 선택 기업별 재무적 특성과 연관하여 실증분석을 할 계획이다.

둘째, 최근자료까지 포함시켜 장기분석을 하지 못한 바, 추후 보완할 계획이다.

셋째, 대상기업에 대한 공개매수 프리미엄(premium)분석을 추가할 계획이다.

## 참 고 문 헌

- 강준구, “기업합병과 인수의 경제적 동기와 기업가치 증대요인”, 한국금융연구원 연구 보고서, 제2호, 1998.
- 강준구, 김진모, 배기홍, “기업집단과 대리인 문제 : 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교 연구”, 재무연구, 제14권 제2호, 2001, 49-88.
- 김경원, 김찬용, “사건연구에서의 주식성과 측정”, 증권학회지, 1997, 301-327.
- 김위생, 서점식, “증권시장개방과 M&A 공시효과”, 재무연구, 제13권 제2호, 2000, 245-275.
- 김희석, 기업합병 및 인수가 주주부에 미치는 영향, 서울대학교 대학원 박사학위 논문, 1990.
- 김희석, 조경식, “합병관련기업 기업가치 변화의 결정요인”, 재무관리연구, 제19권 제2호, 2002, 77-109.
- 김철중, 송명규, “M&A에 있어서 가격결정과 주가행태”, 재무연구, 제16권 제1호, 2003, 1-38.
- 나영호, 기업합병의 시너지효과와 부의 이전효과에 관한 실증적 연구, 홍익대학교 대학원 박사학위 논문, 1994.
- 송영균, 주상용, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구 : Cashflow를 중심으로”, 증권학회지, 제20권, 1997, 71-103.
- 이석규, 한국기업합병의 동기와 성과에 관한 실증적 연구, 연세대학교 대학원 박사학위 논문, 1989.
- 장봉규, 정두식, “증권거래법 개정과 합병공시효과”, 재무관리연구, 제21권 제1호, 2004, 59-86.
- 장영광, 기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구, 고려대학교 대학원 박사학위 논문.
- 정형찬, 박경희, “합병일 이후 합병기업 주가의 장기성과”, 재무관리연구, 제16권, 1999a, 83-114.
- 정형찬, 박경희, “한국기업지배권시장에서 합병이 새로운 부를 창출하는가?”, 재무관리연구, 제16권, 1999b, 119-156.
- 조경식, 박준철, 김희석, 이장형, “코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과”, 경영학연구, 제32권 제3호, 2003, 707-732.

- 조지호, 전상경, “기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제21권 제2호, 2004, 1-25.
- 최상덕, 기업합병의 성과 및 성과원인 변수에 관한 실증연구, 세종대학교 대학원 박사 학위논문, 1991.
- Agrawal, A., J. F. Jaffe, and G. N. Mandelker, “The Post-merger Performance of Acquiring Firms : A Re-examination of An Anomaly”, *Journal of Finance*, 47, (1992), 1605-1621.
- Asquith, P., “Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns”, *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 51-83.
- Asquith, P., R. F. Bruner, and D. W. Mullins, “The Gains to Bidding Firms from Merger”, *Journal of Financial Economics*, 11, (1983) 121-139.
- Asquith, P., R. F. Bruner, and D. W. Mullins, *Merger Returns and the Form of Financing*, Working Paper, Harvard Univ., (Aug.1990).
- Berkovitch, E. and N. Khanna, “A Theory of Acquisition Market : Mergers versus Tender Offers, and Golden Parachutes”, *The Review of Financial Studies*, 4(1), (1991), 149-174.
- Bradley, M., A. Desai, and E. H. Kim, “Synergistic Gains from Corporate Acquisition and Their Division between The Stockholders of Targets and Acquiring Firms”, *Journal of Financial Economics*, 21, (1988), 3-40.
- Bradley, M., A. Desai, and E. H. Kim, “The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?” *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 183-206.
- Bradley, M., A. Desai, and E. H. Kim, “Specialized Resources and Competition in the Market for Corporate Control”, *Working Paper* (University of Michigan, Ann Arbor, MI), 1982.
- Brown, S., and J. Warner, “Measuring Security Price Performance”, *Journal of Financial Economics*, 8, (1980), 205-258.
- Brown, S., and J. Warner, “Using Daily Stock Returns : The Case of Event Studies”, *Journal of Financial Economics*, 14, (1985), 3-31.
- Copeland and J. F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd. ed., Addison-Wesley, 1988.
- Dodd, P. “Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth”,

- Journal of Financial Economics*, (1980), 105-137.
- Dodd, P. and R. S. Ruback, "Tender Offers and Stockholder Returns", *Journal of Financial Economics*, 5, (1977), 351-373.
- Eckbo, E. B., "Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 241-273.
- Halpern, P. J., "Empirical Estimates of the Amount & Distribution of Gains to Companies in Mergers", *Journal of business*, (1983), 554-575.
- Hansen, R., "A Theory of Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions", *Journal of business*, 60, (1987), 75-95.
- Healy, P. M., K. G. Palepu, and R. S. Ruback, "Dose Corporate Performance Improve After Merger?", *Journal of Financial Economics*, 31, (1992), 135-175.
- Jarrell, Gregg, James Brickley, and Jeffry Netter, "The market for corporate control: The empirical evidence since 1980", *Journal of Economic Perspectives*, 2, (1988), 49-68.
- Jarrell, Gregg. and Annette. Poulsen, "Stock trading before the announcement of tender offers : Insider trading or market anticipation?", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 5, (1989a), 225-248.
- Jarrell, Gregg, and Annette, Poulsen, "The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades", *Financial Management* 18, (1989b), 12-19.
- Jensen, Michael C. and Richard S. Ruback, "The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 5-50.
- Keown, A. J. and J. M. Pinkerton, "Merger Announcements and Insider Trading Activity : An Empirical Investigation", *Journal of Finance*, 36(4), (1981), 855-868.
- Lang, L., R. Stulz, and R. Walkling, "Managerial Performance, Tobin's Q and The Gains from Successful Tender offers", *Journal of Financial Economics*, 24, (1989), 137-154.
- Loughran T., A. M. Vijh, "Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?", *Journal of Finance*, 52(2), (Dec. 1997), 1765-1790.
- Malatesta, P. H., "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, 11, (1983),

155-181.

Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W., "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions", *Journal of Finance*, 45, (1990), 31-48.

Rau, P. R. and T. Vermaelen, "Glamour, Value and The Post-acquisition Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, 49, (1998), 223-253.

Schwert, G. W., "Markup Pricing in Mergers and Acquisitions", National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA 02138, USA, (1996), 1-44.

Smith, R., and J. Kim, "The combined effect of free cash flow and financial slack on bidder and target stock", *Journal of Business*, (1994), 281-310.

Slovin, M. B. and Marie E. Sushka, "The Economics of Parent-subsiidiary Merger s : an Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 49, (1998), 255-279.

Travols, Nicholas G., "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firm's Stock Returns", *Journal of Finance*, 42, (Sep. 1987), 943-963.

## &lt;부록&gt; 공개매수현황 및 표본대상기업

구분	공개매수자	공개매수 대상기업	공시일자	매수기간
1	미국나이키사	삼나스포츠	1994.05.13	1994.05.25~06.13
2	한솔제지*	동해종금(한솔종금)*	1994.10.26	1994.11.09~11.28
3	원진/울산에너지	경남에너지*	1994.12.27	1995.01.11~02.02
4	쌍용증권*	인천투금(쌍용종금)*	1995.07.21	1995.08.07~08.26
5	쌍용화재*	인천투금(쌍용종금)*	1995.07.21	1995.08.07~08.26
6	한국제지*	동해펄프*	1995.07.24	1995.08.07~08.28
7	나산종합건설	한길종금*	1996.02.13	1996.02.28~03.18
8	큐닉스com	비티아이(범한정기)*	1996.07.29	1996.08.10~08.31
9	신무림제지*	동해펄프*	1996.08.09	1996.08.26~09.14
10	효진	향도종금*	1996.11.25	1996.12.05~12.24
11	서릉/윈덕제지/장상돈	향도종금*	1996.12.09	1996.12.19~1997.01.07
12	효진	향도종금*	1997.01.04	1997.01.15~02.03
13	화성산업*	대구종금*	1997.01.23	1997.02.04~02.24
14	태일정밀/동호*	대구종금*	1997.02.04	1997.02.06~02.25
15	농심가	농심*	1997.03.12	1997.03.25~04.14
16	신춘호외 3	울촌화학*	1997.03.12	1997.03.25~04.14
17	한미은행*	한미캐피탈*	1997.03.18	1997.03.31~04.19
18	이장한(회장)	종근당*	1997.03.31	1997.04.12~05.02
19	삼성전자*	AST(미국)	1997.04.15	1997년 상반기중
20	사보이호텔/건설	사보이*	1997.04.25	1997.05.06~05.26
	(정정)		1997.05.06	1997.05.15~06.04
21	사보이호텔/건설	사보이*	1997.06.18	1997.06.30~07.19
	(정정)		1997.07.03	1997.07.12~07.31
22	P&G	쌍용제지*	1997.10.28	1997.11.07~11.26
23	오리온전기*	한국전기초자*	1997.11.04	1997.11.14~12.03
24	유니온스틸*	연합철강*	2001.03.26	2001.04.02~04.21
25	LG*	LG홈쇼핑(코)	2001.11.09	2001.11.26~12.15
26	LG*	LG생활건강*	2001.11.09	2001.11.26~12.15
27	LG*	LG화학*	2001.11.09	2001.11.26~12.15
28	프린티어CRC	CKF(천광산업)*	2001.12.03	2001.12.07~12.26
29	LG*	LG생명과학	2002.07.03	2002.07.24~08.12
30	LG*	엘지전자*	2002.07.24	2002.08.22~09.10
31	농심홀딩스*	울촌화학*	2003.08.21	2003.09.19~10.08
32	농심홀딩스*	농심*	2003.08.21	2003.09.19~10.08
33	인회	벽산건설*	2003.09.03	2003.09.09~09.29
34	대웅*	대웅제약*	2003.10.09	2003.11.05~11.24
35	한진해운*	자사주*	2003.10.13	2003.10.17~11.05
36	STX*	STX(우선주)*	2004.01.07	2004.01.12~02.11
37	금강고려*	현대엘리베이터*	2004.02.12	2004.02.18~04.13
38	동성화학*	에스텍(코)	2004.03.12	2004.03.22~05.20
39	씨티뱅크	한미은행*	2004.03.30	2004.04.03~04.30
40	한국컴퓨터지주회사*	자사주*	2004.04.12	2004.04.19~05.10
41	신한지주*	조흥은행*	2004.04.13	2004.04.26~05.17
42	넥상스	넥상스코리아*	2004.06.18	2004.06.22~07.12
43	넥상스	극동전선*	2004.06.18	2004.06.22~07.12
44	신한지주*	굿모닝증권(우선주)*	2004.09.20	2004.09.24~10.13

\*는 표본선택기업임.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT

Volume 23, Number 1, June 2006

# The Effect of Tender-offer on the Value of the Firms in Korea

Jin-Ho Jeong\* · Jong-Bae Ha\*\*

## 〈abstract〉

This study investigated the effect of tender-offer on the value of the firms in Korea. For this purpose, the study applied an event study methodology to 65 cases(bidding firm : 26, target firm : 39) of tender-offer and 164 cases(bidding firm : 144, target firm : 20) of merger announcements made between January 1st, 1994 and September 30th 2004. We found the following results.

For tender-offer announcements, there was a significant increase in target firm's value while there was no significant change in bidding firm's value. In contrast, for merger announcements, there was a significant increase in bidding firm's value while there was no significant change in target firm's value. In addition, the synergy effect of tender-offer was higher than that of merger. The results support the Berkovitch and Khanna(1991)'s prediction that bidding firms choose tender-offer rather than merger in the presence of higher synergy profit from M&A.

Keywords : Tender-offer, M&A, Announcement Effect, Bidding Firm, Target Firm

---

\* Professor, Dept. of Business Administration, Kyungnam University

\*\* Doctoral Candidate, Dept. of Business Administration, Kyungnam University